

# TÜRKİYE VE DÜNYADA ALTIN İŞLETMECİSİ FİRMALAR, SEKTÖRÜN FİNANSÖRLERİ VE HEDGİNG

Mesut YAZILITAŞ

Ülkemizde de kamuoyunun dikkatini çeken çevreci tepkilere neden olan altın maden işletmeciliğinde; sahnede görünen altın maden ve işletmecisi firmaların kimlere ait olduğu ve kendi aralarındaki çapraz mülkiyet ilişkileri bu firmaların perde arkasındaki gerçek sahiplerini incelemeyi gerektirecek kadar ilginçtir.

Bir başka ilgi çekici konu, bu sektörde finansman sağlayan, fon aktaran kuruluşların sektörün üretici/işletmeci aktörleri ile olan karmaşık mali/mülkiyet ilişkileridir. Bu kapsamda, özellikle fiyat risk yönetimi araçlarının değişik kombinasyonlarından oluşan *hedging* uygulamaları ayrıca inceleme gerektiren bir konudur. İşte, yukarıda belirtilen sorulara cevap aranması bu çalışmanın konusunu oluşturmaktadır.

Ülkemizde bu sektörde ön plana çıkan belli başlı yabancı firmaların belirlenmesi ile incelememize başlayalım.

## Türkiye’de Altın “Madencilik/İşletmeciliği” Faaliyetinde Bulunan Uluslararası Firmalar

1. (Eurogold)→(Normandy) → Newmont<sup>1</sup>
2. (Cominco) + (Teck) → Teck Cominco Ltd.
3. Eldorado [Tüprag, Demir Export (Koç Holding)]<sup>(1)</sup>
4. Anglo Tur <sup>(1)</sup>
5. Rio Tinto (Anatolia Minerals)<sup>2</sup>

Bu firmaların ortaklık yapıları incelendiğinde;

1. **Normandy**’nin, Newmont birleşmesinden önce büyük ortağının Avustralyalı **Normandy Poseidon** olduğunu, diğer ortaklarının ise Kanadalı **Metal Mining** ve Alman **Metallgesellschaft (MG)** olduğunu görmekteyiz. **Normandy Poseidon**’un 100’e yakın uluslararası ortaklıkları arasında en önemlileri;

ANZ, National Westpac Custodian ve  
Chase Manhattan

AMP (Australian Mutual Providence)  
BRGM (Fransız devlet şirketi)  
MINORCO (G.Afrikalı şirket)

Bu şirketlerin bağlı olduğu ana şirket **ANGLO AMERICAN CORP. (AAC)** olup, esas sahibi **OPPENHEIMER** ailesidir.<sup>(1)</sup>

firmaları ile yapmış olduğu ortaklıklardır.

**Normandy**’nin Bergama/Ovacık haricinde, Mastra/Gümüşhane’de de altın işletmeciliği girişimi bulunmaktadır. **AAC**’nin bir başka uzantısı olan **MIM** ve yine kontrolünde bulunan **AMP** firmaları ile **MG** ortaklığını **Eurogold** (daha sonra Normandy’nin bünyesine geçmiştir) bünyesinde de görmek mümkün idi.<sup>(1)</sup>

**Normandy**’nin Kanadalı **TVX** ile kurmuş olduğu **TVX Normandy Americas** (% 49,9 Normandy, % 50,1 TVX), Brezilya’da iki, Şili’de bir ve Kanada’da da iki altın madeninin işletmeciliği yapılmaktadır. **Normandy**, 1999 Mart’ında **INMET**’in **Eorugold**’daki % 33,3 hissesini satın alarak **Eurogold**’a ortak olmuş, daha sonra şirketlin tamamını ele geçirmiştir.<sup>3</sup> Ancak, Kasım 2001’de

başlayarak 20 Şubat 2002'ye kadar uzanan bir süreç içerisinde, borsada işlem gören hisselerinin devir işlemlerini müteakip *Normandy*'nin kontrolü (hisselerin % 96'sından daha fazlasının satın alınmasıyla) *Newmont*'un eline geçmiştir.<sup>4</sup> Artık Newmont'un Avustralya kolu (*Newmont Australia*) olarak faaliyet gösteren bu firmanın, Avustralya Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı olarak işlem gören *Normandy NFM Limited* ticaret ünvanlı altı kuruluşunda % 87,5 hissesi bulunmakta ve % 49,9 hisse ile önceden Normandy'nin ortak olduğu *TVX Normandy Americas* firmasına da aynı hisse ile ortak olarak (bu firmanın yeni ismi *TVX Newmont Americas* olmuştur) *TVX Gold Inc.* ile stratejik ortaklığını devam ettirmektedir.<sup>5</sup>

Öte yandan, Uzun yıllar *Newmont*'un en büyük ortaklarından birisi olan *Consolidated Goldfields (CGF)* önce *Hanson plc.*'nin eline geçmiş ve bu sayede Hanson plc, Newmont'un %49,7 hissesine sahip olmuştur. Hanson plc daha sonra bu hissesini *James Goldsmith*'e satmış ve bu işlem neticesinde Goldsmith'in ortaklarından birisi olan *Lord Rothschild*'da Newmont'un bir başka hissedarı (yaklaşık %8 hisse ile) olurken satın alınan toplam hissenin bakiye % 42'si Goldsmith'e geçmiştir. Newmont'un *Du Pont*, *RTZ* (şimdiki *Rio Tinto*), *Minorco (AAC)*, *Cominco* (şimdiki *Teck Cominco Ltd*), *BHP Billiton* ve *BRGM* ile sıkı işbirliği, ortak girişimleri vardır. Örneğin; Avustralya'daki Coronation Hill madenini işletmeye açmak için oldukça çaba sarf ettiği halde çevreci tepkiler nedeniyle başarılı olamayan *Newcrest* firması, *BHP Gold* (%56 hissesi BHP'ye aittir) ile *Newmont Australia* tarafından ortaklık olarak kurulmuştur.<sup>6</sup>

Normandy'nin ortaklarından birisi olan *Metallgesellschaft (MG)*, yatırımlarını genellikle alt kuruluşu olan *Metal Mining Corp.* (daha sonra *INMET* adını almıştır) aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Türkiye'de faaliyette bulunan Normandy (Newmont) firmasının yanı sıra *COMINCO* ve *TUPRAG* firmalarının da ortakları arasında bulunmaktadır. Ayrıca, *Eti Holding A.Ş.* ve *GAMA* gibi *Çayeli Bakır İşletmeleri A.Ş.*'nin bir başka ortağıdır. Fransız *BRGM* şirketi ile birlikte sektördeki başka bir şirkette, *LaSource* (daha sonra *Mine OR* adını almıştır)'da, ortak olarak yer alır. *MG'nin ortakları arasında;*

bir çok madencilik şirketi  
DaimlerChrysler  
Siemens  
Dresdner Bank  
Arap şeyhlerine ait bankalar bulunmaktaydı.

*MG*, Papua Yeni Gine'de bir konsorsiyum bünyesinde OK TEDI dağında altın madeni işletmiştir. Aynı zamanda, *AMP*'nin ortaklarından birisidir. *MG*'in en son *Enron Metals* tarafından satın alındığı ve 2001 yılı sonuna doğru çıkan *Enron* skandalı ve bu firmanın iflas başvurusunu müteakip *Enron Metals*'in konsantre ticareti ile ilgili bölümünün *Sempra Energy Trading*'e satıldığı bilinmektedir.<sup>7</sup>

*Degussa* da *MG* gibi, Papua Yeni Gine'de OK TEDI dağında altın madeni işletmiş olan konsorsiyum bünyesinde yer almıştır. Dünyanın en büyük altın rafinericileri arasında yer almaktadır. Ortakları arasında; *Müncher Rückversicherungsges*, *Henkel*, *Gesellschaft für Chemiewerke*, *Dresdner Bank* gibi büyük Alman şirketleri bulunmaktaydı. OK TEDI altın madenini işleten konsorsiyuma siyanür satmıştır. *AAC* ve uzantısı olan *Minorco* firmalarıyla ortaklıklar kurmuştur. İzmir Arapdağı'nda açılmak istenen *Anglo Tur*'un ortaklarından birisidir. Türkiye'deki altıncı şirketlerin tamamına ortak olmaya çalışmıştır.<sup>(1)</sup> *TVX Gold Inc.* ile birlikte Brezilya'da *Novo Astro* altın madenini işletmektedir. *Degussa*, Hamburg'da kurulu olan *Norddeutsche Affinerie* (altın rafinerisine) *INMET Mining Corp.* (MG'ye ait) ve *MIM Holdings Ltd.* (AAC'ye ait) ile ortaktır.<sup>8</sup> *Degussa AG* hisselerinin %49'u *E.ON.AG*'ye, %51'i ise *RAG AG* (eski Ruhrkohle AG)'ye geçmiştir.<sup>9</sup> Bilindiği üzere *E.ON.AG*, 2000 yılında *VIAG* ve *VEBA* gruplarının birleşmesiyle kurulmuştur.<sup>10</sup> Bu şirket birleşmesinden çok önce 1923 yılında Alman Hükümeti tarafından kurulan *VIAG* iki dünya savaşını atlattı ve bu süre içerisinde *Goldschmidt* ve *MG* firmaları ile önce işbirliğinde bulunmuş

daha sonra bunları bünyesine katarak kimyasallar ve metal sektörlerinde dikey yapılanmasını gerçekleştirmeye çalışmıştır. **Goldschmidt AG** firmasını, bünyesine kattığı **SKW Group** aracılığıyla ele geçirmiştir. **E.ON.AG**'nin kontrolünde olan **SKW Group** ile **Degussa-Hüls**'ün birleştirilmesi neticesinde ortaya çıkan şirket, günümüzde yine bir E.ON.AG kuruluşu olarak **Degussa AG** ticaret ünvanı ile faaliyetlerine devam etmektedir.<sup>(8)</sup>

**BRGM** (Bureau de Rescherches Geologiques et Minieres-Jeolojik Araştırmalar ve Madenciler Bürosu) bir Fransız kamu kuruluşu olup, madencilik faaliyetlerini özellikle Afrika altın madenleri üzerinde yoğunlaştırmıştır. Özellikle nikel ve manganez madenciliğinde uzmanlaşmış bir başka Fransız kamu kuruluşu olan **Eramet**'in ortakları arasında yer almıştır. **Eramet**'teki hissesini daha sonra yine bir Fransız kamu kuruluşu olan **Cogema**'ya satmıştır.<sup>11</sup> **Eramet**'in özel sektör ortaklarından birisi **Rothschilds**'lar olup, Mart-1997'den beri **Rothschild & Cie Banque**'ın yöneticilerinden olan François Henrot aynı zamanda Eramet'te de yöneticilik yapmaktadır.<sup>12</sup>

2. **Cominco**'nun ortaklarından birisi -yine tanıdık bir isim- **AMP** olup, **AAC**'nin bir uzantısı olduğu daha önce belirtilmişti. Artvin Kafkasör, Hatilla Vadisi'nde; Gümüşhane Keçikale, Mezire ve Mescitli'de altın çıkarmak istemektedir. Diğer ortakları arasında Avustralyalı **MIM (AAC)**, Alman **MG (Inmet)** adlı şirketi ile) ile Kanadalı **TECK** bulunmaktaydı. Cerrattepe yöresinde altın arama ruhsatı vardır. Cominco ile Teck firmalarının ortaklıkları 1996 yılına kadar uzansa da bu iki firma en son Temmuz 2001'de **Teck Cominco Ltd.** çatısı altında birleşmişlerdir.<sup>13</sup> Türkiye'de Cominco Madencilik Sanayi A.Ş. ticaret ünvanlı alt firması ile arama faaliyetlerinde bulunmaktadır.

3. **Eldorado**, Şirketin % 29,8'i G. Afrika'da kurulu **Gold Fields Ltd.**'indir.<sup>14</sup> 2002 yılının ilk çeyreğinde Kışladağ'da daha önce 6,7 milyon ons olarak belirlenen altın kaynağını<sup>15</sup> arttırmaya yönelik olarak özellikle "porphyry" sistemin kuzey ve güney atılımlarında 3400 metre derinliklere kadar aramalar yapmaktadır. Firma bu arama çalışmasının Kışladağ projesini 2003 yılının ilk çeyreğinde tam fizibiliteye (bankable) hazır hale getirmek için planlanan kapsamlı iş programının bir bölümünü oluşturduğunu beyan etmektedir.<sup>16</sup>

Firmanın Efemçukuru, Kaymaz ve Küçükdere'deki projeleri devam etmektedir. Türkiye'de faaliyet gösteren kolu **Tüprağ Metal Madencilik**, Balıkesir Havran-Küçükdere'de, Burhaniye Karadere, Çanakkale/Çan, Eskişehir-Sivrihisar-Kaymaz ve İzmir Gaziemir-Efemçukuru'nda altın aramak için 1986 yılında Ankara'da önce bir Alman şirketi olarak kurulmuştur. **Preussag Aktiengesellschaft** tarafından kurulmuş olan bu şirket daha sonra İngiliz **Preussag**'ın da kontrolüne geçmiştir.<sup>17</sup>

Ülkemizde faaliyette bulunan altın madencisi ve işletmecisi firmaların mülkiyet yapılarını kısaca inceledikten sonra bu sektörde faaliyet gösteren dünyadaki belli başlı diğer firmaları da aynı yaklaşımla inceleyelim.

### **Dünyada Altın "Madenciliği/İşletmeciliği" Faaliyetinde Bulunan Diğer Firmalar**

Bu sektörde her ne kadar **Anglo Gold**, **Gold Fields Ltd.**, **Crown Resources**, **CVRD**, **Dominion Resources**, **Homestake Mining Company**, **IFC**, **Mitsubishi**, **Outokumpu**, **Placer Dome**, **Sumitomo** gibi önemli firmalar bulunmakla birlikte burada sadece bir kaç hakkında biraz daha detay inceleme yapacağız.

**RIO TINTO (eski RTZ)**, Endonezya'da dünyanın en büyük altın madenini işleten (Grasberg altın madeni) **Freeport McMoRan** (bir Amerikan şirketi)'nin gerçek sahibidir. **AMP**'nin (dolayısıyla **AAC**'nin) ortaklarından birisidir.<sup>(1)</sup> Grup firmalarından **Kennecott Minerals** (%100 hisse) aracılığıyla ABD'de, **Alumbrera** (%25 hisse) aracılığıyla Arjantin'de, **Peak Gold Mine İşletmesi** (%100 hisse) ve

*Northparkes İşletmesi (Northparkes, %80 hisse)* ile Avustralya’da, *Lihir İşletmesi (Lihir Gold, %16,3 hisse)* aracılığıyla Papua Yeni Gine’de, *Rio Tinto Brasil* (Rio Paracatu Mineraçao, %51 hisse) aracılığıyla Brezilya’da, *Rio Tinto Zimbabwe* (%56 hisse) aracılığıyla Zimbabwe’de, *Kelian İşletmesi (Kelian Equatorial Mining, %90 hisse)* ile Endonezya’da, *Mineria Escondida* (%30 hisse) ile Şili’de doğrudan altın madeni işletmeciliği yapmaktadır.<sup>18</sup> Bu sektördeki diğer firmalarla olan dolaylı mülkiyet ilişkileri nedeniyle sektördeki payı aslında görüldüğünden çok daha büyüktür.

*AMACO (ABD)*, Papua Yeni Gine’de (bir konsorsiyum bünyesinde) OK TEDI dağında vukuu bulan OK TEDI felaketi ile adı anılır. *Standart Oil of Indiana*’nın bir alt kolu olup daha sonra *BP* ile birleşerek adı *BP Amaco* olmuştur. Yıllarca Lefke/Kıbrıs’da bakır ve altın madeni işletip, 1974 yılında arkasında felaket bırakıp kaçan *CMC (Cyprus Mines Corp.)*’u bünyesine katmıştır.<sup>(1)</sup>

*AMAX (ABD)*, çeşitli maden işletmelerinde *AAC* (Oppenheimer ailesi) ile ortaklıklar kurmuş olup, şirketin %20 hissesi ayrıca *Rockefeller*’e aittir.<sup>(1)</sup>

*BHP Billiton*, Papua Yeni Gine’de OK TEDI dağında altın madeni işletmeciliği yapmış olan konsorsiyumun üyelerinden birisidir. *BHP*’nin ortaklarından birisi de *AMP*’dir.<sup>(1)</sup>

*INCO*, altın madenciliği alanında değişik ortaklıklara girmiş bir şirket olup, önce Amerika’da kurulmuş daha sonra Kanada’ya taşınmıştır. Altın madenciliğinde önemli olan **arıtma, işlemi adım bu firmadan alır** (INCO-SO2, Inco process).

### Altın Madenciliği/İşletmeciliği Sektörüne Finansman Sağlayan Kuruluşlar

*AMP* (Australian Mutual Providence), Avustralya kökenlidir ve sigortacılık temel uğraş alanıdır. Küçük paylarla maden şirketleri ile ortaklıklar kurar. Ortaklıkları arasında; Türkiye’de *Normandy*’nin (şimdiki Newmont) de büyük ortağı olan *Normandy Poseidon*, *BHP* ve *Cominco* bulunmaktadır. Bunların hepsi de *AAC (Oppenheimer ailesi)*’nin uzantılarıdır. *AAC*, Türkiye’deki altın madeni şirketlerinin büyük ortaklarındanıdır. *AMP*’nin diğer ortakları Alman *MG* ve İngiliz *RTZ* (şimdiki *Rio Tinto*)’dir.<sup>1</sup> Rio Tinto Ltd.’nin kurumsal ortakları arasında çoğunlukla *Rothschild* ailesine ait olan değişik finansal kuruluşlar bulunmakla birlikte (örneğin; Chase Manhattan Nominees Ltd., Westpac Custodian Nominees Ltd., Citicorp Nominees Ltd., HSBC Custody Nominees Ltd. gibi) kontrolü Oppenheimer ailesinde olan *AMP*’ye ait olan *AMP Life Ltd.*’nin de Rio Tinto’nun bir başka kurumsal ortağı olduğu bilinmektedir. Görülen odur ki, bu iki aile sermaye grubunun şirketleri arasında çapraz bir mülkiyet ilişkisi vardır.

*ANZ* (Australian and New Zealand Banking Group), özellikle Avustralya’da uranyum sanayiini finanse eder.<sup>1</sup>

*Chase Manhattan Chemical Bank*, iki bankanın birleşmesi ile oluşan bu devasa banka şu anda altın madenciliğinin en önemli finansman kaynağıdır. Özellikle Şili’de bakır ve altın madenlerinin doğrudan ortağıdır.<sup>1</sup>

*Union Acceptances*, Oppenheimer ailesinin (*AAC*) yatırım kuruluşudur. *Chase Manhattan Chemical Bank* ve *AMP* ile ortaklık içerisinde kimyasal madenciliğe parasal kaynak sağlamaktadır.<sup>1</sup>

*Barclays Bank*, İngiltere’nin üçüncü büyük bankasıdır. *BZW* adlı bir diğer İngiliz bankasıyla birleşerek kendi dalında dünyanın ikinci büyük gücü haline gelmiştir. Parasal kaynak sağlamanın yanında bizzat altın madenciliği de yapmıştır. *AAC*’nin altınlarının pazarlanmasında önemli işlevler üstlenmektedir.<sup>1</sup>

**Dresdner Bank**, önceden **MG**'in ortakları arasında yer alan bu Alman bankası, Türkiye'deki **Normandy** (Newmont) maden şirketine, özellikle Almanya'daki güçlü çevreci protestodan sonra doğrudan para aktarımını kesmiştir. Fakat dolaylı ortaklık ile bu destek sürmektedir. **Dresdner Bank, Degussa**'nın da eski ortaklarından birisidir.<sup>1</sup>

**NM Rothschilds**, kendi web sitesinde<sup>19</sup> faaliyetlerinin esas odak noktasının altın madenlerinin finansmanı olduğunu, bununla birlikte diğer metalleri ve şirketleri de fonladıklarını beyan etmektedirler. Bu fonlama; İzlanda'daki Nordural Alüminyum İşletmesi gibi rafineri ve metal işletmelerine (smelters) kredi vermek ve ihracat öncesi kredi temin etmek şeklinde yapılmaktadır. **Ashanti Goldfields Company Ltd., Amax Gold Inc, Aurora Gold NL, Ranger Minerals** ve **Bema Gold Corporation** gibi bir çok altın işletmecisine yatırım proje finansmanı, siyasi risk sigortası, altın bazlı yatırım finansmanı, hedging şeklinde doğrudan ve/veya sendikasyon halinde finansman sağlamıştır. G.Afrika ve Avustralya yoğunluklu bu fonlama faaliyetleri; Gana, Zambiya, Mali, Moritanya, Şili, Peru, Özbekistan, Kazakistan, Kırgızistan, Endonezya, Papua Yeni Gine, Filipinler ve Alaska'daki girişimleri de kapsamaktadır. Oppenheimers (AAC) ve Rothschilds ailelerinin eski RTZ, şimdiki Rio Tinto'da ciddi miktarda gizli ve dolaylı olarak hisselerinin bulunduğu kabul edilmektedir.<sup>20</sup>

**Diğer önemli para kaynakları arasında; Morgan Guaranty, Citibank, Union Bank of Switzerland (UBS), Banco Commercial Italiano, Deutsche Bank, Banque de Paris, Royal Bank of Scotland** (İngiliz Kraliyet ailesi ile bağlantılıdır) bulunmaktadır.<sup>1</sup>

### Altın Rafinerileri

Londra Külçe Altın Pazar Birliği (LBMA)'nin altın barları için belirlemiş olduğu standartlarda üretim yapan çok sayıda rafineri mevcuttur.<sup>21</sup> Rafineriler, çok geniş bir coğrafi yelpazede değişik ülkelere dağılmış durumdadır. Türkiye altın madenleri ile doğrudan veya dolaylı olarak ilgisi bulunan firmalardan birisi olan Degussa'nın Almanya, Brezilya, Hollanda, Singapur ve Kanada gibi ülkelerde rafinerileri vardır. İngiltere, Almanya ve Belçika'daki bazı altın rafinerilerinin sahibi Alman Metallgesellschaft (MG) ve Degussa firmalarıdır.<sup>1</sup> Örneğin; **Degussa**, Hamburg'da kurulu olan **Norddeutsche Affinerie'ne** (altın rafinerisine) **INMET Mining Corp.** (MG) ve **MIM Holdings Ltd.** (AAC) ile ortaktır. **Teck Cominco Ltd** firmasının Kanada'da kurulu ismi Trial olan altın, kurşun ve çinko rafinasyonu yapabilen bir rafinerisi vardır. Hatta, LBMA'da takas hizmeti de veren 7 aracından birisi olan **NM Rothschild'**ın da İngiltere'de bir rafinerisi vardır. Buna ilave olarak, **Rothschild Group** en büyük hissedarı olduğu Avustralyalı **Golden West Refining Corp. Ltd.** vasıtasıyla A.B.D.'de kıymetli metal rafinasyonu yapan **Handy & Harman Refining Group, Inc.**'nin tesislerini 1996 yılında ele geçirmiştir.<sup>22</sup> Bunu müteakiben 2000 yılında Rothschilds'lar, Handy & Harman Refining Group Inc. aracılığıyla Hindistan'da altın rafinerisi kurmak için **Autoriders India Ltd (AIL)** ile işbirliğine girmiştir.<sup>23</sup> Rio **Tinto** 'nun bir alt kuruluşu olan **Freeport McMoRan**'ın Endonezya'da kurulu Gresik adında bir rafinerisi mevcuttur. Bu tür örnekleri çoğaltmak mümkündür.

AAC firması, kontrolündeki Johnson Matthey & Company aracılığıyla 1919 yılında hem NM Rothschild ve diğer altın külçesi üreticisi dört firma ile birlikte Londra Altın Piyasası'nın kurulmasında aktif rol oynamış, hem de Johnson & Sons'un sahip olduğu İngiltere'deki rafinerilere ortak olmuştur. Daha sonraki dönemlerde Johnson Matthey firması bünyesinde değişik firmalarla hisse devirleri oldu ise de 1993 yılında Minorco ve JCI (Johannesburg Consolidated Investment), kendilerine ait olan Garrick Investments aracılığıyla Johnson Matthey'de önemli miktardaki AAC hisselerini korumuşlardır. Her iki firmada (Minorco and JCI) AAC'nin hem hissesi bulunmakta hem de birlikte başka firmalara ortak olabilmektedirler.<sup>24</sup>

Lojistik ve maliyet açısından dezavantajlı olmadığı sürece altın işletmecisi firmaların ülkemizdeki dore üretimlerini diğer ülkelerde kurulu olan rafinerilerinde rafine edeceği beklenilmelidir. Nitekim, Normandy (şimdiki Newmont) firmasının şu ana kadar ülkemizde yapmış olduğu **dore altın** üretiminin tamamı rafine edilmek üzere ihraç edilmiştir. İhraç edilen dore altının yurt dışında rafine edilmesinin gerekçesi ülkemizde altın rafinerisinin bulunmamasıdır. Sadece İstanbul'da rafinasyon işlemi yapan en az iki tesisin (**Halaç Kuyumcular San. ve Tic. Ltd. Şti.**'ne ve **Sarkuysan A.Ş.**'ye ait) kurulu olduğu bilinmektedir.<sup>25</sup>

## Rezervler/Kaynaklar

Ülkemizin jeolojik yapısı itibarıyla altın cevher oluşumlarına son derece müsait olması, altın madencisi/işletmecisi firmaların dikkatinin uzun zamandır ülkemize yönelmesine neden olmuş ve ülkemizin altın kaynaklarının/rezervlerinin önemli bir potansiyele sahip olduğu bu yabancı işletmeciler firmaların kendi beyanat ve yayınlarında da dile getirilir olmuştur.

Bu itibarla, çok sayıda önemli altın işletmecisi yabancı firma ülkemizde uzun zamandır altın arama faaliyetinde bulunmaktadır. Öyle ki; son bir kaç yıldır mali açıdan son derece olumsuz bir dönem geçiren Eldorado, Türkiye'deki arama faaliyetlerinin sektöre uğramaması için elinden gelen her türlü maddi fedakarlığı yapmıştır.

Ülkemizde; Uşak, Gümüşhane, İzmir, Çanakkale, Artvin, Eskişehir ve Balıkesir gibi illerin sınırları dahilinde altın yatakları tespit edilmiştir. Örneğin;

Eldorado'nun Tüprağ aracılığıyla gerçekleştirmiş olduğu arama faaliyetleri neticesinde sadece **Kışladağ**'da tenörü 1,34 gr/t olan cevher karşılığı toplam 2.850.700 ons (88 ton civarında) ekonomik olarak işletilebilir bilinen, mümkün rezerv bulunduğu, **Efemçukuru**'nda ise tenörü 13.31 gr/t olan cevher karşılığı toplam 774.800 ons (yaklaşık 24 ton) bilinen, mümkün ekonomik olarak işletilebilir rezervin bulunduğu firmanın 2002 ilk çeyreği ile ilgili Toronto Menkul Kıymetler Borsası'na gönderdiği bilgiler arasında mevcuttur.<sup>26</sup>

Normandy (şimdiki Newmont), Ovacık işletmesinde yıllık 90-100.000 ons (2,55-2,83 m.ton) altın üretimi öngörmekte ve toplam rezerv olarak 13 gr/t tenörlü cevherden elde edilmek üzere 530.000 ons (yaklaşık 16,4 m.ton) beyan edilmektedir. Toplam kaynak olarak verilen değerler ise 7,6 gr/t tenörlü cevherden elde edilecek toplam 1,02 milyon ons (31,5 m.ton) altın şeklindedir.

Normandy ve Franco Nevada'yı ele geçiren Newmont'un kendi verilerine göre toplam 97 milyon ons (yaklaşık 3016 m.ton) bilinen, mümkün ekonomik olarak işletilebilir rezervi bulunmakta ve yine kendi verilerine göre yıllık yaklaşık 8,2 milyon ons (255 m.ton) fiili üretimi bulunmaktadır. Mevcut altın kaynaklarının bir kısmının rezerv haline gelmediği<sup>27</sup> veya yeni rezervler bulunmadığı takdirde mevcut yıllık fiili üretim miktarları dikkate alındığında firmanın yalnızca 11,2 yıl bilinen, mümkün olarak işletilebilir rezerv ömrü kaldığı söylenebilmektedir.

## Altın "Madenciliği/İşletmeciliği"nde Hedging<sup>28</sup>

Hedging; cüz'i de olsa belli bir maliyete katlanmak kaydıyla, fiyat riskini elimine ve/veya kontrol etmek, gelecekte üretilecek ürünün fiyatını şimdiden sabitlemek gibi amaçlarla vadeli işlem finansal araçlarının (forward, futures, options anlaşmaları gibi) değişik kombinasyonlarından oluşan fiyat-risk yönetimi biçimidir. Hedging uygulamaları, emtia piyasalarında olduğu gibi, faiz veya döviz kuru gibi finansal piyasalarda da uygulama alanı bulabilmektedir. Fiyat riskinin olduğu her

pazarda kullanım alanı bulabilen bu risk yönetimi/koruması uygulamasının, bu çalışmada altın “madenciliği/işletmeciliği” sektöründeki uygulanış biçimi incelenecektir.

Konuyu anlaşılabilir kılmak için bir örnek üzerinde çalışalım. Bir ons (troy ounce) altının fiyatının 500 A\$ (Avustralya Doları)’na yükseldiğini ve altın işletmecisinin 12 ay sonra teslimatı yapılacak 1000 ons altının fiyatını mevcut yüksek, cari fiyat seviyesinden sabitlemek istediğini düşünelim. Bu örnekte kullanılacak parametrelerin;

Cari (spot) fiyat	= 500 A\$/ons
Avustralya 12 ay vadeli nakit faiz oranı	= % 7
12 ay vadeli altın borç alma bedeli (kiralama oranı)	= % 2
Banka kar marjı	= % 0,25
(Bu oran müşterinin kredibilitesine göre değişebilmektedir)	

olduğunu kabul edelim. Bu durumda “hedging” nasıl yapılıyor? bunu aşamalar halinde görelim:

Altın üreticisi kendi aracısının (dealer) bankasına (örneğin Rothschild Bank’a) 1000 ons altını mevcut cari fiyat seviyesinden 12 ay vadeli (forward) satması için talimatlandırır.

Aracının bankası, 1000 ons altını önemli bir Merkez bankasından (ör. Bank of England) ödünç alır ve bunu cari fiyattan piyasada satar. Bu işlem neticesinde aracı 500 A\$/ons x 1000 ons = 500.000 A\$ nakit satış geliri temin eder ve ödünç alınan altını 12 ay içerisinde geri ödemeyi ve altının ödünç alındığı Merkez Bankası’nın tahakkuk ettireceği altın kiralama oranını (daha hukuki bir ifade ile altın borçlanma bedelini) ödemeyi taahhüt eder.

Aracının bankası (örn. Rothschild Bank) bu şekilde temin edilen 500.000 A\$ nakit, para piyasalarındaki en uygun faiz oranından nemalandırarak normal faiz geliri eksi kiralama oranı bakiyesi kadar getiri elde eder.

Bu sayede 12 aylık bir dönem içerisinde aracı, altın üreticisine 1000 ons altın karşılığında 500.000 A\$’dan daha fazla bir meblağın ödemesini yapabilir. Çünkü aracı hala:

1000 ons altının satış gelirin sahiptir.	= 500.000 A\$
500.000 A\$’nın %7 faiz oranından yatırılması neticesinde elde edilen faiz gelirin sahiptir.	= 35.000 A\$
%2 üzerinden altın borçlanma bedelini öder	= - 10.000 A\$
Banka komisyonu olarak % 0.25 öder	= - 1.250 A\$
<b>Altın üreticisine ödenebilecek net tutar</b>	<b>= 523.750 A\$</b>

Dolayısıyla, altın üreticisinin 523.750 A\$ alabilmesi yani üreteceği altının satış fiyatının 523,75 A\$/ons olabilmesi için yapacağı bütün iş 12 aylık zaman zarfında 1000 ons altının teslimatını gerçekleştirmek olacaktır.

Hedging işleminin bu şekilde sonuçlanması tamamiyle uygulanan nakit faiz getirisi ve altın ödünç verme oranına bağlıdır. 12 aylık zaman diliminde cari altın fiyatlarının 500 A\$’nın altına düşmesi durumunda hiç kimsenin bir kaybı olmayacaktır. Ancak, aynı zaman diliminde altın fiyatının 523,75 A\$’ı aşması durumunda altın üreticisi, daha yüksek bir satış geliri elde etme imkanından yoksun kalacaktır. Çünkü, anlaşma gereği 523,75 A\$/ons fiyattan 1000 ons altının aracıya, Merkez Bankasına iade edilmek üzere teslim edilmesi gerekmektedir.

Altın hedging’inde yapılan işlemin tamamı yukarıda anlatılanlarla ilgili olup, gerisi tamamiyle terminoloji ve anlatılanların varyasyonlarından ibarettir.

Bu süreci, ilave bir bedel almak veya ödemek suretiyle ve hedge işlemini herhangi bir taraf için anlaşma kapsamında opsiyonlu hale getirmek suretiyle biraz daha karmaşık hale getirebiliriz. Opsiyonlu anlaşmaların fiyatlandırılması tamamiyle teknik bir konu olduğu için burada işlenmeyecek ancak, opsiyonların halen yoğun bir şekilde kullanıldığını ve bu işin çoklu opsiyon türevleri gündeme getirilmediği sürece aslında çok da karmaşık olmadığını söylemekle yetineceğiz.

Bir tür para olan (paranın fonksiyonlarından en az birisini-kıymet saklama fonksiyonunu yerine getiren) altın, vadeli olarak (forward) cari fiyatların daha üstünde bir fiyattan satılabilmektedir. Altının vadeli satış fiyatının, cari satış fiyatından daha yüksek olması (contango)<sup>29</sup> durumu;

$$\text{Contango} = \text{Cari Nakit Faiz Oranları} - \text{Altın Ödünç Verme Oranı}$$

ilişkisi ile formüle edilebilir. **Merkez bankalarında yüklüce miktarlarda altın rezervlerinin bulunması ve altının sadece itibarlı bankalara veriliyor olması genelde altın ödünç verme oranını cari nakit faiz oranlarından daha düşük olması sonucunu vermektedir.**

Merkez bankalarının bir çoğu altın rezervlerinin belli bir kısmını, milli bütçelerin genellikle yıllık olarak hazırlanması ve bu dönem içinde milli ekonomi şartlarının değişebileceği gerekçeleri ile ancak 12 ay veya daha kısa dönemler için kullanılmaktadırlar. Ancak, bir çok altın işletmecisi bazı durumlarda 10 yıla kadar çıkabilen uzun vadeler için, özellikle altının uzun vadelerde oluşacak bileşik contango etkisini azamileştirmek (kimi zamanlarda bu şekildeki hedge işlemleri ile altının vadeli fiyatı cari fiyatların 100 A\$ kadar üstüne çıkabilmektedir) amacıyla, uzun vadeli hedge anlaşmaları yapmak istemektedirler. Bu ihtiyaca binaen aracı bankalar, 5 yıla kadar çıkabilen uzun dönemleri kapsayan ve altın kiralama oranlarının ticaretinin yapıldığı altın kiralama oranları piyasasını kurmuşlardır.

Altın kiralama oranları piyasasında bu oranlar günlük, aylık, yıllık veya birkaç yıllık dönemler için belirlenebilmektedir. Kısa vadeli kiralama oranları genelde % 2'nin altında olmakta, bu oran 12 ayı aşan vadeler için % 3,5'in üstüne çıkabilmektedir. **Bu nedenle bir çok hedge anlaşması cari fiyat seviyesini, nakit faiz oranını ve banka komisyonlarını sabitlerken borç kiralama oranlarını serbest bırakmaktadır.** Ancak bir çok anlaşmada olduğu gibi vadeli altın fiyatlarının birkaç dolar eksik veya fazlası ile tespit edilebilmesini teminen **varsayılan ortalama bir altın kiralama oranına yer verirler. Bu tür anlaşmalarda varsayılan ortalama altın kiralama oranının tutturulamaması veya varsayılandan daha iyi bir kiralama oranından faydalanma imkanından yoksun kalınması riski vardır.** İşte mevcut piyasa koşullarında en yoğun şekilde kullanılan bu türden hedge anlaşmaları, ciddi riskleri anlatıldığı biçimleri ile bünyelerinde taşımaktadır. Burada ifade edilen riski bir örnekle daha somut bir şekilde anlatmaya çalışalım. Şöyleki; bir altın işletmecisinin yıllık 20.000 ons teslim etmek kaydıyla beş yıllık bir dönem için toplam 100.000 ons altını hedge etmek istediğini ve altın kiralama oranını sadece ilk yıl için sabitleyebildiğini düşünelim. İlk yılın sonunda 20.000 ons altının teslimatını yaptıktan sonra anlaşma kapsamında, ilk teslimatı takip eden 4 yıl boyunca yapılması öngörülen 80.000 ons altın için de periyodik olarak altın kiralama oranını aracısı ile birlikte sabitlemesi gerekecektir. Bu şekilde periyodik olarak altın kiralama oranlarının sabitlenmesine altın borcunun aktarılması (sürdürülmesi – rollover) denir. İşte, altın borcunun aktarılmasına esas alınan altın kiralama oranının varsayılan altın kiralama oranından daha yüksek olması durumunda altın işletmecisi aracısının muhatabı bankaya karşı borçlanmış olur ve bu türden borçlar genellikle aynı bankayla yapılacak başka bir hedge anlaşmasının konusu olan altın miktarından mahsup edilmek suretiyle ya da altın işletmecisinin hedge anlaşmasına bağlamak istediği altın miktarına ilave altın miktarlarının eklenmesi suretiyle ödenir. **Bir başka ifadeyle, bu şekildeki bir ödeme planında altın işletmecisi borcunu ya üreteceği altının belli bir miktarını bedelsiz olarak aracının muhatabı bankaya ödemek ya da**

**istememesine rağmen ileride üreteceği altının daha fazla miktarlarını hedge etmek zorunda kalacaktır.**

Buna rağmen altın işletmecileri hedge anlaşmalarında, varsayılan altın kiralama oranının uygulanmasını talep edebilmektedirler. Bunun nedeni, altın borcunun aktarılması işleminin vadesi geldiğinde bu aktarma işlemine esas olacak vadeyi değiştirebilme imkanına altın işletmecisinin sahip olmasıdır. Yukarıda verilen örnekle ilişkili olarak altın işletmecisi firma; ikinci bir yıllık dönem için altın kiralama oranının aracı ile belirlenmesi aşamasında cari altın kiralama oranlarının yüksek olması durumunda altın borcunu önce sadece bir aylık bir dönem için aktarmasını (roll) yaptıktan sonra piyasanın durgunlaşmasını bekledikten sonra takip eden 12 aylık dönem için altın kiralama oranlarını sabitleyebilme imkanı vardır. Aynı şekilde, cari kiralama oranları çok düşük ise altın işletmecisi 12 aydan daha uzun süreler için bu oranı sabitleyebilmektedir.

Öte taraftan **diğer türev piyasalarında da olduğu gibi, bazı spekülative hedge fonlarının** bazen kısa vadeli taahhütlerini karşılayacak altın stoklarına sahip olmaması (açık pozisyonun olması) durumunda karşılaşılan talep artışına istinaden kısa vadeli altın kiralama oranları bu tür piyasa koşullarında **nakit faiz getirisinden daha yüksek seviyelere çıkabilmektedir.**<sup>30</sup> Bu gibi durumlarda piyasaya müdahale etmek amacıyla büyük, hantal merkez bankaları rezervlerinden daha fazla miktarlarda altını ödünç verebilmektedirler. Bu türden spekülative hareketlerden dolayı altın kiralama oranlarının yükselmesi, yukarıda da değinildiği üzere uzun dönemli hedge anlaşmalarına giren altın işletmecilerinin aracı bankalara borçlanmalarına neden olmaktadır. **Bu amaca yönelik olarak aracı bankaların kendi kontrollerinde bulunan hedge fonlarını kullanmak suretiyle piyasalarda bahsedilen türden dalgalanmalara sebebiyet vererek kendileri ile hedge anlaşmasına giren altın işletmecilerini kendilerine daha fazla borçlandırabileceklerini söylemek mümkündür.**

Altın işletmecilerinin çoğu, değişik hedge anlaşmalarından müteşekkil hedge defterlerine sahip olup, bu defterlerinin nominal değerlerinin zaman içerisinde değişen cari (spot) fiyatları ve cari fiyatlar temelinde aynı kiralama oranları uygulanmak suretiyle hesaplanacak izafi hedge anlaşmaları/defterleri ile mukayese edilmesi gerekebilmektedir. Bu şekilde yapılacak nominal mukayeselerin pozitif (in the money) veya negatif (out of the money) çıkması mümkündür. Ancak, ister pozitif ister negatif çıksın bu mukayeselerin anlamı altın işletmecisinin mevcut hedge anlaşması veya hedge defterini hemen nakde tahvil etmeye mecbur kalması durumunda elde edeceği gerçekleşmemiş nakit kayıp veya kazançtır.

Aracı firmaların muhatabı bankaların, özellikle uzun vadeli hedge anlaşmaları nedeniyle altın işletmecilerinin kendilerine karşı oluşacak borçlarının banka bilançolarında muhtemel alacaklar halinde görünmesini engellemek amacıyla bu türden borçlara bir tahdit (margin limits) getirdiği görülmektedir. **Bu türden tahditler genellikle, yukarıda açıklanan negatif nominal mukayeselerin azami seviyeleri (azami “out of money”) şeklinde belirlenmekte ve tahditlerin aşılması durumunda bankalar aşılacak kısmın belli bir bölümüne tekabül edecek nakit veya altın ödemelerinin kendisine yapılması da dahil olmak üzere, hedge anlaşmalarında belirtilen telafi edici önlemleri alabilmektedir. Bankaların bu durumlarda tatbik ettikleri bir başka yöntem ise müşterilerinin tasarrufunda bulunan altın madenleri üzerinde ipotek veya benzeri teminat haklarını tesis etmektir.** Bu şekildeki uygulamanın gerekçesini, “cari altın fiyatları arttıkça altın madeni üzerinde almış oldukları teminatların tutarının da artmış olacağı” şeklinde açıklamaktadırlar.

A.B.D.’nde ekonomide olası bir durgunluğa karşı Federal Reserve tarafından Merkez Bankası reeskont faizlerinin tedrici de olsa belli aralıklarla sürekli olarak düşürüldüğü son dönem boyunca kendisini büyük miktarlarda hedge anlaşmalarına bağlamış olan önemli altın işletmecisi firmalar hedging piyasasında oluşan **backwardation** nedeniyle zor duruma düşmüşlerdir. Kaldı ki, altın cari (spot) piyasalarında fiyatların 2002 yılı başlarından itibaren artması nedeniyle üretiminin önemli bir

bölümünü hedging anlaşmaları kapsamındaki teslimatlara tahsis eden firmaların da ciddi satış geliri kayıpları oluşmuştur. Bu duruma ilişkin güncel örnekler vermek mümkündür.

### **Eldorado Örneği**

Firmanın 2000 yılı ilk çeyreği sonunda açıklanan muhasebe kayıtlarına göre (31 Mart 2000) her ay 10.000 ons teslimatı yapılmak üzere 271.507 ons altın için uzun vadeli, 188.619 ons altın için borç aktarma şeklindeki hedge anlaşmaları kapsamında toplam 460.126 ons altının teslimatını 2003 yılına kadar gerçekleştirmek zorundadır. Firmanın hedge pozisyonun tamamı **NM Rothschild** ile yapılmış olup **NM Rothschild**, aynı zamanda firmanın alacakları teminata bağlanmış en önemli kreditorüdür. Cari (spot) altın fiyatları % 5.10 contango sağlayacak şekilde 323 ABD\$'ı geçmedikçe tahdit uygulaması ile karşılaşmayacaktır.<sup>31</sup> Firma, hedge anlaşmaları kapsamında kendisinin altın teslimatlarını vadesinde yapabilme kabiliyeti konusunda **NM Rothschild**'in fikir değiştirmedeği müddetçe herhangi bir tahdit uygulaması ile karşılaşmayacağını tahmin etmektedir. Tabii, bu türden bir tahdit uygulamasının bütünüyle **NM Rothschild**'in anlaşmalardan kaynaklanan bir hakkı olduğunu teslim etmek kaydıyla! Ayrıca Eldorado, **NM Rothschild**'dan uzun dönemli yüklüce bir kredi almış ve bunun değişken faizli olarak vade bitim tarihini müteakip 6 veya 36 aylık bir dönem için uzatılması konusunda 2000 yılının ilk çeyreğinde mutabakat sağlamışlardı. **Bu borcun güvencesi olarak Eldorado, bütün aktifleri ile Meksika ve Brezilya'daki maden mülkiyetleri ve TÜRKİYE'deki arama ve ön işletme hakları üzerinde tesis ettiği genel bir teminatı NM Rothschild'a vermiştir.**

Şirket, 2 Temmuz 2001 tarihi itibarıyla 31 Aralık 2001 tarihinden sonra vadesi dolacak bütün altın hedging anlaşmalarını kapatmış, temin edilen likidite ile **NM Rothschild**'e olan borcun bir kısmını ödemiştir. Hedging anlaşmaları kapsamında 31 Aralık 2001 tarihi itibarıyla, Şirket'in ortalama 292 ABD\$/ons fiyattan hedge edilen toplam 8.118 ons altın teslimat taahhüdü kalmıştır. **NM Rothschild**'e olan ana para borçlarının ilave bir bölümü (7,5 milyon ABD\$), hisselerinin bir kısmının halka arz edilmesi suretiyle sağlanan likidite ile ödenmiş, bakiye 6,4 milyon ABD\$ borcu kalmıştır.<sup>32</sup>

### **Normandy Örneği**

**Normandy**, 17 Ocak 2002 tarihli “**Altın Hedging’i Azaldı – Normandy’nin Değeri Arttı**” başlıklı Hissedarlar Raporu’nda,<sup>33</sup> **yükselen altın fiyatlarından faydalanabilmek ve altın faiz oranı riskini azaltmak** amacıyla şirketin minimum hedging talebini düşürerek hedge defterinin yeniden yapılandırılmasını tamamladıklarını açıklamışlardır. O tarih itibarıyla fiyatı sabitlenmiş hedge anlaşmalarının, firmanın toplam rezervlerinin ancak %30'luk bir bölümünü kapsadığı, dolayısıyla rezervlerin %70'ine altın fiyatlarındaki olumlu gelişmelere iştirak edebilme serbestiyetinin tanınmış olduğu ifade edilmiştir. Aynı raporda hedging’i azaltma kararlarının doğru olduğunu şu gerekçelerle açıklamışlardır:

Şirketin net borç/özkaynak oranının (*net gearing*) büyük ölçüde azaltılması (Haziran 2000’de % 57 olan bu oran, 2002 yılı başında %40’a çekilebilmiştir) ve net borçlarının 512 milyon ABD\$’ının altında tutulması,

net borç/özkaynak oranı olarak % 30’un hedef seçilmesi,

**Altın cari (spot) fiyatlar ile mukayese edildiğinde, düşük Avustralya ve A.B.D. nakit faiz hadleri ile yüksek altın ödünç verme oranlarının altın vadeli fiyatını önemli ölçüde düşürmesi, bunun sonucu olarak da uzun dönemli altın hedge anlaşmalarının daha az çekici olması,**

firmanın düşük politik risk ile düşük maliyetli bir üretici olma özelliğini pekiştirmeye devam ediyor olması

30 Haziran 2001'de 11.2 milyon ons olan firmanın toplam hedging miktarı, 2002 yılı Ocak ayı itibariyle 9,9 milyon ons'a düşmüş olup bu şekildeki yeniden yapılandırma ile firmanın hedge defterinin ağırlıklı ortalaması alınmış vadesi kısaltılmıştır. Normandy'nin o tarihteki Başkan ve Genel Müdürü (ceo) Robert Champion de Crespigny;

*“Altın hedging politikasının değiştirilmesi ile hedge defterinin yeniden yapılandırılması Normandy'nin değerini arttırmıştır. Aşağı doğru hareketlere karşı korunma için ihtiyatlı bir (hedging) seviyemiz olmakla birlikte, rezervlerimizin % 70'i, kaynaklarımızın ise % 87'si yüksek altın fiyatlarına karşı (hedging ile) korunmuş değildir (yüksek fiyatlardan faydalanma serbestiyeti kazandırılmıştır) ve sabit fiyatlı hedging anlaşmalarımızı borçlarımızı azalttıkça küçültmeye devam edeceğiz”*

demektedir. İşin belki de daha ilginç olan tarafı, bu beyanatın hemen bir ay sonrasında **Normandy**'nin el değiştirmesi, çok daha küçük bir hedging defterine sahip olup, çok daha borcu bulunan **Newmont**'un; **Normandy** hisselerini satın alma operasyonunu tamamlayarak **Normandy**'yi bünyesine katmasıdır.

Bu örnekten de görüleceği üzere öz kaynaklarına oranla yüksek seviyede borçlu olan firmaların aksi durumda olanlarla mukayese edildiğinde; ileriye dönük satış gelirlerini sabitleme amacıyla ileride üretecekleri altının daha büyük miktarlarını hedging anlaşmaları kapsamına almak zorunda kaldıkları ortaya çıkmaktadır. Bu sayede, özellikle borç/öz kaynak oranları yüksek olan altın işletmeciler gelecekteki nakit akışlarının taşımış olduğu risk konusunda kreditorlerini daha kolay ikna edebileceklerini düşünmektedirler. Ancak belli piyasa koşullarında hedging anlaşmaları, verilen örneklerde de görüleceği üzere, bu firmaların daha fazla borçlanmalarına sebep olabilmektedir.

### **Newmont Örneği**

Newmont Başkanı Pierre Lassonde, Şirketin 2002 yılı ilk çeyreğindeki faaliyetleri neticesinde elde ettiği finansal sonuçların değerlendirmesini yaptığı konuşmasında aynen şöyle demektedir; *“Altının kıymet saklama işlevine olan inancımız sarsılmaz ve tamdır. Altın stok ve külçelerinin, portföy riskini azaltmak ve yatırım araçlarının (riskini) dağıtmak için ideal yatırımlar olduğu uzun zamandır bilinen bir gerçektir. Şimdi ise, özellikle hedge edilmeyen altın stoklarının diğer yatırım endekslerine göre daha yüksek getiri sağladığını görmekteyiz. ... Üretici olarak, büyük oranda hedging anlaşmalarına tabii olmayan mevcut pozisyonumuz sayesinde Newmont'un karlılığı altın fiyatlarından önemli ölçüde etkilenebilmektedir. Örneğin, altın ons fiyatlarında 25 ABD\$'lık bir artış yıllık nakit akışımızda 160 milyon ABD\$, yıllık net gelirimizde ise 110 milyon ABD\$ ilave artış sağlamaktadır. ... Hedging yapmama felsefemiz çerçevesinde, Normandy'den miras kalan hedge defterini küçültme ve basitleştirmeye yönelik proaktif programımıza devam ediyoruz. Yılın ilk çeyreğinde taahhüdümüz altına alınan hedge defteri yaklaşık olarak 250.000 ons azaltılarak 7,3 milyon ons'a düşürülmüştür. İlave olarak, sabitlenmemiş altın kiralama oranına tabi olan, teslimatı taahhüt edilmiş altın miktarı % 55 oranında azaltılmıştır. Nihai amacımız, hedge pozisyonlarımızın düzenli bir şekilde ve uygun zamanda kapatılması olup, bu arada hedge anlaşmaları kapsamında teslimatlarımızı hızlandırma (ve defteri kapatma) imkanlarına bakıyoruz.”*<sup>34</sup>

### **Sektör Yoğunluğu**

Bağımsız mineral ekonomistleri ile metal şirketlerinin birleşme ve satın alma faaliyetleri konusunda uzmanların kurmuş oldukları Hammaddeler Grubu (Raw Materials Group)'nun yapmış olduğu bir araştırma ile ilgili 19.12.2001 tarihli basın açıklamasında; Newmont'un, Normandy'yi ele geçirmesi durumunda 2000 yılı fiili üretim rakamları dikkate alındığında 2001 yılında sektörün üretim açısından en büyüğü ve tek başına toplam Batı Dünyası üretiminin %12,2'sine tekabül eden üretimi gerçekleştirmiş olacağı belirtilmiştir. Beş yıl öncesi ile mukayese edildiğinde, sektör yoğunluğunun yavaş da olsa arttığını, ancak 1970'li yıllar ile 1980'li yılların başındaki dönem sektör yoğunluğuna göre çok geride kaldığını söylemek mümkün olmaktadır. Bahsedilen yıllarda Anglo American Corp. (AAC) tek başına Batı Dünyasının toplam altın üretiminin %40'nı, sektörün en büyük 10 üreticisi (ki bunların %90'ı G. Afrika'da mukim idi) ise toplam üretimin % 85'ni kontrol etmekteydi. 2000 yılı fiili üretim verilerine göre sektörün en büyük 3 firmasının (birinci AngloGold, ikinci Newmont –Normandy birleşmesi öncesi) sektörün toplam üretiminin ancak yaklaşık %30'nu, 10 büyük firmasının ise % 57,4'nü gerçekleştirdiği görülmektedir.<sup>35</sup>

Normandy ve Franco Nevada'yı ele geçiren Newmont, yıllık altın üretimi (2001 yılı verilerine göre 8,2 milyon ons) ve ekonomik işletilebilir bilinen, mümkün rezervler itibariyle (97 milyon ons) birinci sırayı almıştır.<sup>36</sup>

Normandy ve Franco Nevada firmalarının Newmont çatısı altında birleşmesi akabinde sektörde, özellikle AngloGold kaynaklı sektör yoğunluğunu arttıracak girişimler devam etmekte olup adı geçen firma sektörün diğer önemli firmalarından bazılarını (örneğin Goldfields ve Newcrest Mining) ele geçirmek için sürekli tekliflerde bulunmaktadır.<sup>37</sup>

## Sonuç ve Değerlendirmeler

Yukarıda yapılan açıklamalar ışığında aşağıdaki tespitlere ulaşmak mümkündür:

Lojistik ve maliyet açısından dezavantajlı olmadığı sürece altın işletmecisi yabancı girişimcilerin ülkemizdeki dore üretimlerinin, yurt dışında kurulu olan kendilerine ait rafinasyon tesislerinde rafine edileceği beklenilmelidir. Üretimi yapılan/yapılacak dore altının yurt dışında rafine edilmesinin gerekçesi ülkemizde altın rafinerisinin mevcut olmaması değildir. Sadece İstanbul'da rafinasyon işlemi yapan en az iki tesisin (Halaç ve Sarkuysan'a ait) kurulu olduğu bilinmektedir.

Normandy ve Franco Nevada'yı ele geçiren Newmont'un, kendi verilerine göre mevcut kaynaklarının bir kısmının rezerv haline gelmediği veya yeni rezervler bulunmadığı takdirde mevcut yıllık fiili üretim miktarları dikkate alındığında, firmanın yalnızca 11,2 yıl bilinen, mümkün olarak işletilebilir rezerv ömrü kaldığı söylenebilmektedir. Bu durum, ülkemiz gibi jeolojik yapısı altın oluşumları açısından son derece müsait olan ülkelerin bahse konu yer altı kaynaklarını daha da önemli kılmaktadır.

Sektörde fonlama yapan kaynaklar, *hedging*'i bir risk yönetim aracı olarak yoğun bir şekilde kullanılmaktadırlar. Bu tür anlaşmalara fiyat risk yönetimi için başvuran altın işletmecileri rezerv ve/veya kaynaklarının oldukça önemli bir kısmını bu anlaşmalar kapsamına alabilmektedirler.

Hedging yapılıp, yapılmayacağı, yapılacaksa ne zaman ve hangi vade ile yapılacağı, kaynakların ne kadarının bu türden anlaşmalara tahsis edileceği; ileriye dönük fiyat beklentileri, faiz hadleri, altın kiralama oranlarındaki değişiklikler gibi bir çok etkene bağlı olduğu için altın işletmecileri açısından özellikle uzun dönemlerde bu tür anlaşmalar her zaman için azami getiriyi

sağlayamamakta, altın işletmecileri esas amaçları olan risk yönetimi ve riskten korunmayı gerçekleştirilememektedir.

Nakit faiz oranlarının düştüğü, spot altın fiyatlarının yükseldiği, A.B.D dolarının diğer ülke para birimlerine karşı değer kazandığı, şu veya bu nedenle altın kiralama oranlarının yükseldiği ortamlarda özellikle borç aktarma sistemi ile hedging anlaşmaları kapsamında taahhüt altına sokulmuş olan firmalar, ya düşük fiyatlardan teslimatlarını yapmak zorunda kalmaktadırlar ya da hedging anlaşmalarını yapabildikleri ölçüde maliyetlerine katlanmak suretiyle likit hale getirmektedirler. Ancak, bu tür ortamlarda altın işletmecilerinin borçlanma ihtiyaçları artabilmektedir.

Uzun dönemli fonlama yapan finansal kuruluşların aynı zamanda hedging yapmaları, finansal açıdan altın işletmecilerini belli birkaç finansal kuruluşa tabi kılmaktadır. Bu ise, altın işletmecisi firmaların hareket kabiliyetini oldukça sınırlandırmaktadır.

Uzun dönemli borçlanmalarda veya hedging anlaşmaları gereği tahdit uygulamalarında, işletmeci firmalar bu finansal kuruluşlara teminat olarak işlettikleri madenleri, altın madenleri üzerinde tesis ettikleri her türlü işletme, arama haklarını ve hatta bütün aktiflerini güvence olarak vermek zorunda kalabilmektedirler.

Yüzlerce yıldır altın aranan dünyamızda, özellikle Güney Yarımküre’de yüzeye yakın ya da yüzeyde bulunan altın oranı yüksek cevherler tükenmiştir. Güney Yarımküre’de altın en az 1400-1500 metre derinlikten çıkarılabilirken, Türkiye’de bu derinlik 180-300 metreye kadar düşmektedir. Bununla bağlantılı olarak, örneğin G. Afrika’da 1 ons altının üretim maliyeti 280 dolar iken, Türkiye’de bu 120-130 dolardır.

Eldorado kendi beyanatlarında, jeolojik potansiyel olarak son derece önemli altın yataklarına sahip olan Türkiye ve Brezilya’da işletmeciliği kolay altın varlıklarının bulunduğunu tespit etmektedir. Türkiye’de arama faaliyetleri neticesinde daha önceden tespit edilen rezervlere ilave olarak yeni kaynakların tespiti için arama faaliyetlerini yoğunlaştırdıklarını ve yargı sürecinin artan bir şekilde müspet bir seyir izlediğini ifade etmektedir.

Bu sektörde hem üretici/işletmeci, hem de finansman kaynağı olarak faaliyet gösteren AAC (Oppenheimer ailesi), NM Rothschild, Rockefeller, Gold Smith (Goldschmidt) gibi grupların bu sektördeki dolaylı paylarının, etkinliklerinin görüldüğünden daha fazla olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu grupları, sektörün bütün faaliyet aşamalarında (üretim, rafinasyon, pazarlama, fiyat yapıcılık, finansman gibi) aktif halde görmek mümkündür. Bu sayede, altın işletmecilerinin karşılaştıkları çevre ve politik risk ve külfetlerine tabi olmadan sektörün nimetlerinden faydalanabilmektedirler. Bu grupların aynı zamanda, karşılıklı olarak birbirileri ile çapraz mülkiyet ilişkisinin olduğu ortaya çıkmaktadır.

Altın borcunun aktarılmasına esas alınan altın kiralama oranının varsayılan altın kiralama oranından daha yüksek olması durumunda altın işletmecisi, aracısının muhatabı bankaya karşı borçlanmış olur ve bu türden borçlar genellikle aynı bankayla yapılacak başka bir hedge anlaşmasının konusu olan altın miktarından mahsup edilmek suretiyle ya da altın işletmecisinin hedge anlaşmasına bağlamak istediği altın miktarına ilave altın miktarlarının zorunlu olarak eklenmesi suretiyle ödenir.

Sektörün mülkiyet yapısı, rezervler açısından ülkemizin taşımış olduğu potansiyel, yabancı firmaların yurt dışında halihazırda kurulu, kendilerine ait rafinerilerinin bulunduğu, bu firmaların dikey dikey yapılanmalarını gerçekleştirmek için çaba sarf ettikleri gibi hususlar dikkate alındığında; ülkemizde özellikle yabancı sermaye kanalıyla yapılan/yapılacak altın maden işletmeciliğinin ülke

menfaatlerine azami katkıyı sağlayacak şekilde değerlendirilebilmesi için gerekli tedbirlerin bir an önce alınması son derece önemli bir durum arz etmektedir. Nitekim, dünyada kalkınmasını hammadde ihracatı ile sağlamış tek bir ülke yoktur.

<sup>1</sup> “Ulaşılamayan Eldorado ve Cassandra’nın Çılgılığı”, Mesut Mahmutogulları, 19 Temmuz 2001, KİMDAKSİ [www.antimai.org/ba/mmesut.htm](http://www.antimai.org/ba/mmesut.htm)

<sup>2</sup> “Ulusal Maden Varlığımız ve Bor Gerçeği”, M. Mustafa ÇINKI, 2001, ATO, sf. 25.

<sup>3</sup> “Altın İşletmeciliği Hazırlıkları Yaygınlaşıyor: Eldorado”, Tahir Öngür, 2001, [www.geocities.com/siyanurlealtin/ay.html](http://www.geocities.com/siyanurlealtin/ay.html)

<sup>4</sup> [http://www.newmont.com/inv\\_relations/newsreleases.htm](http://www.newmont.com/inv_relations/newsreleases.htm)

<sup>5</sup> <http://www.normandymining.com/about.htm>

<sup>6</sup> <http://www.sea-us.org.au/gulliver/newmont.html>

<sup>7</sup> <http://www.platts.com/plattsmetals/features/lme/main.html>, [http://biz.yahoo.com/prnews/020426/laf068\\_1.html](http://biz.yahoo.com/prnews/020426/laf068_1.html)

<sup>8</sup> AME Research, AME Mineral Economics, <http://www.ame.com.au/Smelters/au/Norddeutsche-Affinerie.htm>

<sup>9</sup> <http://www.transnationale.org/anglais/fiches/-1545877037.htm>

<sup>10</sup> <http://www.degussa.com/en/unternehmen/history.html>

<sup>11</sup> bknz., <http://www.ceep.org/fr/CHAP-Fr-F.doc>

<sup>12</sup> bknz., [http://www.ecgi.org/members\\_directory/ordinary/francois\\_henrot.htm](http://www.ecgi.org/members_directory/ordinary/francois_henrot.htm)

<sup>13</sup> <http://www.teckcorp.ca/company/history.htm>

<sup>14</sup> <http://www.geocities.com/siyanurlealtin/ay.html>

<sup>15</sup> Rezerv ve kaynakların ingilizce tanımlamaları için [http://www.bsc.bc.ca/Policy/NI43\\_101CP.pdf](http://www.bsc.bc.ca/Policy/NI43_101CP.pdf), türkçe tanımlamaları için <http://www.geocities.com/siyanurlealtin/rezerv.html> adreslerine bakınız.

<sup>16</sup> [http://biz.yahoo.com/bw/020502/22119\\_2.ht](http://biz.yahoo.com/bw/020502/22119_2.ht)

<sup>17</sup> bknz. [http://www.wgm.on.ca/PROJECTS/S\\_AMERICA/sa22.html](http://www.wgm.on.ca/PROJECTS/S_AMERICA/sa22.html)

<sup>18</sup> <http://www.riotinto.com>, [www.ame.com.au](http://www.ame.com.au)

<sup>19</sup> bknz., [www.nmrothschild.com/Products/resource.asp](http://www.nmrothschild.com/Products/resource.asp)

<sup>20</sup> bknz., [www.sea-us.org.au/gulliver/angloyank.html](http://www.sea-us.org.au/gulliver/angloyank.html)

<sup>21</sup> bknz., [www.lbma.org.uk/good\\_delivery\\_gold.html](http://www.lbma.org.uk/good_delivery_gold.html)

<sup>22</sup> bknz., [www.handyharman.com/HHRG%20Annoucement.htm](http://www.handyharman.com/HHRG%20Annoucement.htm)

<sup>23</sup> bknz., [www.financialexpress.com/fe/daily/20000131/fc031078.html](http://www.financialexpress.com/fe/daily/20000131/fc031078.html)

<sup>24</sup> [www.sea-us.org.au/gulliver/angloyank.html](http://www.sea-us.org.au/gulliver/angloyank.html)

<sup>25</sup> bknz. <http://halacrefinery.com>

<sup>26</sup> [http://biz.yahoo.com/bw/020502/22119\\_2.html](http://biz.yahoo.com/bw/020502/22119_2.html)

<sup>27</sup> Rezerv ve kaynak tanımlamaları için bknz. arka not 12.

<sup>28</sup> Bu bölüm anahatları itibariyle “*Hedging at its Most Basic*”, Ian Levy, AIG Journal-Applied Research and Practice in Australia, Paper 2001-6, June 2001 makalesinden alınmıştır.

<sup>29</sup> Contango ve Backwardation ifadeleri çok eski ticari terimler olup ürün stoklarının çok az olduğu, ticari yük gemilerinin genellikle 3 aylık bir seyrüseferden sonra boşaltma limanlarına ulaştığı dönemlerde, özellikle Avrupa’da fiyatlar; hemen yapılan alımlar için cari, ödemelerinin hemen yapıp da teslimatının 3 ay sonra yapılacak alımlar için 3 aylık fiyatlar şeklinde tasnif edilmişlerdi. İşte bu 3 aylık fiyatların cari fiyat seviyelerinden yüksek olması durumuna “contango”, düşük olması durumuna ise “backwardation” denilmektedir.

<sup>30</sup> Dolayısıyla, altın piyasalarında **backwardation** durumu oluşmaktadır.

<sup>31</sup> 31 Aralık 2001 tarihinde 278 ABD\$ cari fiyattan contango oranı % 1,2’ye düşmüştür. Bkz. Eldorado Gold Corporation – 2001 Financial Results, [http://biz.yahoo.com/bw/020306/62518\\_1.html](http://biz.yahoo.com/bw/020306/62518_1.html)

<sup>32</sup> [www.biz.yahoo.com/bw/020306/62518\\_1.html](http://www.biz.yahoo.com/bw/020306/62518_1.html)

<sup>33</sup> [www.normandy.com.au](http://www.normandy.com.au)

<sup>34</sup> [http://www.newmont.com/inv\\_relations/newsreleases.htm](http://www.newmont.com/inv_relations/newsreleases.htm)

<sup>35</sup> <http://www.rmg.se>

<sup>36</sup> 23 Ocak 2002 tarihli basın açıklaması, [www.newmont.com/inv\\_relations/newsreleases.htm](http://www.newmont.com/inv_relations/newsreleases.htm)

<sup>37</sup> bknz., <http://www.intersuisse.com.au/upload/junior.pdf>