

Sermaye Piyasası Araçları 1

*Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 1 Sınavı
Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 2 Sınavı
Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Sınavı
Türev Araçlar Sınavı*





Sermaye Piyasası
Lisanslama Sicil ve
Eğitim Kuruluşu

Sermaye Piyasası Araçları 1

Ders Kodu: 1003

- Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 1 Sınavı
- Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 2 Sınavı
- Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Sınavı
- Türev Araçlar Sınavı

31 Aralık 2023

Bu çalışma notu Sermaye Piyasası Kurulu uzmanları tarafından hazırlanmıştır.

Bu kitabın tüm yayın hakları Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.'ye aittir. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.'nin izni olmadan hiçbir amaçla çoğaltılamaz, kopya edilemez, dijital ortama (bilgisayar, CD, vb) aktarılamaz.

SINAV ALT KONU BAŞLIKLARI
SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

1. Paylar ve Pay Benzeri Menkul Kıymetler (Kavramsal Çerçeve ve Pay Tebliği VII-128.1)
2. Borçlanma Araçları (Kavramsal Çerçeve, Borçlanma Araçları Tebliği VII-128.8 ve Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği II-31/A.1)
3. Yatırım Fonu Katılma Payları (Kavramsal Çerçeve ve Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1)
4. Türev Araçlar
5. Kamu Borçlanma Araçları

İÇİNDEKİLER

1. PAYLAR VE PAY BENZERİ MENKUL KIYMETLER.....	1
1.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE	1
1.1.1. Genel Olarak Pay	1
1.1.2. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Pay	1
1.1.3. Pay Türleri.....	3
1.1.4. Payların Sağladığı Hak ve Yükümlülükler.....	5
1.1.5. Pay Benzeri Menkul Kıymetler.....	6
1.2. PAY TEBLİĞİ	7
1.2.1. Tebliğin Kapsamı ve Temel Kavramlar	7
1.2.2. Halka Açılma	9
1.2.2.1. Payların İlk Halka Arzında Ön Koşullar.....	9
1.2.2.2. Payların Halka Arz Yöntemleri ve Bu Yöntemlere İlişkin Koşullar	10
1.2.2.3. Halka Açılma Sonrasında Uyulacak Esaslar	12
1.2.2.4. Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	15
1.2.3. Sermaye Artırımları	17
1.2.3.1. Bedelli Sermaye Artırımları	17
1.2.3.2. Bedelsiz Sermaye Artırımları	21
1.2.3.3. Şarta Bağlı Sermaye Artırımı	23
1.2.3.4. Nominal Değerin Altında Pay İhracı Yoluyla Sermaye Artırımı	24
1.2.4. Sermaye Azaltımı.....	26
1.2.5. Halka Arzlarda Özellikli Durumlar.....	29
1.2.6. Payların Borsada İşlem Gören Niteliğe Dönüştürülmesi	31
1.2.7. Paylara İlişkin Ortak Hükümler	31
1.2.8. Payları Borsada İşlem Görmeyen Halka Açık Ortaklıklar.....	36
1.2.9. Katılma İntifa Senetlerinin İhracına İlişkin Esaslar	38
ÖRNEK SORULAR.....	41
2. BORÇLANMA ARAÇLARI.....	42
2.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE	42
2.1.1. Kıymetli Evrak.....	42
2.1.2. Kıymetli Evrak ve Menkul Kıymet İlişkisi	42
2.1.3. Kıymetli Evrak, Menkul Kıymet ve Sermaye Piyasası Aracı İlişkisi	44
2.1.4. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Borçlanma Araçları ve Halka Arz İlişkisi	46
2.1.5. Borçlanma Araçlarının Tanımı	46
2.1.6. Türk Ticaret Kanununda Borçlanma Araçları ve Sağladığı Haklar	47
2.2. BORÇLANMA ARAÇLARI TEBLİĞİ	49
2.2.1. Borçlanma Araçlarına İlişkin Genel Esaslar	50
2.2.1.1. Yetkili Organ Kararı	50
2.2.1.2. Kredi Derecelendirmesi	51
2.2.1.3. İhraç Limiti.....	51
2.2.1.4. Kurula Başvuru	54
2.2.1.5. Borçlanma Araçlarının Kayden İhracı ve MKK'ya Bildirim Zorunluluğu	55
2.2.1.6. Borçlanma Araçlarının İhracı ve Satışı	55
2.2.1.7. Kurul Ücreti	56
2.2.1.8. İkinci El Piyasa İşlemleri	57
2.2.2. Tahviller	57
2.2.2.1. Tanımı ve Genel Esasları	57
2.2.2.2. Erken İtfâ Edilebilir Tahviller	58
2.2.2.3. Tahvillere Kârdan Pay Verilmesi	58
2.2.3. Paya Dönüştürülebilir Tahviller	58
2.2.3.1. Tanımı ve Genel Esasları	58
2.2.3.2. Dönüştürme Fiyatı ve Oranı.....	59
2.2.3.3. PDT'lerin İtfası	59
2.2.4. Değiştirilebilir Tahviller.....	61
2.2.4.1. Tanımı ve Genel Esasları	61
2.2.4.2. Değiştirme Fiyatı ve Oranı	61

2.2.4.3. DET'in İtfası.....	61
2.2.5. Finansman Bonoları	62
2.2.6. Kıymetli Maden Bonoları	63
2.2.7. Diğer Borçlanma Araçları	63
2.3. BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ KURULU TEBLİĞİ	63
2.4. YEŞİL VE SÜRDÜRÜLEBİLİR BORÇLANMA ARAÇLARI	66
2.4.1 Yeşil Borçlanma Aracına İlişkin Genel Esaslar	67
3. YATIRIM FONU KATILMA PAYLARI.....	75
3.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE	75
3.1.1. Kolektif Yatırımın Yeri.....	75
3.1.2. Bir Süreç Olarak Kolektif Yatırım ve Kuruluşları	76
3.1.3. Yatırım Fonu	77
3.1.4. Yatırım Fonlarına Hâkim Olan Temel İlkeler.....	78
3.2. YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN ESASLAR TEBLİĞİ	79
3.2.1. Fon Malvarlığı.....	81
3.2.2. Kurucunun Yetki ve Sorumluluğu	81
3.2.3. Şemsiye Fona İlişkin Genel Esaslar	81
3.2.3.1. Şemsiye Fon'a Bağlı Fonların Portföylerine Dahil Edilebilecek Varlıklar	82
3.2.3.2. Diğer Yatırım Araçları	82
3.2.4. Şemsiye Fon İçtüzüğü	83
3.2.5. Şemsiye Fon Türleri.....	84
3.2.6. Fonun Unvanı.....	85
3.2.7. Şemsiye Fonun Kuruluşu	87
3.2.8. Katılma Paylarının İhracı ve Halka Arzı	88
3.2.8.1. Katılma Paylarının İhracı	88
3.2.8.2. Yatırımcı Bilgi Formu	88
3.2.8.3. Bilgilendirme Dokümanlarında Yapılacak Değişiklikler	89
3.2.8.4. Katılma Paylarının Değeri.....	90
3.2.8.5. Katılma Paylarının Alım-Satımı	90
3.2.8.6. Pay Gruplarının Oluşturulması.....	91
3.2.9. Portföy Sınırlamaları	91
3.2.9.1. Fon Portföyüne Alınacak Varlıklar ve İhraççılarına İlişkin Sınırlamalar	91
3.2.9.2. Fon Portföyüne Alınacak Kolektif Yatırım Kuruluşu Paylarına İlişkin Sınırlamalar	93
3.2.9.3. Fon Portföyündeki Varlıkların Borsada İşlem Görme Esasları	93
3.2.9.4. Borsa Dışında Taraf Olunan Sözleşmelere İlişkin Sınırlamalar	94
3.2.9.5. Fon Portföyüne Dâhil Edilecek Varlıkların Vade Yapısına İlişkin Sınırlamalar	94
3.2.9.6. Fonun Kredi İşlemleri, Repo ve Ters Repo İşlemleri ile Vaad Sözleşmelerine İlişkin Sınırlamalar	95
3.2.9.7. Fonun Ödünç İşlemlerine İlişkin Sınırlamalar.....	95
3.2.9.8. Belirli Yatırımcılara Tahsis Edilmiş Fonlar ile Bir Varlık veya Varlık Grubuna Yatırım Yapan Fonlara İlişkin Sınırlamalar	96
3.2.9.9. Garantili ve Koruma Amaçlı Fonların Portföy Sınırlamaları.....	97
3.2.9.10. Diğer Sınırlamalar	98
3.2.10. Fon Türlerine Özel Esaslar.....	98
3.2.10.1. Serbest Fonlar	98
3.2.10.2. Fon Sepeti Fonları	99
3.2.10.3. Garantili ve Koruma Amaçlı Fonlar	100
3.2.10.4. Unvanında "Para Piyasası" ve "Kısa Vadeli" İfadesi Yer Alan Katılım Fonları ve Serbest Fonlar	101
3.2.10.5. Unvanında Katılım İfadesi Geçen Fonlara İlişkin Esaslar	102
3.2.11. Şemsiye Fonun ve Fonun Sona Ermesi, Devri ve Yapılandırılması	102
3.2.11.1. Şemsiye Fonun ve Fonun Sona Ermesi	102
3.2.11.2. Şemsiye Fonun ve Fonun Devri.....	102
3.2.11.3. Fonların Dönüştürülmesi, Birleştirilmesi ve Kurucusunun Değiştirilmesi	103
3.2.12. Diğer Esaslar	104
3.2.12.1. Bilgi Verme Yükümlülüğü.....	104
3.2.12.2. Derecelendirme Notuna İlişkin Değerlendirme	104
3.2.12.3. Fon Toplam Giderinin Üst Sınırının Belirlenmesi ve Kamuya Açıklanması	105

3.2.12.4. İhraççısı Temerrüde DüŖen, Borsada İşlem Görmekten Men Edilen veya Yeniden Yapılandırılan Özel Sektör Borçlanma Araçlarına İlişkin Değerleme Esasları	105
3.2.12.5. Bankaların İlave Ana Sermaye Hesaplamasına Dahil Edilecek Borçlanma Araçları	106
3.2.12.6. Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu (Platform)	106
3.2.12.7. Risk Yönetim Sistemi	107
ÖRNEK SORULAR.....	108
4. TÜREV ARAÇLAR.....	109
4.1. Türev Araçlar	109
4.1.1. Türev Araç Türleri	109
4.1.1.1. Vadeli Satım Sözleşmeleri (Forward Contracts).....	109
4.1.1.2. Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Futures Contracts)	110
4.1.1.3. Opsiyon Sözleşmeleri	111
4.1.1.4. Swap Sözleşmeleri	115
4.1.2. Türev Araçların Kullanım Yerleri.....	116
4.1.3. Türev Araçların Faydaları	117
4.1.4. Türev Araçların İşlem Gördüğü Yerler.....	118
4.1.4.1. Teşkilatlanmış Piyasalarda İşlem Gören Türev Araçlar.....	118
4.1.4.2. Tezgah üstü Türev Araçlar.....	118
4.2. TÜREV ARAÇLARIN GELİŞİMİ.....	120
4.2.1. Türev Araçların Ortaya Çıkışı.....	120
4.2.2. Türev Araç ve Piyasalarının Tarihçesi.....	121
4.3. TÜRKİYE'DE TÜREV ARAÇLAR	122
4.3.1. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Türev Araçlar	122
4.3.2. Türev Araçlara İlişkin Düzenlemeler.....	124
4.3.3. Türev Araçlara İlişkin Piyasalar.....	125
4.3.4. VİOP'ta İşlem Gören Sözleşmeler ve Piyasanın İşleyişi	125
4.3.4.1. Vadeli İşlem Sözleşmeleri-Örnek	131
4.3.4.2. Opsiyon Sözleşmeleri	134
5. KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI	139
5.1. KAMUNUN BORÇLANMASI.....	139
5.1.1. İç ve Dış Borçlanma.....	140
5.1.2. Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanma.....	142
5.1.3. İsteğe Bağlı - Zorunlu Borçlanma.....	143
5.2. KAMU SEKTÖRÜ VE KAMU FİNANSMANI DÜZENLEMELERİ	144
5.2.1. Kamu Sektörü ve Diğer Sektörler	144
5.2.2. Kamu Finansmanı Temel Düzenlemeleri.....	144
5.2.3. Kamu Finansmanı Mevzuatı ile Sermaye Piyasası Mevzuatı İlişkisi	146
5.3. KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI.....	148
5.3.1. Borçlanma Araçları	148
5.3.2. Borçlanma Senetleri ve Sınıflandırmaları	149
5.3.2. Getiri (Verim) Eğrisi	153
5.3. DİBS İHRAÇ YÖNTEMLERİ ve PİYASA YAPICILIĞI.....	155
5.4. DİBS'LERİN VERGİLENDİRİLMESİ	158
ÖRNEK SORULAR.....	159
KAYNAKÇA	160

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİAŞ/Borsa	: Borsa İstanbul A.Ş.
CBOE	: Chicago Opsiyon Borsası Kurulu
CBOT	: Chicago Board of Trade
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
ISDA	: International Swap Dealers Association
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kr	: Kuruş
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
SEC	: Securities and Exchange Commission
SPKn/Kanun	: Sermaye Piyasası Kanunu
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
Takasbank	: İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası A.Ş.
TL	: Türk Lirası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
vb.	: Ve benzeri
VİOP	: Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası
VOBAŞ	: Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş.

1. PAYLAR ve PAY BENZERİ MENKUL KIYMETLER

1.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1.1. Genel Olarak Pay

Pay, anonim şirketler hukukunun merkez kavramı olarak gösterilir. Merkez kavram olması, anonim şirketlerde hak ve yükümlülüklerin pay ve pay sahipliği üzerinden belirlenmesini ifade eder. Pay, anonim ortaklık sermayesinin belirli nominal değere göre (örneğin her biri 1 Kr veya 1 TL olmak üzere) bölünmüş parçasıdır. Anonim ortaklıkta her bir pay sahibine mevzuat ve ortaklık esas sözleşmesi çerçevesinde belirlenen hakları verir. Pay, sahibine, onu ihraç eden ortaklığın malvarlığı üzerinde mülkiyet hakkı vermektedir. Mülkiyet hakkının sonucu olarak pay sahibi ortaklığın kararları üzerinde sahip olduğu pay oranında söz sahibi olmaktadır.

Bir payın itibari değeri Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nın 476 ncı maddesi uyarınca bir kuruştan az olamaz ve bu değer birer kuruş ve katları şeklinde yükseltilebilir. İstisnaları olmakla birlikte, payları borsada işlem gören ortaklıklarda genellikle bir payın nominal değeri bir Türk Lirası (TL)'dir.

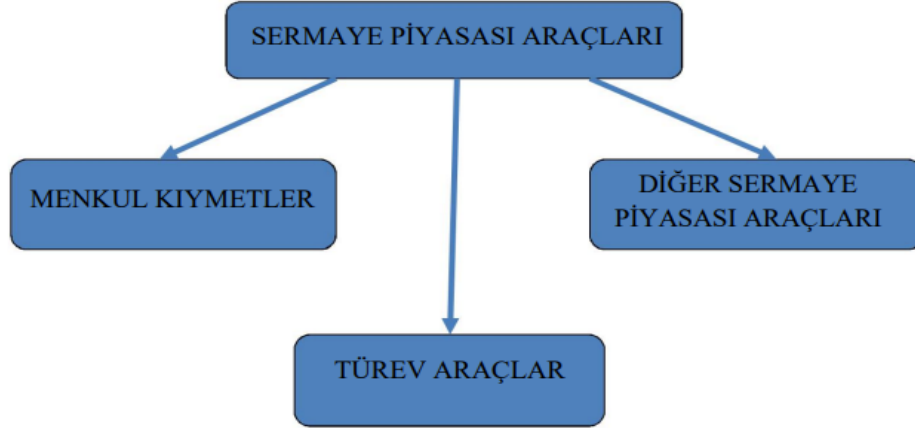
Pay ortaklığa karşı bölünmez; ancak bir payın birden fazla sahibi olması halinde, bu kişiler ortaklığa karşı haklarını ancak ortak bir temsilci aracılığıyla kullanabilirler. Söz konusu temsilcinin atanmaması durumunda, pay sahiplerinden birine yapılacak tebligat diğer pay sahiplerine de yapılmış kabul edilir.

Senede bağlanan paylar, “pay senedi” veya yaygın kullanıldığı şekliyle “hisse senedi” olarak tanımlanmaktadır. Bu durumda, bir kıymetli evrak olarak payın temsil ettiği haklar söz konusu hisse senedi üzerinden kullanılır. Örnek olarak bir ortaklığın sermayesinin her biri 1 TL nominal değerli bir milyon paya ayrıldığını ve ortaklığın sermayesini temsil eden paylar karşılığında hisse senedi çıkarıldığını varsayalım. Hisse senedi bir veya birden fazla payı temsil edecek şekilde basılabilir. Örneğin 1 TL nominal değerli pay için 1 hisse senedi basılacaksa bu durumda, 1 TL nominal değerli her bir hisse senedi ortaklığın sermayesinin milyonda birine katılım hakkı vermektedir. Hisse senetleri küpürler halinde basıldığında ise her küpürün değeri (pay değeri x Hisse Senedinin temsil ettiği pay sayısı) şeklinde olacaktır.

Ortaklığın genel kurul toplantısına katılmak isteyen bir ortağın sahip olduğu hisse senetlerini belgelendirmesi gerekmektedir. Bu belgelendirme, nama yazılı hisse senetleri için pay sahipleri defterine kayıt ile yapılırken, hamiline yazılı hisse senetleri için Merkezi Kayıt Kuruluşundan sağlanan “pay sahipleri çizelgesi” esas alınır.

1.1.2. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Pay

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn/Kanun)'nda, Avrupa Birliği (AB) Direktiflerine uyum amaçlı olarak oluşturulan ‘sermaye piyasası aracı’ üst kavramı altında menkul kıymetler, türev araçlar ve diğer sermaye piyasası araçları yer almaktadır:



SPKn'nun 3 üncü maddesinin 1 inci fıkrasının (o) bendinde menkul kıymetler; para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere; paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları ve borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikaları olarak tanımlanmıştır. Kanunda "pay"ın tanımı yapılmamıştır; ancak, Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul)'nun VII-128.1 sayılı "Pay Tebliği"nde ortaklığın sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymet olarak tanımlanmıştır.

Pay, sermaye piyasası mevzuatı açısından da önemli bir kavram olup, yatırımcının sermayeye yaptığı katkısı temsil etmekte ve ikincil piyasada (yani borsada) işlem görmesi suretiyle piyasa fiyatı oluşmaktadır. Pay fiyatının doğru oluşabilmesi için, payın fiyatını etkileyebilecek her türlü bilginin tam ve zamanında piyasada bulunması gereklidir. Aksi takdirde, doğru fiyatlamaya olamayacağı gibi, yatırımcılar arasında bilgi farklılığının bulunduğu hallerde, fazla bilgiye sahip olan yatırımcı diğerlerine karşı avantajlı durumda olacaktır. Ayrıca, bilgi eksikliği payın borsada aktif olarak işlem görmesini de etkileyebilecektir. Dolayısıyla, pay, sermaye piyasası mevzuatında, sermaye piyasası aracı olarak işlem görmesi nedeniyle önemli olduğundan çeşitli düzenlemelere tabi tutulmuştur.

Payın, borçlanma araçlarından farklı olarak bir vadesi ve sabit bir getirisi yoktur. Payın getirisi temel olarak kâr payı, tasfiye sonucuna katılım ve değer artış kazancından oluşmaktadır. Ortaklıkların genelde uzun bir süre için kurulduğu ya da süresiz faaliyet göstermek için kurulduğu dikkate alındığında, tasfiye sonucuna katılımın getirisi önemini yitirmektedir. Dolayısıyla, sağlanan getiri ortaklığın kârlılığına ve başarılı bir faaliyet göstermesine bağlı olarak değişebilmektedir. Ortaklığın faaliyetlerini zararlı sonuçlandırması durumunda, kâr payı alınamadığı gibi, ortaklığın değerinin düşmesi yoluyla zarara uğranması da söz konusu olmaktadır.

Pay sahipleri, borçlanma aracı sahiplerine göre ödeme konusundaki sıralamada en sonda yer almaktadır. Ortaklığın iflas etmesi veya tasfiyeye gitmesi halinde, borçlanma aracı sahiplerine yapılan ödemelerle birlikte tüm borçların kapatılması sonrasında kalan artık olursa, bu artık pay sahipleri arasında payları oranında paylaşılır. Ancak, pay sahiplerinin sorumluluğu ödedikleri pay bedeli ile sınırlı olduğundan, tasfiye veya iflas sonrasında halen ödenmemiş borç bulunması durumunda, ortaklığa ödemedede bulunma yükümlülükleri yoktur.

Senede bağlanmış olsun veya olmasın bütün anonim ortaklıkların paylarının sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilmesi mümkün değildir. Sermaye piyasası aracı niteliğindeki paylar, payları borsada işlem gören ortaklıklara ait paylar ile Kanun uyarınca halka açık kabul edilen ve bu nedenle Kanuna tabi olan anonim ortaklıklara ait paylardır.

Payların ilk defa halka arz edilebilmesi için öncelikle izahnamenin onaylanması, halka açık ortaklıkların paylarının ihraç ve/veya halka arz edilebilmesi için de izahnamenin veya ihraç belgesinin onaylanması talebiyle Kurula başvuruda bulunulması ve bu başvurunun olumlu karşılanması gereklidir. Örneğin, halka açık bir anonim ortaklığın sermayesinin tamamı olağanüstü yedek akçelerden/geçmiş yıl kârlarından karşılanmak suretiyle artırılması sonucunda artırılan tutar kadar pay ihraç edilmektedir. Diğer taraftan, sermaye artırımının nakden yapılması ve artırılan sermayeyi temsil eden payların ihraç

ve halka arz edilemsi ve yeni pay alma haklarının kullanılması durumunda ise ihraç ile birlikte yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların halka arzı da devreye girmektedir. Bu ortaklığın paylarının alım kararının verilmesi aşamasında dikkate alınması gerekli tüm bilgiler tam, güvenilir, açık, tutarlı ve karşılaştırılabilir bir şekilde izahname yoluyla yatırımcılara sunulmaktadır.

Payları borsada işlem gören ortaklıklar için, payların üzerindeki mülkiyet ve sair haklar Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) nezdinde kayden izlenir. Sadece ortak sayısı nedeniyle Kanun kapsamında olan ortaklıklar ile kooperatiflerin veya kooperatif birliklerinin veya kooperatif merkez birliklerinin yönetim kontrolüne sahip olduğu ve Kanun kapsamında olan ortaklıklar için paylarının MKK nezdinde kayden izlenmesi zorunluluğu bulunmamaktadır.

Sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi 1999 yılında mülga 2499 sayılı SPKn'na eklenen 10/A maddesi ile düzenlenmiş olup, kaydileştirme işlemleri için kurulması öngörülen MKK'nın kuruluşunun tamamlanması ve faaliyete geçmesini takiben sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilme işlemlerine başlanmıştır.

2005 yılı sonunda payları borsada işlem gören ortaklıkların sermayesini temsil eden payların kaydileştirilmesine başlanmış ve payların her türlü hak ve borçları MKK nezdinde kurulan elektronik bir platformda takip edilmeye başlanmıştır. Pay sahiplerine sahibi oldukları payları kaydileştirmeleri için 7 yıllık süre verilmiş olup, bu sürenin dolduğu 2012 yılsonu itibarıyla payların kaydileştirme işlemleri tamamlanmıştır. Böylece, söz konusu ortaklıkların sermayesini temsil eden payların hisse senedine bağlanması uygulaması terkedilmiştir. Ayrıca, anılan tarihten itibaren halka açılacak ve payları borsada işlem görecektir ortaklıklar için de kaydileştirme işlemi zorunlu hale getirilmiştir.

Payların piyasada kolay ve hızlı bir şekilde alım satıma konu olmaları suretiyle piyasa fiyatındaki değişimlere bağlı olarak değer artış kazanç ve/veya kaybı elde edilmesi mümkündür. Sermaye piyasası araçlarının özellikle *yatırım aracı olarak kullanılıyor* olması, kolaylıkla devredilebilir olma özelliğini de beraberinde getirmektedir. Kolaylıkla devredilebilir olma ise sermaye piyasasında aracılık faaliyetinden, menkul kıymet borsalarının mevcudiyetine ve piyasadaki düzenin yaptırıma bağlanmasına kadar geniş bir yelpazedeki yapılanmayı beraberinde getirmektedir.

1.1.3. Pay Türleri

a) Nama ve Hamiline Yazılı Paylar

Tedavül bakımından paylar nama veya hamiline yazılı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. TTK'da veya ortaklığın esas sözleşmesinde aksi öngörülmedikçe, nama yazılı paylar herhangi bir sınırlamaya bağlı olmaksızın devredilebilir. Hukuki işlemle devir, ciro edilmiş nama yazılı pay senedinin zilyetliğinin devralana geçirilmesiyle yapılabilir. Hamiline yazılı pay senetlerinin devri ise, ortaklık ve üçüncü kişiler hakkında ancak zilyetliğin geçirilmesiyle hüküm ifade eder. Borsada işlem gören nama yazılı paylar için ilgili ortaklığın yönetim kurulu tarafından payların beyaz ciroyla devrinin kabul edildiğine ilişkin karar alınır. Bedelleri tamamen ödenmemiş olan paylar için hamiline yazılı pay senetleri çıkarılamaz.

Nama yazılı payların genel kurula katılma, oy hakkını kullanma, kârdan pay alma ve diğer hakları sadece payın adına yazılı olduğu kişi veya bu kişinin vekâlet verdiği temsilci aracılığı ile kullanılabilir. TTK hükümleri uyarınca nama yazılı pay sahiplerine genel kurul toplantı gündeminin iadeli taahhütlü mektupla bildirilmesi zorunlu iken, Kanunun 29 uncu maddesinin ikinci fıkrası çerçevesinde nama yazılı ihraç edilmiş olup borsada işlem gören paylar hakkında bu hüküm uygulanmaz.

b) Adi ve İmtiyazlı Paylar

Sahiplerine sağladığı üstün haklar bakımından paylar adi ve imtiyazlı olmak üzere iki başlık altında değerlendirilir. Adi paylar, sahiplerine eşit hak sağlamaktadır. Paylar, ortaklığın esas sözleşmesinde aksine bir hüküm yoksa adi pay niteliğindedir. İmtiyazlı paylar ise, adi paylara nazaran üstün bir hak vermektedir.

TTK hükümleri uyarınca imtiyaz; kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, adi paylara nazaran bazı paylara ya da belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine tanınan üstün bir hak veya

kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkıdır. Görüldüğü üzere imtiyaz, kural olarak pay sahibine değil paya tanınır. Ancak, TTK uyarınca, özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabilir. Bazı durumlarda belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine imtiyaz tanınabilir. Yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınan paylar imtiyazlı sayılır.

Pay sahibi imtiyazlı paya sahip olması nedeniyle, söz konusu imtiyazları kullanabilir duruma gelir. Oyda imtiyaz, eşit itibari değerdeki paylara farklı sayıda oy hakkı verilerek tanınabilir ve TTK uyarınca istisnai haller hariç bir paya en çok onbeş oy hakkı tanınabilir. Ancak, oyda imtiyaz esas sözleşme değişikliği ile ibra ve sorumluluk davası açılması kararlarında kullanılamaz.

c) Bedelli ve Bedelsiz Paylar

Sermaye artırımının şekline göre paylar bedelli ve bedelsiz olmak üzere ikiye ayrılır. Bedelsiz paylar, ortaklıkların iç kaynaklardan ve kâr payından yaptıkları sermaye artırımları sonucunda ihraç edilir. Bu payların karşılığında ortaklardan herhangi bir bedel talep edilmez. Bu tür sermaye artırımların sonucunda ortaklığa dışarıdan fon girişi olmadığından ihraç edilen paylar ‘bedelsiz pay’ olarak tanımlanmaktadır.

Bedelli paylar ise, şirketlerin yeni fon kaynağı temin etmek amacıyla yaptıkları nakit sermaye artırımları sonucunda ihraç ettikleri paylardır. Bu paylar, nominal değerinden veya daha yüksek bir fiyattan satılabilir. Bedelli paylar, yeni pay alma haklarının kullanılması suretiyle mevcut ortaklara satılabileceği gibi ortaklığa yeni ortaklar kazandırmak amacıyla, yeni pay alma haklarının kısmen yada tamamen sınırlandırılması suretiyle diğer yatırımcılara da satılabilmektedir. Nakit sermaye artırımı olmaksızın, birleşme gibi işlemlerde de devralan Şirket devrolan şirketin ortaklarını devir aldığı şirket (malvarlığı) karşılığında pay verdiği için bu payları da bedelli pay saymak gerekir.

ç) Primli ve Primsiz Paylar

Üzerinde yazılı değer (nominal değer) ile ihraç edilen paylar primsiz, nominal değerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen paylar ise primli pay olarak tanımlanabilir. Payları borsada nominal değerinden yüksek bir tutarda işlem gören ortaklıkların nakit sermaye artırımlarında, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların borsada birincil piyasada nominal değer altında olmamak üzere piyasa fiyatından satılması zorunlu olduğundan bu tür payların da tamamına yakınının primli fiyattan satılması söz konusu olmaktadır. Ayrıca, payları borsada işlem gören ortaklıkların nominal değer altında da pay ihracı mümkündür. Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda primli ve nominal değer altında pay ihracı konusunda yönetim kuruluna yetki verilebilmektedir.

d) Kurucu ve İntifa Payları

İntifa payları, genel kurul tarafından esas sözleşme hükümleri uyarınca veya esas sözleşme hükümleri değiştirilerek, bedeli kanuna uygun olarak yok edilen payların sahipleri, alacaklılar veya bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar lehine çıkarılır. İntifa payları, ortaklığın kuruluşu aşamasında hizmetleri bulunan kişilere verilmek üzere çıkarılmış ise, “kurucu intifa payı” veya kısaca “kurucu payı” olarak adlandırılır.

Kurucu payları ve intifa payları emre ve hamiline yazılı olabilir. TTK hükümleri uyarınca, kurucu ve intifa payı sahiplerine pay sahipliği hakları verilemez; ancak, bu kişilere, net kâra, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya yeni çıkarılacak payları alma hakları verilebilir.

e) İtibari Değeri Olan ve Olmayan Paylar

TTK’nın 476 ncı maddesinde, bir payın itibari değerinin en az bir kuruş olduğu ve bu değer birer kuruş ve katları şeklinde yükseltilebileceği ifade edilmiştir. TTK’nın 347 nci maddesinde ise payların itibari değerinden aşağı bedelle çıkarılamayacağı hükme bağlanmıştır. Buna göre, bir anonim ortaklığın sermaye artırımında ihraç edilen payların karşılığında tahsil edilecek tutar payların itibari değerinden az olamayacaktır.

Ancak, SPKn’nun kolektif yatırım kuruluşlarının düzenlendiği III. Kısım Dördüncü Bölümde yer alan ‘Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları’ başlıklı 50 nci maddesinin ikinci fıkrasında “*Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının paylarının itibari değeri bulunmaz.*” hükmüne yer verilmesi suretiyle

mevzuatımıza itibari değeri olmayan pay kavramı kazandırılmıştır. Kanunun 51 inci maddesinde de, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında TTK'nın anonim şirketlerde esas sermayeye, asgari sermaye miktarına, nominal değere, sermaye artırımı ve azaltımı usulüne, pay taahhüdü ve ödenmesine ve benzeri (vb.) hükümlerinin uygulanmayacağı belirtilmiştir. Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında, sermayeyi temsil eden payların itibari değeri bulunmadığından bu ortaklıkların sermayesi her zaman net aktif değerine eşittir. Net aktif değer ise, ortaklığın varlıklarının toplamından borçlarının toplamı düşülmesi suretiyle bulunan tutardır.

1.1.4. Payların Sağladığı Hak ve Yükümlülükler

Anonim ortaklıkta payların sahibine verdiği hakları çeşitli kıstaslara göre sınıflandırmak mümkündür. Payların sağladığı haklar aşağıda üç başlık altında sıralanmaktadır:

a) Mali Haklar

- Hazırlık dönemi faizi alma hakkı,
- Kar payı alma hakkı,
- Tasfiye halinde tasfiye bakiyesine katılım hakkı,
- Geri alma hakkı,
- Bedelsiz pay alma hakkı,
- Yeni pay alma hakkı,
- Şartlı sermaye artırımında önerilmeye muhatap olma hakkı,
- Ortaklıktan çıkma (ayırılma) hakkı,
- Ortaklıktan çıkarma hakkı,
- Sermayenin korunmasını isteme hakkı,

b) İdari Haklar

- Genel kurulu toplantıya çağırma hakkı,
- Genel kurula davet ve katılma hakkı,
- Oy hakkı,
- Genel kurulun ertelenmesini isteme hakkı,
- Yönetim kurulunda temsil edilme hakkı,
- Bilgi alma ve inceleme hakkı,
- Özel denetim isteme hakkı,

c) Dava Hakları

- Butlan davası,
- İptal davası açma hakkı,
- Denkleştirme akçesinin tespiti davası açma hakkı,
- Hakimiyet ilişkilerine ait davalar,
- Organlardaki eksikliğin giderilmesi davası,
- Sorumluluk davaları,
- İbranın kaldırılması davası,
- Bilgi alma ve inceleme davası,
- Özel denetim isteme davası,

- Ortaklığın feshi davası,
- Pay sahiplerinin temsili konusunda iptal davası,

Yukarıda sayılan haklar her bir pay sahibi tarafından münferiden kullanılabilirken, bazı haklar halka açık anonim ortaklıklarda %5, halka kapalı anonim ortaklıklarda %10 paya sahip pay sahipleri tarafından kullanılabilir. Bu oranlar ve üzerinde pay sahibi olan ortaklar “azınlık pay sahibi” olarak tanımlanır. Azınlık pay sahipleri daha düşük oranda pay sahibi olan ortaklara göre daha fazla yetki ile donatılmıştır. Genel kurul gündemine madde ekletme hakkı, yönetim kurulunun ibrasını geri bırakma hakkı ve genel kurulun ertelenmesini isteme hakkı, bu yetkilere örnek olarak verilebilir. Bunun yanında, azınlık pay sahiplerinin denetçinin yerine yeni denetçi atanması ve haklı sebeplerle fesih davası açma hakları da vardır.

Örneğin azınlık pay sahibi, yönetim kurulundan, yazılı olarak gerektirici sebepleri ve gündemi belirterek, genel kurulu toplantıya çağırmasını veya genel kurul zaten toplanacak ise, karara bağlanmasını istediği konuların gündeme konulmasını isteyebilir. Bu istemi ortaklık yönetim kurulu tarafından reddedildiği veya isteme yedi iş günü içinde olumlu yanıt verilmediği takdirde, başvuru üzerine, genel kurulun toplantıya çağırılması için ortaklık merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesi karar alır. Genel kurulun özel denetim istemini reddetmesi halinde de, azınlık pay sahibi üç ay içinde ortaklık merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesinden özel denetçi atanmasını isteyebilir.

Pay sahiplerinin yukarıda verilen hakları yanında bazı yükümlülükleri de bulunmaktadır. Bu yükümlülükleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- Sermaye koyma borcu
- Sermaye koyma borcu dışında esas sözleşme ile ortaklara getirilen ikincil borçlar
- Sadakat borcu
- Sır saklama borcu

1.1.5. Pay Benzeri Menkul Kıymetler

“Pay benzeri menkul kıymetler” kavramı gerek anonim ortaklıklar gerekse kıymetli evrak hukukuna yabancı bir kavramdır. Ancak, Kanun ile yapılan menkul kıymet tanımında pay ile birlikte sayılmak suretiyle sermaye piyasası mevzuatına girmiştir. Ayrıca, Kanunun 128 inci maddesinin birinci fıkrasında, sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası araçlarına ilişkin usul ve esasları düzenleme konusunda Kurula yetki verilmiştir. Kurul bu yetkisini kullanarak pay benzeri menkul kıymetlere ilişkin düzenlemeler yapabilecektir.

Pay benzeri menkul kıymetler kavramı, Kanunun AB Direktiflerine uyumu kapsamında AB müktesebatından alınmıştır. AB, farklı hukuk sistem ve uygulama esaslarına bağlı ülkelerin bir arada bulunduğu uluslararası bir topluluktur. Özellikle tek pazar oluşturulması ve bu pazarın etkinliğinin sağlanması amacıyla tek çatı altında farklılıkları ortadan kaldırmaya yönelik birçok düzenleme yapılmaktadır. Üye ülkelerin anonim ortaklık benzeri ortaklıklarda yukarıda belirtilen hakları tanıyan her tür menkul kıymeti “pay” olarak adlandırmayabilecek olması muhtemeldir. Bu nedenle, yukarıda belirtilen temel amaç doğrultusunda, tanınan haklar açısından karşılaştırıldığında paya benzer haklar veren menkul kıymetlerin de düzenleme kapsamına alınması için “pay benzeri” ifadesinin kullanıldığı görülmektedir¹.

Söz konusu kavram Kanunda tanımlanmamakla birlikte, Pay Tebliğinde sermayede temsil edilmesi zorunlu olmayan, sabit bir getiri taahhüdü barındırmayan, pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını veren ve bu nitelikte olduğu Kurulca belirlenen menkul kıymetler olarak tanımlanmıştır. Yapılan tanımdan hareketle “pay benzeri menkul kıymetler”in nitelik bakımından ihraççı ortaklığın bünyesinden çıkan ve ona doğrudan etki eden bir nitelik göstermesi gerektiği anlaşılmaktadır. Bu menkul kıymetlerin sermayede temsil edilmesi şart değildir; ancak pay sahiplerinde olduğu gibi, pay

¹ Nitekim pay benzerleri 2004/39/EC sayılı Piyasalar ve Mali Araçlar Direktifinde (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) de “shares in companies and other securities equivalent to shares in companies” olarak belirtilmiştir.

benzeri menkul kıymetlerin sahiplerinin menfaatleri de ihraççıya bağlıdır. Başka bir deyişle, borçlanma araçlarında olduğu gibi sabit bir getiri taahhüdü içermemektedir. Sağlayacağı menfaatler ilgili dönem içerisindeki koşullara bağlı olarak değişkenlik gösterebilecektir.

Nitekim, Kurulun Pay Tebliği incelendiğinde, “katılma intifa senetleri” (KİS)’nin ortaklıklar tarafından nakit karşılığı satılmak üzere ihraç edilen, net kârdan pay alma, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya halka açık olmayan ortaklık tarafından yeni çıkarılacak payları alma hakkı tanıyan pay benzeri menkul kıymetler olarak tanımlandığı görülmektedir. Tanımdan anlaşılabileceği üzere, KİS sahipleri sadece kârdan pay alma, tasfiye sonucuna katılma ve/veya yeni pay alma haklarına sahiptir. KİS’lere ilişkin Pay Tebliğinde yer alan düzenlemeler bu çalışmanın 1.2.8. bölümünde verilmektedir.

Bunun yanında, Pay Tebliği’nin 47 nci maddesi ile Tebliğde sayılmamakla birlikte, Kurulun diğer düzenlemelerinin kapsamı içinde yer almayan ve niteliği itibarıyla pay benzeri olduğu Kurulca kabul edilecek menkul kıymetlere ait izahname veya ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin başvurularda, Pay Tebliği hükümlerinin kıyasen uygulanacağı hükme bağlanmıştır.

1.2. PAY TEBLİĞİ

Kurulun VII-128.1 sayılı “Pay Tebliği”, SPKn’nun 12, 16, 18, 33 ve 128 inci maddeleri ile 130 uncu maddesinin üçüncü fıkrasına dayanılarak yayımlanmıştır. Pay Tebliği’nin numarasını aldığı 128 inci madde Kurulun görev ve yetkilerine; diğer maddeler ise sermaye piyasası araçlarının satışı, halka açık ortaklık statüsünün kazanılması, kayıtlı sermaye sistemi, halka açık ortaklıklara ilişkin ortak hükümler ve Kurul ücretine ilişkin düzenlemeleri içermektedir. Söz konusu Kanun hükümleri hakkında daha ayrıntılı bilgi için Kanun ile dar ve geniş kapsamlı sermaye piyasası mevzuatına ilişkin hazırlanan dokümanlara bakılabilir.

Pay Tebliği, 22 Haziran 2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmış olup, Tebliğde 2015, 2016, 2018, 2020 ve 2023 yıllarında değişiklik yapılmıştır.

Pay Tebliğinde yer alan tutarların her yıl T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığınca ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı dikkate alınarak Kurulca yeniden belirlenmesi esas olup, yeniden belirlenmiş tutarlar Kurul Bülteni ile ilan edilmektedir. Kurul 29/12/2023 tarih ve 2023/82 sayılı Kurul Bülteninde ilan edildiği üzere 2024 yılı için, yüklenim zorunluluğunun tespitine ilişkin 5 inci madde ile satışa hazır hale getirilecek pay oluşturulmasına ilişkin 9 uncu madde hükümlerine ilişkin yeniden değerlendirme yapılmasına karar vermiştir. Bu nedenle, Tebliğ’deki tutarın yeniden değerlendirme katsayısı dikkate alınarak yeniden belirlenmiş 2024 yılı için geçerli olan tutarları metin içerisinde, Tebliğde yer alan tutarları ise dipnotlarda verilmiştir.

Pay Tebliği’nin ilk bölümünde amaç, kapsam, dayanak, tanım ve kısaltmalara ilişkin hükümler yer almaktadır. İkinci Bölümünde, halka açık olmayan ortaklıkların paylarının ilk halka arzına ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Halka açılma sonrasında uyulacak esaslar ise Üçüncü Bölümde ele alınmış ve bu bölümde, pay sahiplerinin pay satışlarına ilişkin sınırlamalara, halka açılma sırasında ihraç edilen ve satışa hazır bekletilen paylara ve fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. Tebliğin Dördüncü Bölümünde halka açık ortaklıkların bedelli sermaye artırımları ve ortakların mevcut paylarının satışı düzenlenirken Beşinci Bölümde özel nitelikli sermaye artırımları ile sermaye azaltım esasları belirlenmiştir. Altıncı Bölümde, payların halka arzında ön talep toplama, yeni pay alma haklarının kullanılması ve satış; Yedinci Bölümde ise paylara ilişkin ortak esaslar düzenlenmiştir. Ortak sayısı nedeniyle payları halka arz olunmuş sayılan ortaklıklara ve katılma intifa senetlerinin ihracına ilişkin esaslar sırasıyla Tebliğin Sekiz ve Dokuzuncu Bölümlerinde ele alınmıştır. Son ve geçici hükümlerin yer aldığı Onuncu Bölüm ve yapılacak başvurularda Kurula sunulacak bilgi ve belgelerin listelerinin yer aldığı Ekler bölümü ile Tebliğ sonlandırılmıştır. Tebliğin söz konusu bölümleri aşağıda detaylı olarak incelenmektedir.

1.2.1. Tebliğin Kapsamı ve Temel Kavramlar

Paylar ile pay benzeri menkul kıymetlerin Kanun çerçevesinde ihracına ilişkin usul ve esasları düzenlemek amacıyla çıkarılan bu Tebliğ uyarınca, özelleştirme kapsamındaki ortaklıklar da dâhil olmak üzere ortaklıkların ve/veya halka arz edenlerin aşağıdaki işlemler için Kurula başvurusu zorunludur:

a) Halka açık olmayan ortaklıkların ortaklarının mevcut paylarının ve/veya bu ortaklıklarca sermaye artırımı suretiyle çıkarılacak payların halka arzı,

b) Halka açık ortaklıkların ortaklarının mevcut paylarının veya bu ortaklıklarca sermaye artırımı suretiyle çıkarılacak payların halka arzı,

c) Halka açık ortaklıkların sermaye artırımı suretiyle çıkarılacak paylarının halka arz edilmeksizin satışı,

ç) Halka açık ortaklıkların şarta bağlı sermaye artırımı,

d) Halka açık ortaklıkların sermaye azaltımı,

e) Pay sahibi sayısının beş yüzü aşması nedeniyle payları halka arz olunmuş sayılan ortaklıkların halka açık ortaklık statüsüne kavuştuğunun Kurulca onaylanması,

f) Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıkların paylarının borsada işlem görmesi,

g) Halka açık ortaklıkların kâr payından ve iç kaynaklardan karşılanacak sermaye artırımı,

ğ) Pay benzeri menkul kıymetlerin ihraç edilmesi.

Halka açık olmayan ortaklıkların ortaklarının mevcut paylarının veya bu ortaklıklarca sermaye artırımı yoluyla çıkarılacak payların halka arz edilmeksizin satışı Tebliğ hükümlerine tabi değildir.

Ortaklık paylarının halka arz edilmesi durumunda Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca izahname hazırlanması ve bu izahnamenin Kurulca onaylanması zorunludur. Halka açık ortaklıkların sermaye artırımı suretiyle çıkarılan paylarının halka arz edilmeksizin satışı ve Kurulun izahname hazırlanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde duyuru metni düzenlenen pay ihraçları hariç olmak üzere izahname düzenlenmeksizin gerçekleştirilecek her türlü pay ihracında, Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca ihraç belgesi hazırlanması ve bu ihraç belgesinin Kurulca onaylanması zorunludur.

Yabancı ortaklıklarca bulundukları ülke mevzuatına uygun olarak ihraç edilen ve ortaklık hakkını temsil eden sermaye piyasası araçlarının ve bu nitelikteki yabancı sermaye piyasası araçlarını temsilen çıkarılan depo sertifikalarının ihracı Tebliğ hükümleri ile birlikte Kurulun yabancı sermaye piyasası araçlarına ilişkin düzenlemelerine de tabidir. Yabancı sermaye piyasası araçları “Sermaye Piyasası Araçları 2” bölümünün konuları arasında yer aldığından bu çalışma kitapçığında ele alınmamıştır.

Ayrıca, Kurulca uygun görülmesi halinde özelleştirme kapsamındaki halka arzlar da dahil olmak üzere, payların halka arz yoluyla satışında, halka arzın niteliği ve tutarı da dikkate alınarak, satışa ve ilana ilişkin süreler ile reklam, duyuru ve pay bedellerinin ödenme yöntemleri ile halka arza ilişkin diğer hususlarda Pay Tebliğinde belirtilenlerden farklı esaslar uygulanabilir. Nitekim, Pay Tebliği’nin 45 inci maddesinin ikinci fıkrasında, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından gerçekleştirilecek pay satışlarında; halka açık olmayan ortaklıkların paylarının ilk halka arzı öncesi uyulacak ön şartlar, halka açılma sonrası uyulacak esaslardan pay sahiplerine yönelik kısıtlamalar, halka açılmada sermaye artırımı yoluyla satışa hazır bekletilen paylar ve satışa hazır bekletilen payların satışına ilişkin esasların uygulanmayacağı belirtilmiştir.

Tebliğ kapsamında sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek için Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişiler ihraççı; sahip olduğu sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek üzere Kurula başvuruda bulunan gerçek veya tüzel kişi ise halka arz eden olarak tanımlanmıştır. İhraççı ile halka arz eden arasındaki farklılığı bir örnek yardımıyla açıklayalım: Çuhadaroglu Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Çuhadaroglu Metal) ortaklarından Sevim Çuhadaroglu, Halil Nejat Çuhadaroglu ve Murat Ruhi Çuhadaroglu’nun sahibi oldukları sırasıyla 1.154.570,-TL, 4.047.715,-TL ve 4.047.715,-TL nominal değerli B Grubu paylar 10-12 Şubat 2016 tarihlerinde halka arz edilmiştir. Söz konusu halka arz işleminde satışa konu payları ihraç edilen Çuhadaroglu Metal “ihraççı”, sahibi oldukları payları satan Sevim Çuhadaroglu, Halil Nejat Çuhadaroglu ve Murat Ruhi Çuhadaroglu ise “halka arz eden” konumundadırlar. İhraççı ve halka arz eden kavramları izahnamenin sorumluluğunun üstlenilmesi açısından önem teşkil etmektedir.

İhraç, sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışlarıdır. Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış ise halka arz olarak tanımlanmıştır. Diğer bir ifadeyle, halka arz için ilgili sermaye piyasası araçlarının satın alınması için yapılan genel bir çağrı yeterli değildir, bu genel çağrının devamında satışın gerçekleştirilmesi de zorunludur.

Pay Tebliği ile yapılan düzenlemeler aşağıda belli bir sistematik içerisinde verilmektedir. Ancak, aşağıdaki başlıklar altında sunulacak bilgilerin daha iyi anlaşılabilmesi açısından ‘Sermaye Piyasası Araçları 2’nin kapsamına giren II-5.1 sayılı ‘İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği’ ile II-5.2 sayılı ‘Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği’nin birlikte değerlendirilmesinde yarar görülmektedir.

1.2.2. Halka Açılma

Halka açılma, halka açık olmayan bir ortaklığın halka açık ortaklık statüsü kazanmasıdır şeklinde ifade edilebilir. Yukarıda verilen örneği ele alacak olursak, Çuhadaroğlu Metal’in mevcut sermayesini temsil eden B Grubu payların bir kısmının izahname ve tasarruf sahiplerine satış duyurusunun yayımlanması ve bu payların satın alınması için reklam ve ilânda bulunulması suretiyle halka arz edilmesi ve devamında halka arz edilen payların satışının gerçekleştirilmesi suretiyle halka arz tamamlanmış ve Çuhadaroğlu Metal ‘halka açık ortaklık’ statüsü kazanmıştır. Bu bölümde, halka açık olmayan ortaklıkların paylarının ilk halka arzına özgü düzenlemeler verilmektedir.

1.2.2.1. Payların İlk Halka Arzında Ön Koşullar

Halka açık olmayan ortaklıkların paylarının ilk halka arzı öncesinde yapılması gereken işlemler ve sağlanması gereken çeşitli koşullar bulunmaktadır. Bu koşul ve işlemler aşağıda konu bazında incelenmektedir.

a) Sermaye Şartı

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların mevcut ödenmiş ya da çıkarılmış sermayelerinin tamamının ödenmiş olması zorunludur. Bu ortaklıkların ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesinde başvuru tarihinden önceki iki yıl içinde, mevzuatın izin verdiği fonlar hariç olmak üzere, varlıkların gerçeğe uygun değere taşınması suretiyle oluşan değer artış fonları ve benzeri fonların bulunmaması gerekmektedir.

Örneğin, A Ortaklığı 2015 yılı içerisinde aktifinde yer alan gayrimenkullerin değerlemesini yaptırarak söz konusu gayrimenkullerin değerlendirilmiş tutarı ile elde etme değeri arasındaki farkı sermayesine eklemiş olsun. A Ortaklığının paylarının borsada işlem görmesi amacıyla 2016 yılında Kurula başvurması halinde, başvuru tarihinden önceki son iki yıl içerisinde aktifinde yer alan gayrimenkullerinin gerçeğe uygun değere taşınması suretiyle oluşan değer artışını sermayesine eklemesi nedeniyle başvurusu değerlendirmeye alınmaz.

b) Kanun Kapsamından Çıkarılma Şartlarının Sağlanmaması

Yatırım ortaklıkları hariç olmak üzere, payları ilk defa halka arz edilecek veya borsada işlem görecektir ortaklıkların 30/12/2013 tarihli ve 28867 mükerrer sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği (II-16.1)’nin 8 inci maddesinin birinci fıkrasının (a) ve (b) bentlerinde sayılan Kanun kapsamından çıkma şartlarını taşımaması gerekmektedir. Ancak, söz konusu fıkranın (b) bendi yalnızca net satış hasılatı için dikkate alınır. Söz konusu şartlar, genel bütçe kapsamındaki kamu idareleri, özel bütçeli idareler, özelleştirme kapsamındaki ortaklıklar ve kamunun ortaklığının bulunduğu ortaklıklar için uygulanmaz.

Adı geçen II-16.1 sayılı Tebliğ’in 8 inci maddesinde, halka açık ortaklıkların finansal tablo kalemlerinin büyüklüğü nedeniyle Kanun kapsamından çıkarılmasının koşulları sayılmaktadır. Pay Tebliğinde buraya yapılan atıfa istinaden, paylarını ilk defa halka arz etmek veya borsada işlem görmek üzere 2024 yılı içinde Kurula başvuran ortaklıkların Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış ve özel bağımsız denetimden geçmiş başvuru tarihinden önceki son iki yıla ait finansal tabloları itibarıyla (2022 ve 2023 yılına ait yıllık finansal tablolar itibarıyla),

- i. Aktif toplamının 2022 yılı için 450.000.000², 2023 yılı için 1.500.000.000 Türk Lirasından az olmaması veya
- ii. Net satış hasılatının 2022 yılı için 270.000.000, 2023 yılı için 750.000.000³ Türk Lirasından az olmaması

gereklidir.

c) Tür Değiştiren Ortaklıklar

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların başvuru tarihinden önceki iki yıl içinde anonim ortaklığa dönüşmüş olması durumunda; dönüşüm öncesi bilançoda yer alan öz kaynak kalemlerinin, dönüşüm sonrası ortaklığın açılış bilançosunda sermaye hesabı altında bir toplulaştırma yapılmadan, bilançoda ayrı kalemler olarak dönüşüm öncesi şirketin devamı olacak şekilde gösterilmiş olması ve söz konusu hususun tespitine ilişkin mali müşavir raporunun düzenlenmesi zorunludur. Dönüşüm sonrasında, dönüşüm öncesindeki mevcut iç kaynakların sermayeye eklenebilmesi için, bunların sermayeye eklenmesinde ilgili mevzuat açısından herhangi bir sakınca bulunmaması gerekmekte olup, bu şekilde gerçekleştirilen sermaye artırımını bu hükme aykırılık teşkil etmez. Bu hüküm kapsamına giren sermaye artırımlarının değerlendirilmesinde Tebliğin 16 ncı maddesinin ikinci fıkrasında belirtilen sermayeye ilave edilemeyecek kalemlere ilişkin hükümler kıyasen uygulanır.

ç) Yetkili Kuruluşun Yüklenim Zorunluluğu ve Satış Yasağı

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklığın, ek satış hariç halka arz edilecek paylarının halka arz fiyatı baz alınarak hesaplanacak piyasa değerinin;

- i. 2024 yılı için 400.000.000 TL⁴'nin altında olması durumunda satılamayan payların tamamı için,

- ii. 400.000.000 TL ile 800.000.000 TL⁵ arasında olması durumunda ise, satılamayan payların 400.000.000 TL'ye kadar olan kısmının tamamı, aşan kısmının ise yarısı için,

halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşların halka arz fiyatı üzerinden bu payları satın alacağına ilişkin olarak ortaklığa karşı yüklenimde bulunması ve izahnamenin Kurulca onaylanmasından önce yüklenim sözleşmesinin Kurula gönderilmesi zorunludur.

Halka arz edilecek payların piyasa değerinin 800.000.000⁶ TL'nin üzerinde olması durumunda yüklenimde bulunma zorunluluğu yoktur. Bu tutarlar, fiyat aralığı ile talep toplanması halinde taban fiyat esas alınarak hesaplanır.

Halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşlar veya piyasa danışmanı yukarıdaki hükümlere uygun olarak portföylerine aldıkları payları, halka arz edilen payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren altı ay süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satamazlar ve bu payları halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutamazlar.

Altı aylık bu süre içinde söz konusu payların kısmen veya tamamen bu hükme uygun olarak satılması veya devredilmesi durumunda Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde özel durum açıklaması yapılması zorunludur. Söz konusu kuruluşların borsa dışında satacakları payları alanlar da bu sınırlamaya tabidir.

1.2.2.2. Payların Halka Arz Yöntemleri ve Bu Yöntemlere İlişkin Koşullar

Halka açık olmayan ortaklıklar, halka açılma yöntemlerini aşağıdakilerden biri şeklinde belirlerler:

- Sermaye artırımını yoluyla halka arz

² Tebliğdeki tutar on milyon Türk Lirasıdır.

³ Tebliğdeki tutar beş milyon Türk Lirasıdır.

⁴ Tebliğ'deki tutar yirmi milyon Türk Lirasıdır.

⁵ Tebliğ'deki tutar kırk milyon Türk Lirasıdır.

⁶ Tebliğ'deki tutar kırk milyon Türk Lirasıdır.

- Mevcut payların satışı yoluyla halka arz
- Sermaye artırımı ve mevcut payların satışı yoluyla halka arz

Sermaye artırımı yoluyla halka arzda, ortaklık, mevcut ortaklarının yeni pay alma haklarını kısıtlamak suretiyle ihraç edeceği payları halka arz eder. Mevcut payların satışı yoluyla halka arzda ise, ortaklığın mevcut ortakları sahibi oldukları payları halka arz ederler. Bu iki yöntemin birlikte kullanılması durumu ise son seçenekte belirtilen sermaye artırımı ve mevcut payların satışı yoluyla halka arzı oluşturmaktadır. Daha önce verdiğimiz Çuhadaroğlu Metal örneğinden devam edecek olursak 2016 yılında halka açılan Çuhadaroğlu Metal, sermaye artırımı ve mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini kullanmıştır.

Halka açılmadan dolayı toplanan fon, sermaye artırımı yoluyla halka arzda ortaklığın kasasına girerken, mevcut payların satışı yoluyla halka arzda satışı yapan ortakların cebine girmektedir. Ortaklıklar halka açılma sırasında söz konusu yöntemlerden kendi yapılarına en uygun olan yöntemi seçmeye çalışmaktadırlar. Dolayısıyla, kullanılan yöntemle ilgili olarak sağlanması gereken koşullar da değişebilmektedir. Aşağıda bu koşulların neler olduğu sermaye artırımı ve mevcut payların satışı kapsamında incelenmektedir. Ortaklığın sermaye artırımı ve mevcut paylarının satışı yoluyla halka açılması halinde, her iki yöntemle ilişkin koşulları sağlaması gerektiği açıktır.

a) Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz

i) Yeni Pay Alma Haklarının Sınırlandırılması

Halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, mevcut ortaklarının yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak paylarını halka arz edebilirler.

ii) Esas Sözleşme Değişikliği ve Sermaye Artırımı Başvurusu

Ortaklık esas sözleşmesinin Kurul düzenlemelerine ve Kanunun amaç ve ilkelerine uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikler ve sermaye maddesinin değişikliğini içerecek şekilde hazırlanan madde tadil tasarıları yönetim kurulu tarafından karara bağlanır ve Tebliğin 1 numaralı ekindeki belgelerle birlikte esas sözleşme değişikliğine uygun görüş verilmesi talebiyle ortaklık tarafından Kurula başvuru yapılır. Esas sözleşme değişiklikleri, Kurulun uygun görüş karar tarihinden itibaren azami altı ay içerisinde yapılacak genel kurul toplantısında karara bağlanır. Altı ay içerisinde genel kuruldan geçirilerek onaylanmayan tadil tasarıları geçerliliğini yitirir.

Ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminde olması durumu hariç olmak üzere, TTK hükümleri çerçevesinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının kısmen ya da tamamen sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır. Ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminde olması durumunda ise söz konusu işlemler esas sözleşme ile yetkilendirilmesi halinde yönetim kurulunca yerine getirilir. Yeni pay alma haklarının kısmen veya tamamen sınırlandırılmasında TTK'nın 461 inci maddesinin ikinci fıkrasına⁷ uyulur.

Yeni pay alma haklarının kısmen kullanılması durumunda ise TTK'nın 461 inci maddesinin üçüncü fıkrasına⁸ uyulur.

iii) İzahnamenin Onaylanması Başvurusu

Yukarıda belirtilen işlemlerin yerine getirilmesinden sonra Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca hazırlanmış izahname ile Tebliğin 3 numaralı ekinde, belirtilen belgelerin eklendiği bir dilekçe ile izahnamenin onaylanması için ortaklık veya yetkili kuruluş tarafından Kurula başvurulur.

Kurula başvuru sırasında, esas sermaye sisteminde artırılacak sermayeyi temsil eden paylardan

⁷ TTK Md. 461- (2) Genel kurulun, sermayenin artırımına ilişkin kararı ile pay sahibinin rüçhan hakkı, ancak haklı sebepler bulunduğu takdirde ve en az esas sermayenin yüzde altmışının olumlu oyu ile sınırlandırılabilir veya kaldırılabilir. Özellikle, halka arz, işletmelerin, işletme kısımlarının, iştiraklerin devralınması ve işçilerin şirkete katılmaları haklı sebep kabil olunur. Rüçhan hakkının sınırlandırılması ve kaldırılmasıyla, hiç kimse şart dışında bu hüküm kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararına da uygulanır. Yönetim kurulu, rüçhan hakkının sınırlandırılmasının veya kaldırılmasının gerekçelerini; yeni payların primli ve primsiz çıkarılmasının sebeplerini; primin nasıl hesaplandığını bir rapor ile açıklar. Bu rapor da tescil ve ilan edilir.

⁸ TTK Md. 461 - (3) Yönetim kurulu yeni pay alma hakkının kullanılabilmesinin esaslarını bir karar ile belirler ve bu kararda pay sahiplerine en az onbeş gün süre verir. Karar tescil ve 35 inci maddedeki gazetede ilan olunur. Ayrıca şirketin internet sitesine konulur.

satılmayanlara ilişkin satın alma taahhütnamesi verilmesi zorunludur.

b) Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Arz

i) Halka Arz Edilecek Paylarla İlgili Şart

Halka arz edenlerin ortaklıkta sahip oldukları payları halka arz edebilmeleri için halka arz edilecek payların üzerinde rehin veya teminata verilmek suretiyle ya da başka bir şekilde devir veya tedavülünü kısıtlayıcı veya pay sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması zorunludur.

ii) Esas Sözleşme Değişikliği Başvurusu

Ortaklık yönetim kurulunun, esas sözleşmenin Kurul düzenlemelerine ve Kanunun amaç ve ilkelerine uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri içerecek şekilde hazırlanan madde tadil tasarılarını karara bağlaması ve ortaklık tarafından Tebliğin 1 numaralı ekindeki belgelerle birlikte Kurula başvurulması gereklidir. Dikkat edileceği üzere, sermaye artırımını yoluyla halka arzda sermaye artırımını nedeniyle ortaklığın esas sözleşmesinin sermaye maddesinde yapılan değişikliğin de karara bağlanması gerekmekte iken yalnızca mevcut payların satışı yoluyla halka arzda, ortaklık esas sözleşmesinin sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak düzenlenmesi yeterlidir.

Buna karşılık, sermaye artırımını yoluyla halka arzda olduğu gibi, söz konusu esas sözleşme değişikliklerinin Kurulun uygun görüş karar tarihinden itibaren azami altı ay içerisinde yapılacak genel kurul toplantısında karara bağlanması gereklidir. Bu süre içerisinde genel kuruldan geçirilerek onaylanmayan tadil tasarıları geçerliliğini yitirir.

iii) İzahnamenin Onaylanması Başvurusu

Esas sözleşme değişikliğinin genel kurul tarafından kabul edilerek ilgili ticaret siciline tescil ve ilan edilmesinden sonra, Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca hazırlanmış izahname ile Tebliğin 2 numaralı ekindeki belgelerin eklendiği bir dilekçeyle izahnamenin onaylanması talebiyle yetkili kuruluş tarafından Kurula başvurulur.

Özelleştirme kapsamındaki ortaklıkların paylarının bu madde kapsamındaki halka arzında, Kurula başvuru, doğrudan Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından yapılabilir.

iv) Ortaklığın Yükümlülüğü

Ortaklığın, halka arz edene ve ilgili yetkili kuruluşa, esas sözleşme değişikliği ve izahnamenin düzenlenmesi sırasında gerekli bilgi ve belgeleri sağlaması, söz konusu bilgi ve belgelerin hazırlanmasını kolaylaştırıcı tedbirler alması ve satış sırasında mevzuatta öngörülen mükellefiyetleri yerine getirmesi zorunludur.

1.2.2.3. Halka Açılma Sonrasında Uyulacak Esaslar

a) Pay Sahiplerine Yönelik Kısıtlama

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların paylarının halka arzına ilişkin izahnamenin onaylandığı tarih itibarıyla mevcut sermayede yüzde on ve üzeri pay sahibi olan ortaklar ile pay sahipliği oranına bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklar sahip oldukları payları, ortaklık paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satamazlar ve bu payları halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutamazlar. Bu süre içinde söz konusu payların kısmen veya tamamen bu hükme uygun olarak satılması veya devredilmesi durumunda Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde özel durum açıklaması yapılması zorunludur. Söz konusu kişilerin borsa dışında satacakları payları alanlar da bu sınırlamaya tabidir. Bu kişilerin ortaklığın paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonra borsadan alım yoluyla edindiği ortaklık payları, satış yasağı kapsamında değerlendirilmez.

Bir yıllık süre, payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların, izahnamenin onaylandığı tarihten önceki dönemde paylarına sahip olan girişim sermayesi yatırım ortaklıkları için bu payları elde ettikleri

en son tarihte başlar. Ancak ortaklık paylarının ilk halka arzından önceki bir yıllık süre içerisinde dönüşüm suretiyle girişim sermayesi yatırım ortaklığı statüsü kazanmış ortaklıklar için yukarıda birinci paragrafta belirtilen esaslar geçerlidir.

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların paylarının halka arzına ilişkin izahnamenin onaylandığı tarih itibarıyla mevcut sermayede yüzde on ve üzeri pay sahibi olan ortaklar ile pay sahipliği oranına bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklar halka açılma başvurusu sırasında, konuya ilişkin yazılı taahhüdü Kurula iletirler. Bu taahhüt ve içeriğine izahnamede yer verilir.

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların paylarının halka arzına ilişkin izahnamenin onaylandığı tarih itibarıyla mevcut sermayede yüzde on ve üzeri pay sahibi olan ortaklar ile pay sahipliği oranına bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların sahip oldukları payları, ortaklık paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren, payların borsa fiyatından bağımsız olarak, bir yıl süreyle hiçbir şekilde borsada satmayacaklarını ve borsa dışında yapılacak satışlarda satışa konu payların da bu sınırlamaya tabi olacağının alıcılara bildirileceğinin halka açılma aşamasında ihtiyari bir şekilde taahhüt edilmesi halinde yukarıda belirtilen taahhüdün Kurula verilmesine gerek bulunmamaktadır. Bu taahhüdün bir yıldan kısa bir süre için verilmesi halinde, yukarıda belirtilen taahhüdün kalan süre için verilmesi gerekir.

Bir yıllık süre içerisinde sermaye artırım, kâr payı ödemesi ve benzeri nedenlerle ortaklık paylarının borsa fiyatının düzeltilmesi durumunda, düzeltme işleminin yapılmasına esas alınan kriterler halka arz fiyatına da uygulanır.

Yönetim kontrolünün belirlenmesinde Kanunun 26 ncı maddesinin ikinci fıkrası hükmü esas alınır. Buna göre, ortaklığın oy haklarının %50'sinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir. Ancak, imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kontrolünün elde edilemediği haller bu kapsamda değerlendirilmez.

Halka açılmada sermaye artırım yoluyla satışa hazır bekletilen paylar ile satışa hazır bekletilen payların satışı ve Kurula başvuruya ilişkin esaslar saklıdır. Örnek olarak Çuhadaroglu Metal'in paylarının halka arzına ilişkin izahnamenin bir belgesi olan sermaye piyasası aracı notunun "7.3. Halka arzdan sonra dolaşımdaki pay miktarının artırılmamasına ilişkin taahhütler" kısmının "b) Ortaklar tarafından verilen taahhütler" kısmında, B Grubu pay sahibi Çuhadaroglu Metal ortaklarının halka arza konu olmayan B Grubu Çuhadaroglu Metal paylarını, payların Borsa İstanbul A.Ş. (BİAŞ/Borsa)'nde işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca satmayacaklarına ve dolaşımdaki pay miktarını artırmayacaklarına dair taahhütte bulunulduğu belirtilerek ortaklar ve taahhüde konu paylara ilişkin ayrıntılı bilgi verilmiştir.

Bunun yanında, aynı maddenin "e) Taahhütlerde yer alan diğer önemli hususlar" kısmında, satışa hazır bekletilen paylar ve günlük alım emri taahhüdü kapsamında Borsa'dan alınan payların bu taahhüt kapsamında değerlendirilmediği ifade edilmiştir.

b) Satışa Hazır Bekletilen Paylar

i) İhraç İçin Gerekli Şartlar

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların ek satış hariç halka arz edilecek paylarının halka arz fiyatı baz alınarak hesaplanacak piyasa değerinin 2024 yılı için 500.000.000 TL'nin⁹ altında olması durumunda, halka arza ilişkin izahnamenin onaylanmasından önce halka arz edilecek payların nominal değerinin yüzde yirmi beşine tekabül eden paylar da ortakların yeni pay alma hakları tamamen kısıtlanmak suretiyle satışa hazır bir şekilde bekletilir. Bu durumda ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminde bulunması, Kurul onayına sunulan izahnamenin birden fazla belge olarak düzenlenmesi ve izahnamede konu hakkında gerekli bilgiye yer verilmesi zorunludur. Bu uygulamadan, pay fiyatının yükselmesine yol açan piyasa talebinin ek hacim yaratılarak karşılanması ve bunun karşılığında ilgili halka açık ortaklığa piyasa değerinden sermaye girişinin sağlanması amaçlanmaktadır.

⁹ Tebliğdeki tutar kırk milyon Türk Lirasıdır.

İzahnamenin onaylanması sırasında, halka arz fiyatının kesinleştirilmemiş olması durumunda, hesaplama halka arz fiyatının kesinleşmesini takiben yapılır ve halka arza ilişkin satış sonuçlarının kesinleşmesini müteakip iki iş günü içerisinde halka arz edilen payların nominal değerinin yüzde yirmi beşine tekabül eden ve satışa hazır bekletilen paylara ilişkin olarak hazırlanan sermaye piyasası aracı notunun ve özetin onaylanması amacıyla Kurula başvuruda bulunulur.

Yönetim kontrolünün belirlenmesinde Kanunun 26 ncı maddesinin ikinci fıkrası hükmü esas alınır. Dolayısıyla, yukarıda ‘Pay sahiplerine yönelik kısıtlama’ bölümünde açıklandığı üzere, ortaklığın oy haklarının %50’sinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilmektedir. Ancak, imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kontrolünün elde edilemediği haller bu kapsamda değerlendirilmemektedir.

ii) Ortakların Satış Yasağı

Satışa hazır bekletilen paylar tamamen satılmadığı süreçte, izahnamenin onay tarihi itibarıyla mevcut sermayede yüzde on ve üzeri pay sahibi olan ortaklar ile pay sahipliği oranına bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklar sahip oldukları payları izahnamenin Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)’nda ilan edildiği tarihten itibaren bir yıl boyunca borsada satamazlar ve bu payları borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutamazlar. Söz konusu kişiler halka açılma başvurusu sırasında, konuya ilişkin yazılı taahhüdü Kurula iletirler. Bu taahhüt ve içeriğine izahnamede yer verilir. Bu kişilerin borsa dışında satacakları payları alanlar da bu sınırlamaya tabidir. Ortaklık paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonra borsadan alım yoluyla edinilen ortaklık payları satış yasağı kapsamında değerlendirilmez.

Kurulun ilgili düzenlemelerinde yer alan halka arz süresi, satışa hazır bekletilen paylar için uygulanmaz.

iii) Kurul Ücreti

Satışa hazır bekletilen paylara ilişkin Kurul ücreti, halka arz fiyatının yüzde yirmi beş fazlası üzerinden hesaplanarak, Kurul ücretinin tahsiline ilişkin esaslar çerçevesinde tahsil edilir. Satış süresi içerisinde satılamayan paylara ilişkin olarak Kurulca tahsil edilen ücret ortaklığın talebi üzerine iade edilir.

iv) Aracı Kurum Kullanma Şartı

Satışa hazır bekletilen payların satışı, aracı kurum tarafından yerine getirilir. Satış işlemi, izahnamenin KAP’ta ilan edildiği tarihten itibaren bir yıllık süre içerisinde bir ya da birden fazla seferde gerçekleştirilebilir. Söz konusu satışı yapacak aracı kurumun payların ilk halka arzına aracılık eden yetkili kuruluş olması şartı aranmaz.

Ortaklık tarafından satışa hazır bekletilen ve MKK nezdinde ortaklık hesabında izlenen payların izahnamede belirtilen esaslar doğrultusunda satılabilmesi ve takas yükümlülüğünün yerine getirilmesi konusunda ortaklık tarafından aracı kuruma yetki verilmesi zorunludur. Bu yetkinin kullanım esaslarına, halka arzda satışa aracılık sözleşmesinde ya da taraflar arasında düzenlenen ayrı bir sözleşmede yer verilir.

v) Satışa Başlama Şartı

İzahnamenin KAP’ta ilan edildiği tarihten itibaren bir yıl boyunca payların borsa fiyatı halka arz fiyatının yüzde yirmi beş fazlasından daha fazla yükselmediği sürece satışa hazır bekletilen payların satışına başlanamaz. Satışa hazır bekletilen payların satışı, payların borsa fiyatının halka arz fiyatının yüzde yirmi beş fazlasından daha yüksek seviyede kaldığı müddetçe mümkündür. Bu durumda satışa hazır bekletilen payların satışı zorunlu olmayıp, bu paylar Kurul nezdinde herhangi bir işlem yapılmasına gerek kalmaksızın borsada satılabilir.

Bir yıllık süre içerisinde kâr payı ödemesi ve benzeri nedenlerle ortaklık paylarının borsa fiyatının düzeltilmesi durumunda, düzeltme işleminin yapılmasına esas alınan kriterler halka arz fiyatına

da uygulanır.

vi) Aracı Kurumun Sorumluluğu

Satışa hazır bekletilen payların izahnamede belirtilen esaslara uygun olarak satılmasından aracı kurum sorumludur. Satış işlemi aracı kurum tarafından ortaklığın paylarının borsada işlem gördüğü pazarda veya piyasada ikincil piyasa işlemleri çerçevesinde gerçekleştirilir. Ancak satış sonrası takas yükümlülüğü bu paylardan karşılanır. Takas yükümlülüğü yerine getirilmiş paylara ilişkin bedeller aracı kurum tarafından en geç ertesi iş günü ortaklığın hesabına aktarılır.

Satışa hazır bekletilen payların satışına başlandığı gün Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde aracı kurum tarafından KAP'ta özel durum açıklaması yapılır ve satış sonuçlarına ilişkin bilgi, aracı kurum tarafından her ay sonunu takiben üç iş günü içerisinde, özel durum açıklamasıyla KAP'ta kamuya açıklanır. Ayrıca satışa hazır bekletilen payların satışına ilişkin bir yıllık sürenin tamamlanmasını takiben üç iş günü içerisinde, satış süresi boyunca gerçekleştirilen bütün satış sonuçları aracı kurum tarafından yapılacak bir özel durum açıklamasıyla KAP'ta kamuya açıklanır.

vii) Satış Hakkının Ortadan Kalkması

İzahnamenin KAP'ta ilan edildiği tarihten itibaren bir yıl boyunca satışa hazır bekletilen paylara ilişkin satış hakkı, bir yılın tamamlanmasıyla sona erer. Sermaye artırımını yoluyla satışa hazır bekletilen paylardan bir yıl içerisinde satılamayanlar iptal olur.

Bir yıllık satış süresinin sona ermesinden itibaren on iş günü içerisinde, satılan pay tutarı dikkate alınarak çıkarılmış sermayeyi gösteren esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesi hakkında hazırlanmış tadil tasarısına uygun görüş alınmak üzere Kurula başvurulur. Kurulca uygun görüş verilmesinden sonra on beş iş günü içerisinde madde tadil tasarısının tescil ve ilanı gerçekleştirilir.

Sermaye artırımını yoluyla satışa hazır bekletilen payları satın alan yatırımcılar, ortaklık hakları açısından ortaklığın diğer ortakları ile eşit haklara sahiptirler.

viii) Bedelli Sermaye Artırımı Yasağı

Satışa hazır bekletilen payların borsa fiyatı, halka arz fiyatının %25 fazlasından daha yüksek seviyede kaldığı ve satışa hazır bekletilen payların tamamı satılmadığı sürece ortaklık tarafından bedelli sermaye artırımını yapılamaz. Bu durum saklı kalmak kaydıyla bir yıllık süre içerisinde ortaklık tarafından bedelli sermaye artırımını yapılabilmesi için satışa hazır bekletilen payların tamamen satılmış olması veya sermaye artırım kararı alındığı tarihe kadar satışa hazır bekletilen paylardan satılamayanların iptal edilmesi gerekir. İptal durumunda, mevcut sermayede %10 ve üzeri pay sahibi olan ortaklar ile pay sahipliği oranına bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların pay satış yasağı devam eder.

Sermaye artırımının yapılabilmesi için öncelikle, ortaklığın sermaye artırımını yoluyla satışa hazır bekletilen paylarının iptalinden itibaren, satılan pay tutarı dikkate alınarak çıkarılmış sermayeyi gösteren esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesi hakkında hazırlanmış tadil tasarısına uygun görüş alınmak üzere Kurula başvurulur. Kurulca uygun görüş verilmesinden sonra on beş iş günü içerisinde madde tadil tasarısının tescil ve ilanı gerçekleştirilir.

Örneğin Çuhadaroglu Metal paylarının halka arzına ilişkin izahnamenin bir belgesi olan sermaye piyasası aracı notunun "7.3. Halka arzdan sonra dolaşımdaki pay miktarının artırılmamasına ilişkin taahhütler" bölümünün "a) İhraççı tarafından verilen taahhüt" kısmında, Çuhadaroglu Metal'in paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren bir yıl boyunca bedelli sermaye artırımını gerçekleştirilmemesine ve dolaşımdaki pay miktarının arttırılmamasına ilişkin beyan verildiği görülmektedir. Ancak, Pay Tebliği hükümleri çerçevesinde satışa hazır bekletilen payların bu kapsamda değerlendirilmediği vurgulanmıştır.

1.2.2.4. Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler

a) Yapılabilecek Halka Arzlar

Halka açık olmayan ortaklıkların gerek mevcut payların halka arzı gerekse sermaye artırımı yoluyla paylarının halka arzlarında ve halka açık ortaklıkların paylarının ikincil halka arzında, paylar borsada işlem görmeye başladıktan sonra, halka arza ilişkin izahnamede gerekli açıklamaların yapılmış olması koşuluyla, halka arzda satışa aracılık eden aracı kurum, halka arzın konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesi durumunda ise lider ya da varsa eş lider aracı kurum tarafından fiyat istikrarını sağlamak amacıyla pay alımında bulunulabilir.

Aracı kurum tarafından ortaklık veya kendi hesabına fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde bulunulabilir. Bu durumda payların mülkiyeti hesabına işlem yapılan kişiye aittir.

b) Kullanılan Fon ve Sınırlamaları

İzahnamede gerekli açıklamaların yapılmış olması kaydıyla, ortaklık hesabına fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde bulunulması durumunda kullanılacak fon, ortaklığın elde edeceği brüt halka arz gelirinden karşılanabilir. Bu durumda fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde kullanılacak fon, ortaklığın elde edeceği brüt halka arz gelirinin yüzde yirmisinden yüksek olamaz ve alınacak payların nominal değeri ek pay satışları dahil halka arz edilen payların nominal değerinin yüzde yirmisini geçemez.

Bu işlem, ortaklıkların kendi paylarını geri almasına ilişkin Kurul düzenlemelerinde yer alan usullere tabi değildir.

Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde kullanılacak fonun ortaklık dışındaki kişiler tarafından sağlanması halinde, bu işlemlerde kullanılacak fon tutarı konusunda herhangi bir sınırlama uygulanmaz. Nitekim, Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt ve Ticaret A.Ş. (Ulusoy Elektrik)'nin paylarının halka arzı sonrasında fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin yapılabileceği hususunda izahnamede ayrıntılı açıklamalarda bulunulmuş olup, söz konusu fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler Ulusoy Elektrik ortakları adına yapıldığından kullanılacak fon konusunda herhangi bir sınırlama uygulanmamıştır.

Halka açık olmayan ortaklıkların mevcut paylarının halka arzında belirtilen işlemlerin tek başına veya *halka açık olmayan ortaklıkların paylarının sermaye artırımı yoluyla halka arzında* belirtilen işlemlerle birlikte gerçekleştirilmesi durumunda veyahut halka açık ortaklıkların paylarının ikincil halka arzında, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde kullanılacak fon öncelikli olarak ortakların mevcut paylarının satışından elde edilen gelirden karşılanır. Ortaklığın elde edeceği brüt halka arz gelirinin yüzde yirmisi, ortakların mevcut paylarının satışından elde edilen gelir tükenmedikçe fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde kullanılamaz.

c) İzahnamede Bilgi Verilmesi

Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin söz konusu olduğu halka arzlarda, bu işlemlerin payların borsa fiyatını desteklemeyi amaçladığı ve fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin yapılacağına ilişkin herhangi bir garantinin olmadığı hususları ile işlemlerin belirlenen süreden önce durdurulabileceğinin, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemleri gerçekleştirecek aracı kurumun ticaret unvanının ve fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ilişkin sürenin izahnamede belirtilmesi zorunludur. Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin süresinden önce kim tarafından durdurulabileceği taraflar arasında yapılan sözleşme ile belirlenir. Yapılan sözleşmede konuya ilişkin herhangi bir belirleme yapılmamışsa durdurma yetkisinin aracı kurumda olduğu kabul edilir.

ç) Süre ve İşlem Fiyatı

Halka arz sonrası fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler, ilgili payların borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren en çok otuz gün süreyle gerçekleştirilebilir.

Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde halka arz fiyatının üzerinde alım emri verilemez. Belirlenen işlem süresi içerisinde, borsa fiyatı halka arz fiyatının altına düştüğünde, halka arzda satışa aracılık eden aracı kurum tarafından alımda bulunulabilir. Söz konusu işlemlerde uygulanacak emir ve fiyat kuralları borsa düzenlemeleriyle belirlenir.

Ödünç alımlı ek pay satışının gerçekleştirilmesi halinde fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler ile ödünç alımlı ek pay satışının aynı aracı kurum tarafından gerçekleştirilmesi zorunludur. *Ek pay satışı*, talep toplama sonucunda toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde,

fazla talebin karşılanması amacıyla azami nominal değeri daha önce belirlenen ve kamuya duyurulan payların dağıtımına tabi tutulacak toplam payların nominal değerine ilave edilmesini ifade etmektedir. *Ödünç alımlı ek pay satışı ise, ek satışa konu payların ödünç alınmak suretiyle satışdır.*

Aracı kurum, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler çerçevesinde satın aldığı payların satışında piyasanın olağan işleyişinin etkilenmemesi için azami özen ve dikkati gösterir ve fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler çerçevesinde satın aldığı payları izahnamede ilan edilen istikrar sağlayıcı işlemlere ilişkin süre boyunca halka arz fiyatının altında bir bedelle satamaz.

d) Kamuyu Aydınlatma

Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ilişkin sürenin sona ermesi ya da fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin izahnamede öngörülen işlem süresi tamamlanmadan sona erdirilmesine karar verilmesi durumunda, takip eden iş günü Tebliğin 5 numaralı ekinde yer alan bilgiler, işlemleri gerçekleştiren aracı kurum tarafından özel durum açıklamasıyla KAP'ta kamuya açıklanır. Tebliğin 5 numaralı ekinde yer alan tablo aşağıda verilmektedir.

Örnek olarak, Ulusoy Elektrik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin paylarının halka arzı sonrasında payların Borsa'da işlem görmesini takiben otuz gün süreyle fiyat istikrarı işlemleri yapılmıştır. Söz konusu işlemler halka arzda lider kuruluş olan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (İş Yatırım) tarafından gerçekleştirilmiş ve fiyat istikrarını sağlayıcı işlemleri gösteren tablo işlemlerin tamamlanmasını takiben 22 Aralık 2014 tarihinde İş Yatırım tarafından Kamuyu Aydınlatma Platformunda yayımlanmak suretiyle kamuya açıklanmıştır.

e) Yetkili Kuruluşun Sorumluluğu

Halka arz sonrasında fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde yürütülmesinden işlemi gerçekleştiren aracı kurum sorumludur.

Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemleri gerçekleştirebilecek aracı kurumlara ilişkin şartlar Kurul tarafından ayrıca belirlenir.

Kurulun diğer düzenlemelerde yer alan piyasa yapıcılığına ilişkin hükümler saklıdır.

1.2.3. Sermaye Artırımları

Bu bölümün konusunu ortaklıkların bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları ile şarta bağlı sermaye artırımları ve nominal değerinin altında pay ihracı yoluyla sermaye artırımları oluşturmaktadır. Bu konular aşağıda başlıklar halinde incelenmektedir.

1.2.3.1. Bedelli Sermaye Artırımları

a) Kurula Başvuru Öncesi Yapılacak İşlemler

Halka açık ortaklıkların bulunduğu sermaye sistemine göre, bedelli sermaye artırımında Kurula başvuru öncesinde aşağıdaki işlemleri yapmaları gerekmektedir.

i) Kayıtlı sermaye sisteminde olan ortaklıklarda, ortaklık yönetim kurulunun artırılan sermaye miktarı ve satış esaslarını belirleyen bir karar alması gerekir. Yeni pay alma haklarının kısmen ya da tamamen kısıtlanmak istenmesi durumunda; bu husus, esas sözleşme ile yetkili kılınmış olması halinde yönetim kurulunun alacağı sermaye artırım kararında belirtilir. Yönetim kurulunun yeni pay alma haklarını kısıtlama kararı, Kurulun kayıtlı sermaye sistemine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde ilan edilir.

ii) Esas sermaye sisteminde olan ortaklıklarda, ortaklık yönetim kurulu esas sözleşmenin sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarısını karara bağlar. Madde tadil tasarısı, konuya ilişkin yönetim kurulu kararı ve ortaklığın mevcut sermayesinin ödendiğine ilişkin mali müşavir raporu ile birlikte, Kurulun uygun görüşünü almak üzere Kurula gönderilir. Madde değişikliğine ilişkin Kurulun uygun görüşünü takiben azami altı ay içinde yapılacak genel kurul toplantısında sermaye artırım kararı alınır. Altı ay içerisinde genel kuruldan geçirilerek onaylanmayan tadil tasarısı geçerliliğini yitirir. Yeni pay alma haklarının kısmen ya da tamamen kısıtlanmak istenmesi durumunda; bu husus, genel kurulun alacağı sermaye artırım kararında açıkça belirtilir. Genel kurulda, yeni pay

alma haklarının kısmen ya da tamamen kısıtlanmasının genel kurul toplantı gündemine alınmış olması ve yönetim kurulu tarafından yeni pay alma haklarının kısıtlanma nedenlerinin ortakların bilgisine sunulması zorunludur.

b) Kurula Başvuru

Yukarıda belirtilen işlemlerin tamamlanmasından sonra sermaye artırımına ilişkin yetkili organ kararının tarihinden itibaren otuz gün içerisinde ortaklık ya da yetkili kuruluş tarafından izahnamenin onaylanması talebiyle Kurula başvuruda bulunulur.

Esas sermaye sisteminde bulunan ortaklıkların, Kurula yapacakları bu başvuruda, artırılan sermayeyi temsil eden paylardan satılmayanlara ilişkin satın alma taahhünamesinin de sunulması gerekmektedir. Bu taahhünamede, artırılan sermayeyi temsil eden paylardan yeni pay alma haklarının kullanılması ve halka arzdan sonra satılmayan payların satış süresinin bitiş tarihinden itibaren üç işgünü içerisinde halka arz fiyatının ortalamasından aşağı olmamak üzere bedellerinin tam ve nakden ödenmesi suretiyle satın alınacağı ortaklığa taahhüt edilir. Söz konusu taahhütname, genellikle ortaklığın hakim ortakları ve/veya yönetim kurulu üyeleri tarafından verilmekte olup, taahhüdü verenin tüzel kişi olması halinde, tüzel kişinin yetkili organının taahhüde ilişkin karar alması ve bu kararın bir örneğinin de Kurula iletilmesi zorunludur. Satın alma taahhütnamesi, sermaye artırımının tamamlanmasının garanti edilmesi amacıyla alınmakta olup, kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda artırılan tutarın tamamı satılmasa dahi, satışı yapılan tutar çıkarılmış sermaye olarak tescil edileceğinden bu ortaklıkların taahhüt vermesine gerek bulunmamaktadır. Ancak, kayıtlı sermaye sisteminde olsalar dahi, sermaye artırımının tamamlanmasını garanti etmek isteyen veya paylarının borsa fiyatı düşük olan ortaklıkların nakit sermaye artırımlarında satın alma taahhütnamesi sundukları görülmektedir.

c) Sermaye Koyma Borcu

Sermaye piyasası mevzuatındaki “tam ve nakden ödeme ilkesi” çerçevesinde, halka açık ortaklıkların yapacakları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan sermaye koyma borcunun nakit olarak yerine getirilmesi zorunludur. Ancak, sadece nakden konulan ve nakden konulduğu mali müşavir raporu ile tespit edilen fonlar sebebiyle oluşan borçlar, muaccel (vadesinin gelmiş) olması kaydıyla, sermaye koyma borcuna mahsup edilebilir. Halka açık ortaklıkların yapacakları sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcu, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup suretiyle yerine getirilemez.

ç) Sermaye Artırımında Özellikli Hususlar

Halka açık ortaklıklar tarafından yapılacak bedelli sermaye artırımlarında, sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması ve Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflara olan ve ortaklığa nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde kullanılacak olması durumunda gerçekleştirilecek sermaye artırımını, Kanunun 23 üncü maddesi¹⁰ çerçevesinde önemli nitelikteki işlemler arasında sayılır. Bu durumda, söz konusu sermaye artırımına ilişkin Kurulca onaylı izahnamenin ihraççıya verilmesinden önce, Kanunun 24 üncü maddesi¹¹ çerçevesinde ortaklara ayrılma hakkı verilmesi ve buna ilişkin işlemlerin

¹⁰ **MADDE 23** – (1) Halka açık ortaklıkların birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirmesi, imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsamı veya konusunu değiştirmesi gibi yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine yol açacak ortaklığın yapısına ilişkin temel işlemler bu Kanunun uygulanmasında önemli nitelikte işlem sayılır. Kurul, önemli nitelikteki işlemleri, önemlilik ölçüsü de dâhil olmak üzere bu nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları, halka açık ortaklıkların niteliğine göre belirlemeye yetkilidir. (2) Kurul, birinci fıkra çerçevesinde düzenlenen zorunluluklara uyulmaksızın gerçekleştirilen işlemlerin ortadan kaldırılmasına yönelik Kurul kararının tebliği tarihinden itibaren otuz gün içinde işlem öncesi durumun aynen sağlanmaması hâlinde idari para cezası verebilir ve bu işlemlerin iptali için 6102 sayılı Kanunun genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümleri çerçevesinde dava açabilir.

¹¹ **MADDE 24** – (1) 23 üncü maddede belirtilen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da olumsuz oy veren ve bu muhalefeti tutanağa geçiren pay sahipleri, paylarını halka açık ortaklığa satarak ayrılma hakkına sahiptir. Kurul, halka açık ortaklığın niteliğine göre, ayrılma hakkını, ayrılma hakkına konu önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihte sahip olunan paylar için kullanılabilmesine ilişkin esasları belirlemeye yetkilidir. Halka açık ortaklık bu payları pay sahibinin talebi üzerine, Kurulca belirlenecek esaslara göre adil bir bedel üzerinden satın almakla yükümlüdür. Kurul, ayrılma talebine konu payların ortaklık tarafından satın alınmasından önce diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesine ilişkin usul ve esasları düzenleyebilir.

(2) Pay sahibinin 23 üncü maddede belirtilen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılmasına haksız bir biçimde engel olunması, genel kurul toplantısına usulüne uygun davet yapılmaması veya gündemin usulüne uygun bir biçimde ilan edilmemesi hâllerinde, genel kurul kararlarına muhalef kalma ve muhalefet şerhini tutanağa kaydettirme şartı aranmaksızın birinci fıkra hükmü uygulanır.

tamamlanması gerekir.

Halka açık ortaklıkların yapacakları bedelli sermaye artırımlarının, yukarıda sayılan esasların dolanılması suretiyle gerçekleştirildiğinin tespit edilmesi halinde, ilgililer hakkında sermaye piyasası mevzuatı kapsamında Kurulca tesis edilecek işlemler saklıdır.

İzahnamenin geçerlilik süresi boyunca yapılacak halka arzlarla ilişkin Tebliğin 28 inci maddesi hükümleri saklıdır. Bu maddeye göre, izahnamenin geçerlilik süresi boyunca yapılacak pay halka arzlarında, her satıştan önce Tebliğin 11 numaralı ekinde yer alan belgelerin eklendiği bir dilekçe ile ilgili izahname dokümanlarının onaylanması amacıyla Kurula başvurulması gerekmektedir.

d) Halka Açık Ortaklıkların Yeni Pay Alma Haklarının Kullandırılması

Yeni pay alma hakkının kullanımının, izahnamenin ilanını takip eden on gün içinde başlatılması zorunludur. Payları kayden izlenen halka açık ortaklıkların yeni pay alma hakkı kullanımı, kaydi sistem esasları çerçevesinde gerçekleştirilir.

Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıkların yeni pay alma hakkı kullanım yeri en az bir yer olmak üzere, ortakların çoğunluğunun bu haklarını kullanabileceği şekilde tespit edilir. Kurul, yeni pay alma haklarının yetkili kuruluş vasıtasıyla kullandırılmasını, kullanım yerlerinin değiştirilmesini veya sayısının artırılmasını isteyebilir.

Yeni pay alma hakları, payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklar için on beş günden az yüz yirmi günden fazla olmamak üzere yeni pay alma kuponları karşılığında ve payları borsada işlem gören ortaklıklar için ise on beş günden az altmış günden fazla olmamak üzere izahnamede belirlenen süre ve esaslar dahilinde kullanılır. Ortaklar bu süre içinde pay bedellerinin tamamını bir bankada açılan ve izahnamede belirtilen özel hesaba veya MKK tarafından belirlenen esaslar çerçevesinde ilgili hesaba yatırarak, sermaye artırımına katılabilir veya yeni pay alma haklarını bedelli ya da bedelsiz olarak devredebilirler. Kuruldan izin almak suretiyle, yeni pay alma hakkı kullanım süresi uzatılabilir.

İzahnamede belirtilmesi kaydıyla, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların halka arz edilmeksizin satılması mümkündür.

e) Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu

Ortaklıkların sermaye artırımında, yeni pay alma haklarının kullanımından sonra kalan payların veya yeni pay alma hakkı kullandırılmıyorsa artırılan sermayeyi temsil eden payların ya da ortakların mevcut paylarının halka arzından önce tasarruf sahiplerine satış duyurusunun ilan edilmesi zorunludur.

Kurulca onaylanan tasarruf sahiplerine satış duyurusu, Kurulun izahname hazırlanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde ilan edilir.

Tasarruf sahiplerine satış duyurusuna konu payların halka arz süresi, Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde tespit olunur.

İzahname hazırlanmasına ilişkin Kurul düzenlemelerinde yer alan hükümler çerçevesinde tasarruf sahiplerine satış duyurusunun yayımlanmaması durumunda, payları borsada işlem gören ortaklıklar, kalan payları borsada satışa sunmak ve satış sonuçları hakkında özel durum açıklamasında bulunmak zorundadırlar. Diğer ortaklıklar ise yönetim kurulu kararıyla belirlenen yöntemle göre satışa tamamlayabilirler.

f) Sermaye Artırımlarında Satış Sonrası İşlemler

(3) Ayrılma hakkının doğmadığı haller ile ortaklığa bu hakkın kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet verilmesine, bu hakkın kullanılmasına ve adil bedelin hesaplanmasına ilişkin usul ve esaslar Kurul tarafından belirlenir. Kurul ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin bu hususlarda ortaklıkların niteliğine göre farklı usul ve esaslar belirleyebilir.

i) Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Ortaklıklarda

Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıkların,

- Satın alma taahhütnamesi bulunmaması halinde satış süresinin sona ermesini takiben satılamayan payları altı iş günü içinde iptal ettirmeleri,
- Satın alma taahhütnamesi bulunması halinde, süresi içinde satılamayan paylar için satış süresinin bitiminden itibaren üç iş günü içinde satın alma taahhüdünde bulunanlara müracaat ederek satışı tamamlamaları,
- Sermaye artırımının mevzuata uygun olarak gerçekleştirilmesinden sonra, sermaye artırımının tamamlandığına ilişkin yönetim kurulu kararı ve gerçekleştirilen satış tutarına ilişkin belgeler ile birlikte esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekli hakkında uygun görüş almak amacıyla Kurula başvuruda bulunmaları,
- Kurulun uygun görüşünden sonra çıkarılmış sermayeyi gösteren esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şeklinin genel kurul kararı aranmaksızın on gün içinde ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi (TTSG)'nde ilan ettirmeleri,
- Sermaye artırımının tamamlandığını ve ortaklık ve/veya halka arz eden tarafından sağlanan toplam fon miktarını gösteren özel durum açıklaması yapmaları gerekir.

ii) Esas Sermaye Sistemindeki Ortaklıklarda

Esas sermaye sistemindeki ortaklıkların; süresi içinde satılamayan paylar için satış süresinin bitiminden itibaren üç iş günü içinde satın alma taahhüdünde bulunanlara müracaat ederek satışı tamamlamaları, bu işlemi takiben, TTK hükümleri çerçevesinde sermaye artırımına ilişkin esas sözleşme değişikliğini ilgili ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan ettirmeleri ve sermaye artırımının tamamlandığını ve ortaklık ve/veya halka arz eden tarafından sağlanan toplam fon miktarını gösteren özel durum açıklaması yapmaları gerekir.

Artırılacak sermayeyi temsil eden paylardan satılamayanlara ilişkin satın alma taahhütnamesi verilmiş olması durumunda, bu payların satış süresinin bitiş tarihinden itibaren üç iş günü içerisinde, halka arz fiyatının ortalamasından aşağı olmamak üzere bedellerinin tam olarak ve nakden ödenerek satın alınacağını ortaklığa karşı taahhüt edilmesi gerekir. Taahhütnamenin bir tüzel kişi tarafından verilmesi durumunda, tüzel kişinin yetkili organının taahhüde ilişkin karar alması zorunludur.

g) Payların Halka Arz Edilmeksizin Satışına Özgü Hususlar

Halka açık ortaklıklarca gerçekleştirilecek bedelli sermaye artırımlarında halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek pay satışları, tahsisli satış ve nitelikli yatırımcıya satış olmak üzere iki şekilde yapılabilir. Ortaklığın ortaklarının mevcut paylarının halka arz edilmeksizin satışı bu kapsamda değerlendirilmez.

Şarta bağlı sermaye artırımını yolu ile yapılacak pay satışları tahsisli satış niteliğindedir. Bu satışlarda yatırımcı sayısı yönünden bir kısıtlama uygulanmaz. Dolayısıyla, tahsisli sermaye artırımında 150 kişiden daha çok sayıda kişiye satış yapılması mümkündür.

Bu sermaye artırımlarında payların halka arz edilmeksizin satılabilmesi için, yeni pay alma haklarının kısmen veya tamamen kısıtlanmasının esas sermaye sisteminde genel kurulca, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşme ile yetkili kılınmış ise yönetim kurulunca karara bağlanması gereklidir. Yönetim kurulu kararının alınmasından itibaren otuz gün içerisinde, Tebliğ'in 6 numaralı ekindeki belgelerin eklendiği bir dilekçe ile halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek pay satışına ilişkin ihraç belgesinin onaylanması talebiyle Kurula başvurulur.

Bu sermaye artırımlarında, halka açık ortaklıkların bedelli sermaye artırımlarında ihraç edilecek payların halka arz yoluyla satışına ilişkin yukarıda yer verilen 'sermaye koyma borcu' ile 'sermaye artırımında özellikli hususlar' başlıklı kısımlarda açıklanan esaslar kıyasen uygulanır.

Payları borsada işlem gören ortaklıkların sermaye artırımını suretiyle halka arz edilmeksizin gerçekleştirecekleri pay satışının borsanın ilgili pazarında ya da piyasasında gerçekleştirilmesi

zorunludur. Bu işleme konu paylar, ortaklığın isteğine bağlı olarak borsada işlem görmeyen veya Tebliğ'in payların borsada işlem gören niteliğe dönüştürülmesine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın borsada işlem gören nitelikte oluşturulabilir. Borsanın ilgili pazarında ya da piyasasında sermaye artırımını suretiyle halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek pay satışlarında, satış fiyatı borsa düzenlemelerine göre belirlenir. Ancak Kurul tarafından uygun görülmesi koşuluyla, *borsa düzenlemelerine göre farklı fiyattan satış* yapılması da mümkündür.

Halka açık ortaklığın paylarının borsada işlem görmüyor olması halinde, sermaye artırımını suretiyle ihraç edilecek payların halka arz edilmeksizin satışında, satış fiyatının tespitine esas teşkil etmek üzere yetkili kuruluş tarafından fiyat tespit raporu hazırlanması zorunludur.

ğ) Halka Açık Ortaklıkların Paylarının İkincil Halka Arzı

Resmi müzayedelere ilişkin hükümler saklı kalmak üzere, halka açık ortaklıkların ortaklarına ait borsada işlem görmeyen mevcut payları ile yeni pay alma haklarının tamamen kısıtlanması suretiyle çıkarılan ve artırılan sermayeyi temsil eden paylarının halka arz edilmek istenmesi halinde, Tebliğ'in sırasıyla 2 ve 3 numaralı ekinde yer alan belgelerle ikincil halka arza ilişkin yetkili organ karar tarihinden itibaren otuz gün içerisinde Kurula başvurulması zorunludur.

1.2.3.2. Bedelsiz Sermaye Artırımları

a) İç Kaynaklardan Sermaye Artırımı

i) İç Kaynaklardan Sermaye Artırımında Aranacak Şartlar

Halka açık ortaklıkların sermaye piyasası mevzuatı uyarınca hazırlanan finansal tablolarında yer alan iç kaynakların sermayeye eklenebilmesi için, bunların sermayeye eklenmesinde ilgili mevzuat açısından herhangi bir sakınca bulunmaması ve ilgili iç kaynak tutarlarının halka açık ortaklığın kanuni defter ve kayıtlarında da karşılığının bulunması şarttır. İlgili iç kaynak tutarlarının halka açık ortaklığın kanuni defter ve kayıtlarında karşılığının bulunup bulunmadığının kontrolü, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca hazırlanan finansal tablolar ile kanuni defter ve kayıtlarda bulunan toplam iç kaynaklar dikkate alınarak yapılır. Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca hazırlanan finansal tablolar ile kanuni defter ve kayıtlarda bulunan toplam iç kaynak tutarları arasında fark bulunması durumunda bu tutarlardan düşük olanı sermaye artırımında esas alınır.

Sermaye artırımının yapılmasına ilişkin yasal zorunluluklar saklı kalmak üzere; payları borsada işlem gören ortaklıkların dönem kârı hariç iç kaynaklarının sermayeye eklenmesi talebi ile Kurula yapacağı sermaye artırımını başvurularından, sermaye artırım kararının kamuya açıklanmasından önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması dikkate alınarak yapılacak hesaplama sonucunda payın düzeltilmiş borsa fiyatının iki TL'nin altına düşmesine sebep olacak başvurular Kurulca işleme alınmaz. Halka açık ortaklıkların bedelsiz sermaye artırımlarında kullanılacak kaynakların içerisinde iç kaynaklar ile birlikte dönem kârının da bulunması durumunda, bu hüküm çerçevesinde yapılacak hesaplamada dönem kârının etkisi dikkate alınmaz.

ii) Sermayeye Eklenecek İç Kaynak Kalemleri

Aşağıda belirtilen kalemler sermayeye eklenemez:

- Varlıkların gerçeğe uygun değere taşınması suretiyle öz kaynaklar altında raporlanan değer artış fonları ve benzeri fonlar,
- Ara dönemde oluşan dönem kârları,
- İlgili mevzuat uyarınca sermayeye eklenmesine izin verilmeyen fonlar ve yedek akçeler.

iii) Geçmiş Yıllar Zararının Durumu

Sermaye artırımının yapılmasına ilişkin yasal zorunluluklar saklı kalmak üzere; halka açık ortaklıkların kanuni defter ve kayıtlarında yer alan geçmiş yıl zararları ile Kurul düzenlemeleri uyarınca hazırlanan ve kamuya açıklanan son finansal tablolarında yer alan geçmiş yıllar zararlarından düşük olanı iç kaynaklardan mahsup edilmek suretiyle kapatılmadan veya genel kurulda kapatılacağına ilişkin olarak alınan yönetim kurulu kararı Kurula ibraz edilmeden iç kaynaklardan sermaye artırımını yapılamaz.

Bu durumda iç kaynakların geçmiş yıl zararlarını aşan kısmının sermayeye eklenmesi mümkündür. Ancak, sermayeye eklenmek amacıyla öz kaynaklar içerisinde bekletilen gayrimenkul satış kazancı ve iştirak satış kazancı ile mevzuat uyarınca geçmiş yıl zararlarının mahsubunda kullanılmasına izin verilmeyen fonlar için bu hüküm uygulanmaz.

iv) Esas Sermaye Sistemindeki Ortaklıklarda Kurula Başvuru ve Tescil

Esas sermaye sistemindeki halka açık ortaklıkların iç kaynaklardan karşılanmak üzere yapacakları sermaye artırımlarında; esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekline Kurulca uygun görüş verilmesi amacıyla Tebliğin 7 numaralı ekinde belirtilen belgelerle yetkili organ kararının tarihinden itibaren otuz gün içerisinde Kurula müracaat etmeleri gereklidir.

Esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesine Kurulca uygun görüş verilmesini takiben Kuruldan alınan uygun görüş yazısı ve diğer belgeler ile birlikte Ticaret Bakanlığına esas sözleşme değişikliğine izin verilmesi talebiyle başvuruda bulunulur. Ticaret Bakanlığından izin alınmasından sonra söz konusu esas sözleşme değişikliğini ve sermaye artırımını görüşmek üzere genel kurul toplantıya çağrılır. Genel kurul toplantısında esas sözleşme değişikliğinin onaylanmasını takiben söz konusu genel kurul toplantı tutanağı ve Ticaret Bakanlığı'nın izin yazısı ile birlikte sermaye artırımına ilişkin ihraç belgesinin onaylanması amacıyla Kurula başvuru yapılır.

İhraç belgesinin Kurulca onaylanmasını takiben, iç kaynaklar sermaye hesabına aktararak esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekli ilgili genel kurul kararı ile birlikte ortaklığın bağlı bulunduğu ticaret sicili müdürlüğünde tescil edilir ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde yayımlanır.

v) Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Ortaklıklarda Kurula Başvuru ve Tescil

Kayıtlı sermaye sistemindeki halka açık ortaklıkların iç kaynaklardan karşılanmak üzere yapacakları sermaye artırımlarında, sermaye artırımını konusunda yetkili organ yönetim kurulu olduğundan ayrıca genel kurul kararı alınması gerekmez. Bu nedenle, sermaye artırımını süreci esas sermaye sistemindeki ortaklıklara göre oldukça kısadır. Kayıtlı sermaye sistemindeki halka açık ortaklıklar artırıma ilişkin yönetim kurulu karar tarihinden itibaren otuz gün içerisinde Tebliğin 7 numaralı ekinde belirtilen belgelerle birlikte ihraç belgesinin onaylanması ve çıkarılmış sermayeyi gösteren esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekline Kurulca uygun görüş verilmesi için Kurula başvururlar.

İhraç belgesinin Kurulca onaylanması sonrasında, çıkarılmış sermayeyi gösteren esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekli, genel kurul kararı aranmaksızın yönetim kurulunca on gün içinde tescil ve TTSG'de ilan ettirilir.

vi) TTK Madde 462 nin Uygulanmaması

SPKn'nun 12 nci maddesinin altıncı fıkrasında, halka açık ve halka açılmak üzere Kurula başvuran ortaklıklara TTK'nın 462 nci maddesinin üçüncü fıkrasının uygulanmayacağı hükme bağlanmıştır. TTK'nın anılan fıkrasında, ortaklıkların bilançosunda sermayeye eklenmesine mevzuatın izin verdiği fonların bulunması halinde, bu fonlar sermayeye eklenmeden, nakit sermaye artırımını yapılamayacağı, bu fonların sermayeye eklenmesi ile birlikte aynı zamanda ve aynı oranda nakit sermaye artırımının taahhüt edilmesi halinde sermaye artırımını yapılabileceği ifade edilmektedir. Ancak, bu hüküm halka açık olan ve halka açılmak üzere Kurula başvuran ortaklıklar için uygulanmayacağından bu ortaklıkların nakit sermaye artırımını yapmaları için sermayeye eklenebilir nitelikteki fonlarını sermayeye ekleme zorunlulukları bulunmamaktadır.

b) Kâr Payından Sermaye Artırımı

i) Genel Kurul Kararı

Kâr payının pay olarak dağıtılabilmesi için, kayıtlı sermaye sistemindeki halka açık ortaklıklarda kâr payının pay biçiminde dağıtılmasına ilişkin genel kurul kararının hesap dönemini izleyen beşinci ayın son iş gününe kadar alınmış olarak Kurula başvurulmuş olması zorunludur.

Esas sermaye sistemindeki halka açık ortaklıklarda ise hesap dönemini izleyen dördüncü ayın son iş gününe kadar esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekline Kurulca uygun görüş verilmesi amacıyla Kurula başvurulmuş olması ve Kurulca uygun görüş verilen esas sözleşmenin

sermayeye ilişkin maddesinin yeni şeklinin ve kâr payının pay şeklinde dağıtılmasının onaylanmasına ilişkin genel kurul toplantısının uygun görüş tarihinden itibaren bir ay içerisinde yapılması zorunludur.

ii) Esas Sermaye Sistemindeki Ortaklıklarda Kurula Başvuru ve Tescil

Esas sermaye sistemindeki halka açık ortaklıkların kâr payından karşılanmak üzere yapacakları sermaye artırımlarında, esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekline Kurulca uygun görüş verilmesi amacıyla Tebliğin 7 numaralı ekinde belirtilen belgelerle yetkili organ kararının tarihinden itibaren otuz gün içerisinde Kurula müracaat etmeleri zorunludur. Halka açık ortaklıkların kâr payından sermaye artırımlarında, iç kaynaklardan sermaye artırımında olduğu gibi, aynı süreçler söz konusudur. İç kaynaklardan sermaye artırımına göre buradaki temel farklılık, genel kurul toplantısında esas sözleşme değişikliğinin onaylanması yanında kâr payının sermayeye eklenmesine ilişkin de karar alınması gerekliliğidir.

iii) Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Ortaklıklarda Kurula Başvuru ve Tescil

Kayıtlı sermaye sistemindeki halka açık ortaklıkların kâr payından karşılanmak üzere yapacakları sermaye artırımlarında, kâr payının sermaye hesabına aktarılmasından sonra ihraç belgesinin onaylanması ve çıkarılmış sermayeyi gösteren esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekline Kurulca uygun görüş verilmesi için yetkili organ kararının tarihinden itibaren otuz gün içerisinde Tebliğin 7 numaralı ekinde belirtilen belgelerle Kurula müracaat etmeleri gereklidir.

İhraç belgesinin Kurulca onaylanması sonrasında, çıkarılmış sermayeyi gösteren esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şeklinin genel kurul kararı aranmaksızın yönetim kurulunca on gün içinde tescil ve ilan ettirilmesi gereklidir.

Diğer taraftan, iç kaynaklar ile birlikte kâr payından da sermaye artırımını yapılması durumunda, her iki düzenlemenin koşullarının sağlanması zorunludur.

1.2.3.3. Şarta Bağlı Sermaye Artırımı

a) Genel Hususlar

Kayıtlı sermaye sisteminde bulunan halka açık ortaklıklar, Kurul düzenlemelerinde şarta bağlı sermaye artırımına konu edilebileceği belirtilen borçlanma araçlarının ihracı nedeniyle ortaklıktan alacaklı olanlara, ortaklık varantı sahiplerine ya da pay edindirme programları çerçevesinde pay edinme hakkı elde eden çalışanlarına yönelik olarak dönüştürme, kullanım veya alım haklarının kullanılması suretiyle şarta bağlı sermaye artırımını gerçekleştirilmesine karar verebilir.

Şarta bağlı sermaye artırımının yapılabilmesi için yeni pay alma haklarının tamamen kısıtlanması gerekir. Halka açık ortaklıkların yapacakları şarta bağlı sermaye artırımlarında, TTK'nın 463 ile 472 nci maddeleri arasında yer alan şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin hükümleri uygulanmaz.

Şarta bağlı sermaye artırımını ile kayıtlı sermaye tavanı aşılamaz.

b) Yönetim Kurulu Kararında Bulunması Gereken Hususlar

Yönetim kurulunun şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin olarak alacağı kararda aşağıdaki bilgilere yer verilmesi zorunludur:

- Artırılacak sermaye tutarı,
- İhraç edilecek payların grubu ve türü,
- Dönüştürme, kullanım veya alım hakkından yararlanabilecek gruplar,
- Çalışanlara pay edindirme programları çerçevesinde her bir çalışan bazında verilecek pay tutarı,
- Pay alım hakkının kullanım süresi ve
- Pay tutarının hesaplanma yöntemi.

c) Kurula Başvuru

Yönetim kurulunun alacağı şarta bağlı sermaye artırımı kararından sonra, ihraç edilecek paylara ilişkin ihraç belgesine onay verilmesi amacıyla dönüştürme, kullanım veya alım haklarının kullanılmasından en az kırk beş gün önce Tebliğin 6 numaralı ekinde belirtilen belgelerin eklendiği bir dilekçe ile Kurula başvurulması zorunludur.

c) Şarta Bağlı Sermaye Artırımında Süreç

İhraç belgesinin Kurulca onaylanmasından sonra şarta bağlı sermaye artırımı kapsamında ihraç edilecek paylara ilişkin dönüştürme, kullanım veya alım hakkı süresi on iş gününü geçemez. Söz konusu payların hak sahiplerine tesliminde Tebliğin pay senetlerinin teslim zamanına ilişkin hükümler uygulanır.

Şarta bağlı sermaye artırımı sonucunda ihraç edilecek payların dönüştürme, kullanım veya alım fiyatının, payın nominal değerinden düşük olmaması esastır. Ancak dönüştürme, kullanım, veya alım fiyatının payın nominal değerinden düşük olması durumunda, Tebliğin nominal değer altında pay ihracı yoluyla sermaye artırımına ilişkin hükümleri uygulanır.

Ortaklık, paylara ilişkin dönüştürme, kullanım veya alım hakkı süresinin sona ermesinden itibaren altı iş günü içerisinde kalan payları iptal eder ve tescil ile TTSG’de ilan ettirilecek çıkarılmış sermayeyi gösteren esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekline Kurulca uygun görüş verilmesi amacıyla Kurula başvuruda bulunur. Ayrıca, şarta bağlı sermaye artırımı çerçevesinde gerçekleştirilen pay ihracının Kurula daha önce sunulan bilgi ve belgeler çerçevesinde gerçekleştirildiğine ilişkin beyan da Kurula iletilir.

Halka açık ortaklıkların Kurul düzenlemelerinde şarta bağlı sermaye artırımına konu edilebileceği belirtilen borçlanma araçlarının ve ortaklık varantlarının ihracıyla bağlantılı olarak yapacakları şarta bağlı sermaye artırımları için Tebliğde hüküm bulunmayan hallerde Kurulun borçlanma araçları ile ortaklık varantlarının ihracına ilişkin düzenlemelerinde yer alan hükümler uygulanır.

d) Halka Açık Olmayan Ortaklıklara İlişkin Özel Hususlar

Halka açık olmayan ortaklıkların Kurul düzenlemelerinde şarta bağlı sermaye artırımına konu edilebileceği belirtilen borçlanma araçlarını ihraç etmeleri ve bu ihracın şarta bağlı sermaye artımı ile sonuçlanacak olması durumunda, bu borçlanma araçlarının tahsisli olarak ihraç edilmesi zorunludur. Bu ortaklıkların Kurul düzenlemelerinde şarta bağlı sermaye artırımına konu edilebileceği belirtilen borçlanma araçlarının ihracıyla bağlantılı olarak yapacakları şarta bağlı sermaye artırımlarında TTK hükümleri uygulanır.

Halka açık olmayan ortaklıkların çalışanlarına pay edindirme programları çerçevesinde gerçekleştirecekleri şarta bağlı sermaye artırımı için Kurula başvurulması gerekmez.

Söz konusu ortaklıkların şarta bağlı sermaye artırımı sonucunda ortak sayısının beş yüzü aşması durumunda, Tebliğin bu çalışmaya konu olmayan “*Ortak Sayısı Nedeniyle Payları Halka Arz Olunmuş Ortaklıklar*” başlıklı 34 üncü maddesi hükümleri uygulanır.

1.2.3.4. Nominal Değerin Altında Pay İhracı Yoluyla Sermaye Artırımı

a) Genel Esaslar

Payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklar, sermaye artırım kararının kamuya açıklanma tarihinden önceki otuz gün içinde paylarının borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalamasının nominal değerinin altında olması durumunda, yapacakları sermaye artırımında paylarını nominal değerinin altında bir fiyattan ihraç edebilir. Bu durumda ortaklığın tescil edilen sermayesi, nominal değer üzerinden tespit olunur.

Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklar nominal değer altında pay ihraç edemezler.

b) İhraç Edilecek Payların Fiyatı

Nominal değerinin altında pay ihracı, payların halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satılması suretiyle gerçekleştirilebilir. İhraç edilecek payların fiyatı, sermaye artırım kararının kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasından aşağı olamaz.

c) İmtiyazların Durumu

Ortaklıkta belirli pay gruplarına veya belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine imtiyaz tanınmış olması durumunda, sermaye artırımına ilişkin Kurulca onaylı izahname ya da ihraç belgesinin ihraççıya verilmesinden önce, esas sözleşmede gerekli değişikliklerin yapılması suretiyle imtiyazlara son verilmesi şarttır.

İmtiyazlara son verilmeyerek nominal değer altında sermaye artırım işleminin yapılması için ortaklığın yönetiminde kontrol sahibi olan kişiler ve/veya sermayesinde imtiyazlı paya sahip bulunan ortaklar tarafından nominal değer altında pay ihracı öncesinde, Kanunun 25 inci maddesi¹² çerçevesinde diğer ortaklara pay alım teklifinde bulunulması zorunludur.

ç) Halka Arz Edilmeksizin Yapılan İhraçlarda Özel Şartlar

Halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda nominal değer altında pay ihracı yoluyla sermaye artırımı yapılabilmesi için yetkili organ kararı ile yeni pay alma haklarının tamamen kısıtlanması gerekir. Nominal değer altında yapılacak pay ihracının halka arz edilmeksizin gerçekleştirilmesi halinde, sermaye artırımı sonrasında en az bir yıl boyunca aşağıdaki konulara ilişkin olarak ortaklık tarafından bir rapor hazırlanarak bu raporun başvuru aşamasında Kurula sunulması ve KAP'ta yayımlanmak suretiyle kamuya duyurulması zorunludur:

- Ortaklık bünyesinde gerçekleştirilecek yatırımlar,
- Sermaye artırımından elde edilecek fonların kullanım yeri,
- Ortaklık borçlarının ödenip ödenmemesi ve
- Varsa ortaklık bünyesinde gerçekleştirilmesi planlanan diğer önemli işlemler.

Aşağıda “g) Sermaye Artırımından Elde Edilen Payları Satma Yasağı” başlıklı bölümde verilen ortaklığın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklar için getirilen satış yasağı, halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen ihraçtan pay alan tüm gerçek ve tüzel kişiler için de uygulanır.

d) Kurula Başvuru

Halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek tüm pay ihraçlarında Tebliğde belirtilen belgeler ile Kurula başvurulur.

e) Risk Bildirim Formu

Artırılan sermayeyi temsil eden payları satın alacak yatırımcıların talebinin alınmasından önce, ortaklığın içinde bulunduğu genel durumu açıklayan ve içeriği Türkiye Sermaye Piyasaları Birliğince belirlenen risk bildirim formunun kullanılması ve bu formun sermaye artırımına katılacak yatırımcılarca imzalanması zorunludur.

Satış işleminin elektronik kanallar dahil diğer iletişim vasıtaları kullanılarak gerçekleştirilmesi durumunda, bu yükümlülük işlemin gerçekleştirilmesinden önce söz konusu formun yatırımcı tarafından okunduğunun yatırımcı tarafından elektronik ortamda onaylanması suretiyle de yerine getirilebilir.

f) Sermaye Artırımından Elde Edilen Payları Satma Yasağı

İhraç edilecek payların halka arz edilerek satılmak istenmesi durumunda, ortaklığın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların yeni pay alma haklarının tamamını kullanmaları zorunlu olup, bu ortaklar bu suretle elde edecekleri payları borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle borsada satamazlar. Söz konusu kişiler izahnamenin onaylanmasına ilişkin başvuru sırasında, konuya ilişkin taahhüdü Kurula iletirler. Söz konusu kişilerin taahhütlerine ve bunların içeriğine

¹² SPKn Madde 25 – (1) Halka açık ortaklıklarda, gönüllü ya da önemli nitelikteki işlemler nedeniyle zorunlu pay alım teklifi yapılması ile ilgili usul ve esaslar Kurulca belirlenir.

(2) Pay alım teklifinin Kurul tarafından yasaklandığı durumlarda, yasaklanan teklife dayanılarak gerçekleştirilen işlemler geçersizdir.

izahnamede yer verilir. Yönetim kontrolünün belirlenmesinde, daha önce belirtildiği üzere Kanunun 26 ncı maddesinin ikinci fıkrası hükmü esas alınır.

Bir yıllık bu süre içinde söz konusu payların kısmen veya tamamen borsa dışında satılması veya devredilmesi durumunda Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde özel durum açıklaması yapılması zorunludur. Ortaklığın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların borsa dışında satacakları nominal değerin altında ihraç edilen paylarını alanlar da bu sınırlamaya tabidir.

g) Payların Borsada İşlem Görmesi ve Finansal Tablolarda İzlenmesi

Nominal değerin altında pay ihracı yoluyla yapılacak sermaye artımında ihraç edilecek paylar borsada diğer paylarla aynı şekilde işlem görür.

İhraç edilecek payların nominal değeri ile ihraç değeri arasındaki fark, öz kaynaklarda indirim kalemi olarak izlenir. Bu tutar, genel kurul kararı ile izleyen dönemlerde sermayeye eklenebilecek öz kaynak kalemlerinden mahsup edilebilir. Mahsup işlemi tamamlanmadan kâr dağıtımı yapılamaz.

1.2.4. Sermaye Azaltımı

a) Genel Esaslar

Sermaye azaltımında pay sahipleri arasında eşitsizlik yaratmayacak bir yöntemin belirlenmesi esastır. Bununla birlikte sermaye azaltım işlemlerinin pay sahipleri arasında eşitsizlik yaratacak şekilde yapılmasının planlanması durumunda, kendi aleyhine eşitsizlik yaratılacak pay sahiplerinin tamamının onayının alınması zorunludur.

Sermaye azaltımı işlemlerinin usulüne uygun olarak sonuçlandırılması, ortaklık yönetim kurulunun sorumluluğundadır.

b) Borsa Fiyatına İlişkin Şart

Payları borsada nominal değerinin altında işlem gören ortaklıklar bilanço açığının kapatılması amacıyla sermaye azaltımı yapabilir. “*Bilanço açığı*”, ortaklığın Kurul düzenlemelerine göre hazırlanmış, bağımsız denetimden geçirilmiş ve genel kurulca onaylanmış son yıllık finansal tablolarındaki geçmiş yıl zararları ile dönem zararlarının toplamını ifade eder.

Yapılacak sermaye azaltımı ile münhasıran bilanço açığı kapatılır. Sermaye azaltımına konu tutarın, yapılacak sermaye azaltımı sonrasında hesaplanacak payların düzeltilmiş borsa fiyatının payların nominal değerinin yüzde yirmi fazlasını aşmayacak şekilde belirlenmesi zorunludur. Bu hususa uyulmadan yapılacak başvurular Kurulca işleme alınmaz.

Şirket paylarının borsada nominal değerinin altında işlem görüp görmediğinin tespitinde, sermaye azaltım kararının kamuya açıklandığı tarihten önceki 30 gün içerisinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması dikkate alınır.¹³

c) Bağımsız Denetçi Görüşü

Bağımsız denetçi tarafından olumsuz görüş bildirilmiş veya görüş vermekten kaçınılmış finansal tablolar, sermaye azaltımı işlemlerine esas teşkil edemez.

ç) İmtiyazların Durumu

Ortaklıklar tarafından sermaye azaltımı yapılmak istenmesi ve ortaklıkta belirli pay gruplarına veya belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine imtiyaz tanınmış olması durumunda, yapılacak sermaye azaltımı nedeniyle değişmesi gereken esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesi hakkında Kurulca uygun görüş verilmiş tadil tasarısının ihraççıya verilmesinden önce, esas sözleşmede gerekli değişikliklerin yapılması suretiyle imtiyazlara son verilmesi şarttır.

İmtiyazlara son verilmeyerek sermaye azaltım işleminin yapılması için ortaklığın yönetiminde kontrol sahibi olan kişiler ve/veya sermayesinde imtiyazlı paya sahip bulunan ortaklar tarafından

¹³ Kurulun i-SPK.128.8 (29.08.2014 tarihli ve 26/856 s.k.) sayılı ilke kararı ile düzenlenmiştir.

sermaye azaltımı öncesinde, Kanunun 25 inci maddesi¹⁴ çerçevesinde diğer ortaklara pay alım teklifinde bulunulması zorunludur.

d) Sermaye Azaltımı ile Eş Anlı Olarak Sermaye Artırımı Yapılması

Ortaklıkların bilanço açığının bulunmaması veya yapılacak sermaye azaltım tutarının bilanço açığından fazla olması durumunda, ortaya çıkacak olan fazlalık için yapılacak sermaye artırımına, sermaye azaltımı eş anlı olarak karar verilmesi gerekir. Bu takdirde yapılacak sermaye artırımının asgari olarak söz konusu fark kadar olması zorunludur. Sermaye artırımına ilişkin izahnamenin Kurulca onaylanmasına ilişkin başvuru sermaye azaltımına ilişkin olarak Kurula yapılacak başvuru ile birlikte yapılır.

Sermaye azaltımı ile sermaye artırımına eş anlı olarak karar verilmesi sonucunda, önceki ve sonraki sermaye tutarları arasında herhangi bir değişiklik olmasa bile, esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin tadil edilerek bu maddeye söz konusu işlemi açıklayan bir hükmün eklenmesi zorunludur.

e) Fon Çıkışı Gerektirmeyen Sermaye Azaltımları

Fon çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımları, sadece pay sayısının azaltılması suretiyle yapılabilir. Fon çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımlarında TTK'nın 473 üncü maddesinin ikinci fıkrası¹⁵ ile 474 üncü¹⁶ ve 475 inci¹⁷ maddeleri uygulanmaz.

f) Sermaye Azaltımlarında İzlenecek Yöntem

Yukarıda "1.2.6.4. İmtiyazların Durumu" başlıklı bölümde yer verilen esaslar saklı kalmak kaydıyla, ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminde olup olmadığına bakılmaksızın sermaye azaltımlarında aşağıdaki işlemlerin yapılması gerekir.

i) Esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekline uygun görüş alınmak üzere Tebliğin 8 numaralı ekinde belirtilen belgeler ile ayrıca sermaye azaltımı ile eş anlı olarak sermaye artırımını yapılması durumunda Tebliğin 3 numaralı ekinde belirtilen belgeler ile, Kurula başvurulur.

ii) Madde tadil tasarısı için ortaklığın tabi olduğu özel mevzuatlar uyarınca başka bir kurumun da izni ya da onayı gerekiyorsa, söz konusu izin ve onaylar alınır ve gerekli diğer prosedürler yerine getirilir.

iii) Sermayenin azaltılmasının nedenlerine, sermaye azaltımının hangi esaslar çerçevesinde yapılacağına, söz konusu azaltımın ortaklık malvarlığında herhangi bir eksilmeye yol açmayacağına ve ortaklığa sağlayacağı faydalara ilişkin olarak yönetim kurulunca hazırlanacak raporun en geç sermaye azaltımının görüşüleceği genel kurul toplantısına ilişkin gündemle birlikte ortaklara duyurulması, ortaklık merkezinde ortakların incelemesine hazır bulundurulması ve bu raporun genel kurulca onaylanması zorunludur.

¹⁴ SPKn Madde 25 – (1) Halka açık ortaklıklarda, gönüllü ya da önemli nitelikteki işlemler nedeniyle zorunlu pay alım teklifi yapılması ile ilgili usul ve esaslar Kurulca belirlenir.

(2) Pay alım teklifinin Kurul tarafından yasaklandığı durumlarda, yasaklanan teklife dayanarak gerçekleştirilen işlemler geçersizdir.

¹⁵ TTK Madde 473/2 -Sermayenin azaltılmasına rağmen şirket alacaklılarının haklarını tamamen karşılayacak miktarda aktifin şirkette varlığı belirlenmiş olmadıkça sermayenin azaltılmasına karar verilmez.

¹⁶ TTK Madde 474 - (1) Genel kurul esas sermayenin azaltılmasına karar verdiği takdirde, yönetim kurulu, bu kararı şirketin internet sitesine koyduktan başka, 35 inci maddede anılan gazetede ve aynı zamanda esas sözleşmede öngörüldüğü şekilde, yedişer gün arayla, üç defa ilan eder. İlanda alacaklılara, Türkiye Ticaret Sicili Gazetesindeki üçüncü ilandan itibaren iki ay içinde, alacaklarını bildirerek bunların ödenmesini veya teminat altına alınmasını isteyebileceklerini belirtir. Şirketçe bilinen alacaklılara ayrıca çağrı mektupları gönderilir.

(2) Sermaye, zararlar sonucunda bilançoda oluşan bir açığı kapatmak amacıyla ve bu açıklar oranında azaltılacak olursa, yönetim kurulunca alacaklıları çağdırmaktan ve bunların haklarının ödenmesinden veya teminat altına alınmasından vazgeçilebilir.

¹⁷ TTK Madde 475 - (1) Sermaye, ancak alacaklılara verilen sürenin sona ermesinden ve beyan edilen alacakların ödenmesinden veya teminat altına alınmasından sonra azaltılabilir; aksi hâlde alacaklılar şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinde sermayenin azaltılması işleminin tescilinin ilan edilmesinden itibaren iki yıl içinde sermayenin azaltılmasının iptali davası açabilirler. Teminatın yetersizliği hâlinde de yargı yolu açıktır.

(2) Azaltıma kararının uygulanabilmesi için, pay senetleri miktarının, değiştirme veya damgalama yoluyla ya da diğer bir şekilde azaltılmasının gerekli olduğu hâllerde bu husus için yapılan ihtarla rağmen geri verilmeyen pay senetleri şirketçe iptal edilebilir. Tebliğde şirkete geri verilmeyen senetlerin iptal edilecekleri yazılır.

(3) Pay sahiplerinin, değiştirilmek üzere şirkete geri verdikleri pay senetlerinin miktarı, karar gereğince değiştirmeye yetmezse, bu senetler iptal olunarak bunların karşılığında verilmesi gereken yeni senetler satılıp paylarına düşen miktar şirkette saklanır.

(4) Yukarıdaki fıkralarla, 473 ve 474 üncü maddelerde yazılı şartlara uyulmuş olduğunu gösteren belgeler ibraz edilmedikçe esas sermayenin azaltılmasına dair karar ve sermayenin gerçekten azaltılmış olması olgusu ticaret siciline tescil olunamaz.

iv) Sermayenin azaltılmasına ilişkin esas sözleşme değişikliği ile konuya ilişkin yönetim kurulu raporu esas sözleşme değişikliğine ilişkin Kurul uygun görüşü tarihinden itibaren azami altı ay içinde yapılacak genel kurul toplantısında karara bağlanır. Altı ay içerisinde genel kuruldan geçirilerek onaylanmayan tadil tasarısı geçerliliğini yitirir. Söz konusu genel kurul kararı alınırken varsa oydaki imtiyazlar kullanılamaz. Sermaye azaltımı imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal ediyorsa, imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunun da esas sözleşme değişikliğini ve yönetim kurulu raporunu onaylaması gerekir. İmtiyazlı pay sahipleri özel kurulu hakkında TTK'nın 454 üncü maddesi¹⁸ uygulanır. Sermaye azaltımının karara bağlanacağı genel kurul toplantısındaki toplantı ve karar nisabı, Kanunun 29 uncu maddesinin altıncı fıkrasındaki¹⁹ esaslara göre tespit edilir.

v) Genel kurulca alınan sermaye azaltım kararı ile onaylanmış yönetim kurulu raporu, genel kurul tarihini takiben on beş gün içerisinde ticaret siciline tescil ettirilerek TTSG'de ilan edilir.

g) Sermaye Artırımından Elde Edilen Payları Satma Yasağı

Sermaye azaltımı ile eş anlı olarak ya da sermaye azaltımının sonuçlanmasından itibaren iki yıl içerisinde yapılacak sermaye artırımlarında, yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların yeni pay alma haklarının tamamını kullanmaları zorunlu olup, bu suretle elde edecekleri payları, ihraç edilen payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle borsada satamazlar.

Söz konusu kişiler izahnamenin onaylanmasına ilişkin başvuru sırasında, konuya ilişkin taahhüdü Kurula iletirler. Söz konusu kişilerin taahhütlerine ve bunların içeriğine izahnamede yer verilir. Yönetim kontrolünün belirlenmesinde yukarıda açıklandığı üzere Kanunun 26 ncı maddesinin ikinci fıkrası hükmü esas alınır.

Bu bölümde belirtilen süre içinde söz konusu payların kısmen veya tamamen bu bölümde belirtilen şekilde borsa dışında satılması veya devredilmesi durumunda Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde özel durum açıklaması yapılması zorunludur. Ortaklığın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların borsa dışında satacakları ve bu bölümde belirtilen şekilde ihraç edilen paylarını alanlar da bu sınırlamaya tabidir.

ğ) Risk Bildirim Formu

¹⁸ TTK Madde 454 - (1) Genel kurulun esas sözleşmenin değiştirilmesine, yönetim kuruluna sermayenin artırılması konusunda yetki verilmesine dair kararıyla yönetim kurulunun sermayenin artırılmasına ilişkin kararı imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek nitelikte ise bu karar anılan pay sahiplerinin yapacakları özel bir toplantıda, aşağıdaki hükümler uyarınca, alacakları bir kararla onanmadıkça uygulanamaz.

(2) Yönetim kurulu, en geç genel kurul kararının ilan edildiği tarihten itibaren bir ay içinde özel kurulu toplantıya çağırır. Aksi hâlde, her imtiyazlı pay sahibi yönetim kurulunun çağrı süresinin son gününden başlamak üzere, onbeş gün içinde, bu kurulun toplantıya çağırılmasını şirketin merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesinden isteyebilir.

(3) Özel kurul imtiyazlı payları temsil eden sermayenin yüzde altmışının çoğunluğuyla toplanır ve toplantıda temsil edilen payların çoğunluğuyla karar alır. İmtiyazlı pay sahiplerinin haklarının ihlal edildiği sonucuna varılırsa karar gerekçeli bir tutanakla belirtilir. Tutanak on gün içinde şirket yönetim kuruluna teslimi zorunludur. Tutanakla birlikte, genel kurul kararının onaylanmasına olumsuz oy verenlerin, en az nisabı oluşturan sayıda imzalarını içeren liste ile bu maddenin sekizinci fıkrası hükmü gereği açılacak dava için geçerli olmak üzere ortak bir tebliğat adresi de yönetim kuruluna verilir. Tutanak, birlikte verilen bilgilerle beraber tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan edilir. Bu hükümdeki şartlara uyulmadığı takdirde özel kurul kararı alınmamış sayılır.

(4) Genel kurulda, imtiyazlı payların sahip veya temsilcileri, esas sözleşmenin değiştirilmesine, üçüncü fıkrafta öngörülen toplantı ve karar nisabına uygun olarak olumlu oy vermişlerse ayrıca özel toplantı yapılmaz.

(5) Çağrıya rağmen, süresi içinde özel kurul toplanamazsa, genel kurul kararı onaylanmış sayılır.

(6) Özel kurul toplantısında, 407 nci maddenin üçüncü fıkrası çerçevesinde, Bakanlık temsilcisi de hazır bulunur ve tutanağı imzalar.

(7) Yönetim kurulu, özel kurulun onaylamama kararı aleyhine, karar tarihinden itibaren bir ay içinde, genel kurulun söz konusu kararının pay sahiplerinin haklarını ihlal etmediği gerekçesi ile, bu kararın iptali ile genel kurul kararının tescili davasını, şirketin merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesinde açabilir.

(8) İptal davası, genel kurul kararının onaylanmasına olumsuz oy kullananlara karşı yöneltilir.

¹⁹ SPKN Madde 29/6 - Halka açık ortaklıklarda yeni pay alma haklarının kısıtlanmasına, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kuruluna yeni pay alma haklarını kısıtlama yetkisinin verilmesine, sermaye azaltımına ve 23 üncü maddenin birinci fıkrasına göre belirlenen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararların genel kurulca kabul edilebilmesi için, esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi şartı aranır. Ancak, toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunması hâlinde, esas sözleşmede açıkça daha ağır nisaplar öngörülmedikçe, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu ile karar alınır. Bu işlemlerde, 6102 sayılı Kanunun 436 ncı maddesinin birinci fıkrasına göre taraf olan ortaklar bu işlemlerin onaylanacağı genel kurul toplantılarında oy kullanamazlar. Bu fıkrafta belirtilen nisapları hafifleten esas sözleşme hükümleri geçersizdir.

Sermaye azaltımı ile eş anlı olarak ya da sermaye azaltımının sonuçlanmasından itibaren iki yıl içerisinde yapılacak sermaye artırımlarında, artırılan sermayeyi temsil eden payları satın alacak yatırımcıların talebinin alınmasından önce, ortaklığın içinde bulunduğu genel durumu açıklayan ve içeriği Türkiye Sermaye Piyasaları Birliğince belirlenen risk bildirim formunun kullanılması ve bu formun sermaye artırımına katılacak yatırımcılarca imzalanması zorunludur. Satış işleminin elektronik kanallar dahil her türlü iletişim kanalları kullanılarak gerçekleştirilmesi durumunda, bu yükümlülük işlemin gerçekleştirilmesinden önce söz konusu formun yatırımcı tarafından okunduğunun yatırımcı tarafından elektronik ortamda onaylanması suretiyle de yerine getirilebilir.

1.2.5. Halka Arzlarda Özellikli Durumlar

a) Ön Talep Toplama

Payların ilk halka arzında veya Tebliğin halka açık ortaklıkların paylarının ikincil halka arzına ilişkin işlemlerde, halka arza ilişkin izahnamenin Kurulca onaylanmasından önce belirli bir fiyat aralığından, yatırımcıların olası talepleri, talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturmaksızın, yetkili kuruluşlar tarafından toplanabilir. Ön talep toplayabilmek için izahname onay başvurusunun yapılmış olması gerekir. Bu durumda izahnamenin Kurulca onaylanmasına ilişkin süre, ön talep toplama sonuçlarının Kurula iletilmesinden sonra başlar.

Ön talep toplama, Kurulca ön talep toplamaya izin verilmesinden sonra başlar.

Ön talebin toplanacağı yerlerde, ortaklığın esas sözleşmesi, izahnamede yer alması gereken finansal tablolar ile bunlara ilişkin bağımsız denetim raporları ve aynı dönemleri kapsayan faaliyet raporlarının talep edenlere bedelsiz olarak verilmesi zorunludur.

Ön talep toplama süresi on iş gününden fazla olamaz. Ön talep toplanmasına başlamadan en az bir iş günü önce ön talep toplama başlangıç ve bitiş tarihleri yetkili kuruluş tarafından Kurula bildirilir.

Ön talep toplama sonuçları ön talep toplama süresinin bitimini takip eden iki iş günü içerisinde yetkili kuruluş tarafından Tebliğin 9 numaralı ekinde yer alan forma uygun olarak Kurula iletilir. Ön talep toplamadan elde edilen sonuçlar, hiç bir şekilde kamuya açıklanamaz ve reklam amacıyla kullanılamaz.

Kurulca onaylanması amacıyla sunulan izahnamenin ilanına ilişkin Kurulun ilgili düzenlemelerinde yer alan hükümler saklıdır.

b) Ön Talep Toplama Duyurusu ve İlanı

Ön talep toplama, duyuru ilanı ile veya ilansız olarak yapılabilir. Ön talep toplama duyurusunun içeriği ihraççının ya da ihraç edilecek payların mevcut koşullarına ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikirler edinmelerine yol açmayacak şekilde ihraççı tarafından serbestçe belirlenir.

Duyuru ilanı ile ön talep toplama yönteminin kullanılması halinde ilan öncesinde ön talep toplama duyurusunun Kurulca onaylanması zorunlu olup, ihraççı ya da halka arz edenler tarafından izahnamenin ilan edileceği yerlerde ilan edilecek olan ön talep toplama duyurusunun başında büyük harflerle ve dikkat çekecek şekilde;

“Bu paylara ilişkin izahname Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanmamış olup, onaydan önce payların satışı mümkün değildir. Payların satışı izahnamenin onaylanmasından sonra gerçekleşecek olup yatırım kararının söz konusu izahnamenin incelenmesinden sonra verilmesi gerekmektedir. Ön talep toplama, sadece satılabilecek payların nominal değerinin ve fiyatının tespiti amacıyla uygulanan anket niteliğinde bir işlemdir ve kesin talebin ve satışın aynı tutarda gerçekleşeceği anlamına gelmemektedir. Ayrıca, fiyat ve nominal değer kesin satış sırasında değiştirilebilir. Ön talep toplama ile toplanan talepler talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturmaz.” ifadesine aynen yer verilir.

Duyuru ilanı ile ön talep toplama yönteminin kullanılması halinde, ön talepte bulunanlara satışta öncelik ve/veya teşvik sağlanabilir. Buna ilişkin esaslara ön talep toplama duyurusunda yer verilir. Ön talepte bulunanlara satışta öncelik ve/veya teşvik sağlanması durumunda, ön talep toplanmasından sonra izahnamede konuya ilişkin ayrıca bilgi verilir.

Ön talep toplama duyurusunun ilanından sonra payların halka arzından vazgeçilmesi halinde, bu husus ön talep toplama duyurusu ile aynı şekilde ilan edilir.

c) Ek Pay Satışı

Ek pay satışı, talep toplama sonucunda toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde, fazla talebin karşılanması amacıyla azami nominal değeri daha önce belirlenen ve kamuya duyurulan payların dağıtımına tabi tutulacak toplam payların nominal değerine ilave edilmesini ifade eder.

Tebliğin bu çalışmaya konu olmayan “*Halka Açık Olmayan Ortaklıkların Ortaklarına Ait Mevcut Paylarının Halka Arzı*” başlıklı 6 ncı ve “*Halka Açık Olmayan Ortaklıkların Paylarının Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arzı*” başlıklı 7 nci maddelerinde belirtilen işlemler ile yukarıda verilen “1.2.2. *Halka Açık Ortaklıkların Paylarının İkincil Halka Arzı*” başlıklı bölüm çerçevesinde gerçekleştirilecek ortaklara ait mevcut payların satışında, toplanan kesin talebin satışa sunulan payların nominal değerinden fazla olması halinde izahnamede gerekli açıklamaların yapılması koşuluyla, bu talebi karşılamak amacıyla *ek pay satışı* gerçekleştirilebilir. Ek pay satışı, ortaklığın TTK’nın 379 uncu maddesi²⁰ uyarınca iktisap ettiği payların satışı suretiyle yapılamaz.

Ek pay satışına konu payların halka arz edilecek paylar ile aynı hakları taşıması zorunludur.

Ek pay satışına konu toplam paylar, ek pay satışı öncesi halka arz edilen payların nominal değerinin yüzde yirmisini aşamaz.

Ek pay satış hakkının kullanılıp kullanılmadığı, kullanıldıysa sonuçları hakkında bilgi aracı kurum tarafından özel durum açıklamasıyla KAP’ta kamuya açıklanır.

ç) Ödünç Alımlı Ek Pay Satışı

Ek pay satışına konu paylar, ortaklar tarafından satılabileceği gibi halka arzda satışa aracılık eden aracı kurumlardan biri tarafından ortaklardan ödünç alınarak ödünç alımlı satış yoluyla da satılabilir. *Ödünç alımlı ek pay satışı* ek satışa konu payların ödünç alınmak suretiyle satışını ifade eder.

Ek pay satışına konu payların halka arzda satışa aracılık edecek aracı kurumlardan biri tarafından ödünç alımlı satış yoluyla satılacak olması halinde, aracı kurumla ortaklar arasında imzalanacak ödünç sözleşmesi çerçevesinde, paylar, satışı gerçekleştiren aracı kurum tarafından mevcut ortaklardan ödünç alınarak yatırımcılara teslim edilir. Ödünç alımlı satış işlemini gerçekleştiren aracı kurumun ödünç işleminden kaynaklanan yükümlülüğünü, ödünç sözleşmesinde yer alan esaslar çerçevesinde, payların borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren otuz gün içerisinde kapatması zorunludur.

Ödünç sözleşmesinin ödünç alınan payların aracı kurum tarafından paylarını ödünç veren ortaklardan halka arz fiyatından satın alınmasını kapsayan bir alım hakkını içermesi zorunludur. Bu sözleşmede alım hakkını kullanma süresi en çok otuz gün olarak belirlenir. Bu sürenin başlangıcı payların borsada işlem görmeye başladığı tarihtir. Sözleşmeyi imzalayan aracı kurum, ödünç aldığı payları, ilgili paylar borsada işlem görmeye başladıktan sonra alım hakkı kullanım süresi içinde borsadan satın alarak ortaklara teslim edebileceği gibi, bu süre içinde söz konusu sözleşme çerçevesinde alım hakkını kullanmak suretiyle ortaklara ilgili payların bedellerini ödemek yoluyla da yükümlülüğünü kapatabilir.

²⁰ TTK Madde 379 - (1) Bir şirket kendi paylarını, esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya bir işlem sonunda aşacak olan miktarda, ivazlı olarak iktisap ve rehin olarak kabul edemez. Bu hüküm, bir üçüncü kişinin kendi adına, ancak şirket hesabına iktisap ya da rehin olarak kabul ettiği paylar için de geçerlidir.

(2) Payların birinci fıkraya hükmüne göre iktisap veya rehin olarak kabul edilebilmesi için, genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi şarttır. En çok beş yıl için geçerli olacak bu yetkide, iktisap veya rehin olarak kabul edilecek payların itibari değer sayıları belirtilerek toplam itibari değerleriyle söz konusu edilecek paylara ödenebilecek bedelin altı ve üst sınırı gösterilir. Her izin talebinde yönetim kurulu kanuni şartların gerçekleştiğini belirtir.

(3) Birinci ve ikinci fıkralardaki şartlara ek olarak, iktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra, kalan şirket net aktifi, en az esas veya çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olmalıdır.

(4) Yukarıdaki hükümler uyarınca, sadece, bedellerinin tümü ödenmiş bulunan paylar iktisap edilebilir.

(5) Yukarıdaki fıkralarda yer alan hükümler, ana şirketin paylarının yavru şirket tarafından iktisabı hâlinde de uygulanır. Pay senetleri borsada işlem gören şirketler hakkında, Sermaye Piyasası Kurulu şeffaflık ilkeleri ile fiyata ilişkin kurallar yönünden gerekli düzenlemeleri yapar.

Aracı kurumun ödünç sözleşmesinden kaynaklanan yükümlülüğünü kapatmak için borsada gerçekleştirebileceği alımlarda Tebliğin bu çalışmaya konu olmayan “*Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler*” başlıklı 11 inci maddesinde yer alan fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde uygulanan emir ve fiyat kurallarına uyması zorunludur.

Ödünç sözleşmesinden kaynaklanan yükümlülüğün kapatıldığı gün, Tebliğ’in 10 numaralı ekinde yer alan bilgiler ile varsa ödünç sözleşmesinin şartlarında veya uygulamasındaki her türlü değişiklik, işlemi gerçekleştiren aracı kurum tarafından özel durum açıklamasıyla KAP’ta kamuya duyurulur.

Gerçekleştirilecek ödünç alımlı satış işlemlerinde Kurulun sermaye piyasası araçlarının kredili alım, açığa satış ve ödünç alma ve verme işlemlerine ilişkin düzenlemeleri uygulanmaz.

Ödünç alımlı satış işlemini gerçekleştirebilecek aracı kurumlara ilişkin şartlar Kurul tarafından belirlenir.

Ödünç alımlı satış işlemine ilişkin kayıtlar, işlemi gerçekleştiren aracı kurum tarafından tutulur ve işlemlerin sona ermesinden itibaren beş yıl süreyle ihraççı veya paylarını halka arz edenlerin incelemesine açık tutulur.

Ödünç alımlı satış işlemlerinin Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde yürütülmesinden işlemi gerçekleştiren aracı kurum sorumludur.

1.2.6. Payların Borsada İşlem Gören Niteliğe Dönüştürülmesi

Payları borsada işlem gören ortaklıkların borsada işlem görmeyen nitelikteki payları, MKK’nın belirlediği esaslar çerçevesinde pay sahibi tarafından MKK üyesi yetkili kuruluşlar vasıtasıyla MKK’ya yapılacak talep üzerine Kurul ücretinin Kurulca belirlenen hesaba yatırılmasından sonra borsada işlem gören niteliğe dönüşür ve borsada satılabilir.

Kurul ücreti, payların nominal değeri ile yetkili kuruluş tarafından talebin iletilildiği tarihten önceki borsa kapanış fiyatı, borsa kapanış fiyatının oluşmadığı durumda en son işlem gördüğü kapanış fiyatı arasındaki fark üzerinden ve Tebliğde belirtilen oranlar üzerinden hesaplanır.

MKK, borsada işlem gören niteliğe dönüştürülmek istenen payların nominal değerini, başvuruyu yapan kişilerin isim veya unvanını günlük olarak toplu halde KAP vasıtasıyla kamuya duyurur. Ayrıca, her ayı takip eden beş iş günü içinde Kurula yazılı olarak bildirir.

Kurul tarafından aksi bildirilmedikçe paylar, MKK duyurusundan itibaren iki iş gününden sonra satılabilir. Bu süre Özelleştirme İdaresi Başkanlığı’nın yürüttüğü pay satışları için uygulanmaz.

Borsanın ilgili pazarında ya da piyasasında gerçekleşen *toptan satışlarda* bu bölümde yer alan hükümler uygulanmaz. Ancak, ortaklara ait toptan satışa konu borsada işlem görmeyen nitelikteki mevcut payların aynı zamanda borsada işlem gören niteliğe dönüştürülmek istenmesi durumunda, yukarıda belirtilen MKK duyurusundan itibaren iki iş gününden sonra satılma şartı uygulanmaz. Bu durumda, paylar toptan satışın gerçekleştiği tarihte borsada işlem gören niteliğe dönüşür.

Sermaye artırımını yoluyla halka arz edilmeksizin borsada işlem görmeyen nitelikte ihraç edilen payları veya borsanın ilgili pazarında ya da piyasasında gerçekleşen ortaklara ait mevcut payların satışından borsada işlem görmeyen nitelikteki payları alacak yatırımcıların, bu payları borsada işlem gören niteliğe dönüştürerek satabilmesi için bu bölümde belirtilen esaslara uyulması zorunludur.

1.2.7. Paylara İlişkin Ortak Hükümler

a) Kurul Ücreti

Ortaklıklar ya da halka arz edenler, satışı yapılacak payların, nominal değerinden aşağı olmamak üzere, ihraç değerinin binde ikisi tutarında ücreti ihraç belgesinin veya sermaye piyasası aracı notu ile özetin veya tek belgeden oluşması durumunda izahnamenin Kurulca onaylanarak ortaklığa veya halka arz edene teslimi öncesinde Kurul adına açılan hesaba yatırmak zorundadır.

Ancak payların ilk halka arzında, payların halka arz fiyatı ile nominal değeri arasındaki farka

ilişkin kısmı için hesaplanan Kurul ücreti binde bir olarak uygulanır. Payların ilk halka arzında ayrıca ortaklığın satışı yapılmayacak paylarının nominal değeri üzerinden binde iki tutarında Kurul ücreti alınır.

Halka açık ortaklıkların kar payı ve emisyon primi dahil iç kaynaklarının sermayeye eklenmesi halinde, artırılan sermaye üzerinden alınacak Kurul ücreti, artırılan tutarın binde ikisi oranında uygulanır.

Diğer taraftan, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 24.06.2016 tarihli duyurusu ile şirketlerimizin halka açılmasını teşvik etmek ve üzerlerindeki finansman maliyetlerini azaltmak amacıyla halka açılmalarda ve ikincil halka arzlarında alınan Kurul kayıt ücretlerinde %50 oranında indirim yapılmıştır.

Kanunun 16 ncı maddesi uyarınca payları halka arz olunmuş sayılan ve borsada işlem görmeyen ortaklıkların, payları borsada işlem görmeye başladığı tarih itibarıyla paylarının nominal değeri ile bu payların borsadaki referans fiyatı arasındaki fark üzerinden binde sıfır oranında Kurul ücreti alınır.

Şarta bağlı sermaye artırımını sonucunda ihraç edilecek paylara ilişkin Kurul ücreti, dönüştürme, kullanım ya da alım hakkının kullanımına esas teşkil eden ihraç değeri üzerinden hesaplanır.

b) İzahnamenin Geçerlilik Süresi Boyunca Yapılacak Halka Arzlar

Kurulca onaylanan izahnamenin geçerlilik süresi boyunca yapılacak pay halka arzlarında, her satıştan önce Tebliğin 11 numaralı ekinde yer alan belgelerin eklendiği bir dilekçe ile Kurula başvurulur.

c) Fiyat Tespit Raporu ile Analist ve Değerlendirme Raporları

Aşağıda fiyat tespit raporu, analist raporları ve değerlendirme raporları alt başlıklar altında ele alınmaktadır.

i) Fiyat Tespit Raporu

Halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça hazırlanan fiyat tespit raporu halka arzın başlayacağı tarihten en az üç gün önce Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde KAP'ta ilan edilir. Payların halka arzının konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesi durumunda, fiyat tespit raporu konsorsiyum lideri ya da eş lider tarafından hazırlanır.

Payların ilk halka arzında yetkili kuruluşun ya da konsorsiyum oluşturulması durumunda konsorsiyum liderinin fiyat tespit raporu hazırlayabilmesi için, son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığı asgari üç halka arza ilişkin fiyat tespit raporunu değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olması ve bu raporların en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ilan edilmiş olması zorunludur. Söz konusu yükümlülüğün yerine getirilip getirilmediği izahnamenin onaylanması amacıyla Kurula yapılacak başvuruda Kurul tarafından değerlendirilir. . Kurul Karar Organı'nın 11.11.2021 tarihli ve 2021/57 sayılı bülteninde ilan edilen 11.11.2021 tarih ve 59/1669 sayılı kararı uyarınca, yatırım kuruluşlarının halka arz süreçlerindeki iş yüklerinin azaltılması ve maliyetlerinin düşürülmesini teminen, hazırlanması gereken analist raporu sayısının asgari 2 olarak dikkate alınmasına ve söz konusu analist raporlarının yukarıda açıklanan çerçevede ilan edilmesine karar verilmiştir.

Halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun halka açılacak ortaklığın Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili tarafı olması halinde, fiyat tespit raporu başka bir yetkili kuruluş tarafından hazırlanır.

ii) Analist Raporları

Halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir yetkili kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunu hazırlayacak yetkili kuruluşun ilgili halka arzda konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmaması gerekir. Analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan yetkili kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

Analist raporlarına konu halka arzları yürüten yetkili kuruluşun ya da konsorsiyum oluşturulması halinde konsorsiyum liderinin ya da eş liderinin, halka açılacak ortaklığın Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili tarafı olması halinde hazırlanan analist raporu bu yükümlülüğün yerine getirilip getirilmediğinin tespitinde dikkate alınmaz.

iii) Değerlendirme Raporları

Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki'den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlemesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu hüküm çerçevesinde hazırlanan raporların KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur.

Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.

ç) Aracılık Sözleşmesi

Tebliğ'in bu çalışmaya konu olmayan "Halka Açık Olmayan Ortaklıkların Ortaklarına Ait Mevcut Paylarının Halka Arzı" başlıklı 6 ncı ve "Halka Açık Olmayan Ortaklıkların Paylarının Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arzı" başlıklı 7 nci maddelerinde belirtilen işlemler ile yukarıda verilen "1.2.2. Halka Açık Ortaklıkların Paylarının İkincil Halka Arzı" başlıklı bölüm çerçevesinde gerçekleştirilecek işlemlerde, ihraççılar ya da halka arz edenler ile yetkili kuruluş arasında Kurulun aracılık faaliyetlerine ilişkin düzenlemelerine uygun olarak bir halka arzda satışa aracılık sözleşmesi imzalanır ve seçilen halka arzda satışa aracılık yöntemine bu sözleşmede yer verilir.

Piyasa Öncesi İşlem Platformunda işlem görenler hariç payları borsada işlem gören ortaklıklarca, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların borsada satışı için halka arzda satışa aracılık sözleşmesi düzenlenmesi gereklidir. Söz konusu sözleşmenin Kurulun aracılık faaliyetlerine ilişkin düzenlemelerine uygun olarak düzenlenmesi ve halka arzda satışa aracılık yöntemine bu sözleşmede yer verilmesi gerekir.

Yetkili kuruluşlar portföylerindeki payların veya kendi paylarının pay sahiplerince halka arzında aracılık yükleniminde bulunamazlar. Ancak bu payların halka arz edilmesi için bir konsorsiyum oluşturulması halinde, konsorsiyuma en iyi gayret aracılığı esasına göre katılabilirler. Yetkili kuruluşlar, kendi paylarının halka arzında aracılık faaliyetinde bulunabilirler. Ancak bu durumda, fiyat tespit raporu başka bir yetkili kuruluş tarafından hazırlanır.

d) Pay Senetlerinin Teslimi

Pay senetleri, kaydi sistem esasları saklı kalmak şartıyla, ortaklara ait mevcut pay senetlerinin halka arzı ve kayıtlı sermayeli ortaklıkların bedelli sermaye artırımlarında satış anında, kar payı ve iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımında ise Kurulca onaylanmış ihraç belgesinin ortaklığa verildiği tarihten itibaren on beş gün içinde teslim edilir.

Esas sermayeli ortaklıklarda ise sermaye artırımının ticaret siciline tescilinden itibaren, hamiline yazılı pay senetleri otuz gün, nama yazılı pay senetleri ise doksan gün içinde teslim edilir.

e) Halka Arz Maliyetlerinin Dağılımı

Payların halka arzı ile ilgili olarak danışmanlık, aracılık, bağımsız denetim, reklam, ödenmesi gereken yasal ücretler gibi gider kalemlerine ilişkin kesin veya tahmini maliyetlere ilişkin bilgi, halka

arz öncesinde her bir maliyet unsuru bazında ortaklık tarafından Kurula gönderilir.

Payların ilk defa halka arz edilmesinde, halka arzın sermaye artırımını suretiyle gerçekleştirilmesi durumunda yukarıda sayılan giderler ortaklığa aittir.

Payların ilk defa halka arz edilmesinde, halka arzın ortaklığın ortaklarının mevcut paylarının satışı suretiyle gerçekleştirilmesi durumunda aracılık ve danışmanlık maliyetleri, borsa tarafından alınacak ilk kotasyon ücretleri ile halka arz edilecek payların nominal değeri ile ihraç değeri arasındaki fark üzerinden alınacak Kurul ücreti halka arz edenler tarafından karşılanır. Bu durumda, ortaklığın sermayesinin tamamının nominal değeri üzerinden alınan Kurul ücreti ile diğer giderler ortaklığa aittir.

Payların ilk defa halka arz edilmesinde, halka arzın hem sermaye artırımını hem de ortaklığın ortaklarının mevcut paylarının satışı suretiyle gerçekleştirilmesi durumunda, aracılık ve danışmanlık maliyetleri, borsa tarafından alınacak ilk kotasyon ücretleri ile halka arz edilecek payların nominal değeri ile ihraç değeri arasındaki fark üzerinden alınacak Kurul ücreti, halka arz edilen payların birbirine olan oranı gözetilerek ortaklık ve halka arz edenler tarafından karşılanır. Bu durumda, ortaklığın sermayesinin tamamının nominal değeri üzerinden alınan Kurul ücreti ile diğer giderler ortaklığa aittir.

Payların ilk defa halka arz edilmesinde, ortaklık tarafından karşılanması gereken halka arz maliyetlerinde azalmaya yol açması kaydıyla, halka arz maliyetlerinin dağılımının yukarıdaki esaslardan farklı bir şekilde gerçekleştirilmesi mümkündür. Gerekli görülmesi halinde, halka arz maliyetlerinin ihraççı ve halka arz edenlerin arasındaki dağılımının yukarıdaki esaslardan farklı bir şekilde yapılması Kurulca zorunlu tutulabilir.

f) Bedelli Sermaye Artırımından Elde Edilen Fonların Kullanımı

Halka açık olmayan ortaklıkların paylarının sermaye artırımını yoluyla halka arzı ile payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklar tarafından yapılacak bedelli sermaye artırımlarında, sermaye artırımından elde edilecek fonun hangi amaçlarla kullanılacağına ilişkin olarak bir rapor hazırlanması, bu raporun yönetim kurulunca karara bağlanarak izahnamenin ya da ihraç belgesinin onayı amacıyla Kurula yapılacak başvuru sırasında gönderilmesi ve kamuya açıklanması zorunludur.

Sermaye artırımından elde edilen fonun belirtilen şekilde kullanılıp kullanılmadığına ilişkin olarak; halka açılan ortaklıkların paylarının borsada işlem görmeye başlamasından, payları borsada işlem gören halka açık ortaklıkların ise sermaye artırımının tamamlanmasından itibaren kamuya açıklanan ve yapılan sermaye artırımının sonuçlarını içeren ilk iki finansal tablolarının ilanını takip eden on iş günü içinde bir rapor hazırlanması ve söz konusu raporu ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur.

Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.

Bedelli sermaye artırımından elde edilen fonların tamamının kullanımının yukarıdaki hükümler çerçevesinde yapılacak açıklamaların tarihlerinden daha sonraya sarkacak şekilde gerçekleşmesi durumunda, fonun tamamının kullanıldığı tarihi takip eden on iş günü içerisinde özel durum açıklaması yapılması zorunludur.

g) Payları borsada işlem gören ortaklıkların pay sahiplerine yönelik bilgi formu düzenleme yükümlülüğü

Pay Tebliği'nin 27'nci maddesi uyarınca; payları borsada işlem gören ortaklıkların herhangi bir on iki aylık dönemde sermayelerinin yüzde onunu aşan pay satışlarının;

a) İlgili ortaklıkların sermayesinin yüzde yirmisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber doğrudan sahip olan ya da,

b) Yönetim kurulu üyelerinden en az birini seçme veya genel kurulda aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olan,

ortaklar tarafından borsada gerçekleştirilmesi öncesinde, Kurulca esasları belirlenen pay satış bilgi formu düzenlenir ve bu form satış öncesinde Kurulun onayına sunulur. İhraççı, pay satış bilgi formunun

hazırlanmasında gerekli kolaylaştırıcı tedbirleri alır. Borsada işlem gören nitelikte olmayan ve herhangi bir on iki aylık dönemde sermayenin yüzde onunu aşan nitelikteki payların, ilgili ortaklar tarafından borsada işlem gören niteliğe dönüştürülebilmesi için MKK'ya yapacakları başvuru öncesinde, Kurulca onaylanan bilgi formu KAP'ta ilan edilir.

Anılan oranın hesaplanmasında, sermayenin yüzde yirmisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber doğrudan sahip olan ya da yönetim kurulu üyelerinden en az birini seçme veya genel kurulda aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olan ortakların satışı yapılacak payları ayrı ayrı dikkate alınır ve bilgi formu her bir ortak bazında düzenlenir.

İlgili ortakların borsada yapacakları pay satışlarının herhangi bir on iki aylık dönemde ortaklık sermayesinin yüzde onunu aşıp aşmadığının tespitinde, pay satışının yapıldığı tarihteki sermaye tutarı dikkate alınır.

Bu kapsamda, aşağıda belirtilen kişilerin birinci fıkrada belirtilen gerçek ve/veya tüzel kişi ortaklar ile birlikte hareket ettikleri kabul edilir:

a) Gerçek ve/veya tüzel kişi ortakların yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıklar.

b) Tüzel kişi ortakların yönetim kontrolünü elinde bulunduran gerçek ve/veya tüzel kişiler ile bu kişilerin yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıklar.

Pay satış bilgi formunun onaylanması talebiyle Kurula yapılan başvuru hakkında, en geç başvuru tarihini takip eden iş günü seans açılmadan önce ilgili ortak tarafından özel durum açıklaması yapılır. Kurulca onaylanan pay satış bilgi formu, onay tarihinden itibaren beş iş günü içinde KAP'ta ilan edilir. Pay satış bilgi formu kapsamındaki payların Borsada satışa konu edilmesi halinde ilk satış işlemine, bu formun Kamuyu Aydınlatma Platformunda ilan edilmesini müteakip en erken üçüncü iş günü başlanabilir.

Pay satış bilgi formu kapsamındaki payların günlük olarak satışa konu edilecek toplam nominal değeri, pay satış bilgi formu kapsamındaki payların toplam nominal değerinin yüzde onunu aşamaz. Pay satış bilgi formu kapsamında gerçekleştirilen satış işlemlerinden sonra ilgili ortak tarafından söz konusu satışlara ilişkin günlük olarak özel durum açıklaması yapılır.

Sermayenin yüzde onunu aşan pay satış oranının tespitinde, sadece gerçekleşen satış tutarları dikkate alınır, alımı yapılan tutar dikkate alınmaz.

Borsanın ilgili pazarında ya da piyasasında yapılan toptan satışlar, özel emir yolu ile yapılan satışlar veya likidite sağlayıcılık/piyasa yapıcılık işlemleri kapsamında yapılan satışlar ve halka açık ortaklık paylarının ikincil halka arzı bu maddede yer alan yükümlülük kapsamında değerlendirilmez.

Pay satış bilgi formu düzenlenmesine ilişkin hükümler kamu kurum ve kuruluşlarının, Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. ile Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. alt fonları ve Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. tarafından kurulan diğer şirketler, Özelleştirme İdaresi Başkanlığının sahip olduğu paylar, satışa hazır bekletilen paylar ile ortaklığın kendisi veya bağlı ortaklıkları tarafından geri alınan ortaklık payları için uygulanmaz.

Ancak daha sonra Kurul Karar Organı'nın i-SPK 128.19 (14.02.2023 tarih ve 9/178 s.k.) sayılı İlke Kararı ile anılan maddede düzenlemeye gidilmiş olup, sö konusu düzenleme uyarınca;

1) Pay Tebliği'nin 27'nci maddesinde yer alan, payları borsada işlem gören ortaklıkların pay sahiplerine yönelik bilgi formu düzenleme yükümlülüğü sınırının, işbu karar tarihinden itibaren ikinci bir duyuruya kadar yüzde üç olarak uygulanmasına,

2) İşbu karar tarihinden sonra pay sahiplerinin yapacakları satışlar ile son on iki aylık dönemde yapmış oldukları satışların toplamının şirket sermayesinin yüzde onunu aşması halinde, birinci maddedeki orana bakılmaksızın bu pay satışları öncesinde, Kurulca esasları belirlenen pay satış bilgi formu düzenlenmesine ve bu formun satış öncesinde Kurul'un onayına sunulmasına karar verilmiştir.

1.2.8. Payları Borsada İşlem Görmeyen Halka Açık Ortaklıklar

Halka açık ortaklık, “*payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan ortaklıklar*” şeklinde tanımlanmaktadır. Payları halka arz edilmiş sayılan ortaklıklar iki şekilde olabilir: payları bir borsada işlem görüyordur veya ortak sayısı 500 kişiden fazladır.

SPKn’nun 16 ncı maddesinin birinci fıkrasında, payları borsada işlem gören ortaklıklar ile pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların paylarının halka arz olunmuş sayılacağı ve bu ortaklıkların halka açık ortaklık hükümlerine tabi olacakları ifade edilmiştir. Aynı maddenin ikinci fıkrasında ise, payları borsada işlem görmeyen anonim ortaklıkların, halka açık ortaklık statüsünü kazandıktan sonra en geç iki yıl içinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvurmak zorunda oldukları; aksi durumda, Kurulun bu payların borsada işlem görmesi veya ortaklığın halka açık ortaklık statüsünden çıkarılması için ortaklığın talebini aramaksızın gerekli kararları alacağı hükme bağlanmıştır. Bu durum, mülga 2499 sayılı SPKn’na göre önemli bir yenilik getirmekte ve payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların “halka açık ortaklık statüsünü” sürdürmeleri için paylarının borsada işlem görmesi zorunluluğu getirmektedir.

Öte yandan, SPKn’nun anılan 16 ncı maddesi uyarınca (Ek fıkra: 28.11.2017 tarihli ve 7061 sayılı Kanunun 109 uncu maddesi ile) (Değişik birinci cümle: 27.12.2018 tarihli ve 7159 sayılı Kanunun 8 inci maddesi ile) pay sahibi sayısı en az beş yüz olan kooperatiflerin veya kendisine ortak olan kooperatiflerin pay sahibi sayısı tek başına ya da toplam olarak en az beş yüz olan kooperatif birliklerinin veya kooperatif merkez birliklerinin yönetim kontrolüne sahip olduğu ve yıllık en az elli milyon Türk lirası satış hasılatı yapmış olan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır. Bu ortaklıklar halka açık ortaklık hükümlerine de tabi olurlar. Ancak, bu ortaklıklar borsada işlem görme zorunluluğundan muaftırlar.

Söz konusu halka açık ortaklıkların bu kapsamda halka açık ortaklık statüsünü kazanma ve kaybetmeleri ile paylarının borsada işlem görme esasları Pay Tebliği’nin Sekizinci Bölümünde düzenlenmiş olup aşağıda verilmektedir.

a) Halka Açık Ortaklık Statüsünün Kazanılması

Pay sahibi sayısı 500 kişiyi aşan ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayıldığından bu ortaklıklar SPKn hükümlerine tabi olmaktadır. Ortaklıklar, pay sahibi sayısının 500 kişiyi geçtiğini;

- Ortaklık pay defteri,
- Genel kurul toplantısında hazır bulunanlar listesi,
- Kâr payı dağıtımına dair muhasebe kayıt ve belgeleri,
- Kuruluş ve sermaye artırımında başvuran ortaklara ilişkin kayıt ve belgelerle ve
- Ortaklığın ortaklarla ilişkilerine ait diğer işlemler sırasında

herhangi bir şekilde belirleyebilirler.

Söz konusu ortaklıkların halka açık ortaklık statüsünü kazandıklarını öğrendikleri tarihten itibaren otuz gün içinde Pay Tebliği’nin 12 numaralı ekinde yer alan bilgileri içeren bir beyannamayı halka açık ortaklık statüsüne kavuştuğunun Kurulca onaylanması amacıyla Kurula vermeleri, esas sözleşmelerini Kanun hükümlerine uygun hale getirmek amacıyla madde tadil tasarılarını hazırlayarak Kurula başvuruda bulunmaları ve esas sözleşme değişikliğine ilişkin Kurulun uygun görüşünün alınmasından sonra gerekli değişiklikleri uygun görüş karar tarihinden itibaren azami altı ay içerisinde yapılacak genel kurul toplantısında karara bağlamaları gereklidir.

Örnek olarak, 13.12.2013 tarih ve 2013/41 sayılı Kurul Bülteni ile Şirket paylarının hak sahibi olan 11.454 çalışana devrine karar verilen İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.’nin 19.01.2013 tarihli olağanüstü genel kurul tarihi itibarıyla ortak sayısının 500’ü geçtiği, bu nedenle SPKn’nun 16 ncı maddesinin birinci fıkrası uyarınca payları halka arz olunmuş bir şirket sayıldığı ve sermaye piyasası mevzuatına tabi hale geldiği, bu kapsamda Pay Tebliği’nin 34 üncü maddesi çerçevesinde, otuz gün içinde ilgili Tebliğ’in 12 numaralı ekinde yer alan bilgileri içeren bir beyannamayı halka açık ortaklık statüsüne kavuştuğunun Kurulca onaylanması amacıyla Kurula vermesi, esas sözleşmesini SPKn

hükümlerine uygun hale getirmek amacıyla madde tadil tasarılarını hazırlayarak Kurula başvuruda bulunması ve esas sözleşme değişikliğine ilişkin Kurulun uygun görüşünün alınmasından sonra gerekli değişiklikleri uygun görüş karar tarihinden itibaren azami altı ay içerisinde yapılacak genel kurul toplantısında karara bağlaması gerektiği konularında İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.'nin bilgilendirilmesine karar verildiği kamuya açıklanmıştır. Anılan Kurul kararı çerçevesinde, İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.'nin başvuruda bulunması üzerine ortak sayısının 500'ü geçmesi nedeniyle Kanun kapsamına alındığı 27.06.2014 tarih ve 2014/19 sayılı Kurul Bülteni ile kamuya duyurulmuştur.

b) Paylarının Borsada İşlem Görmesi

Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklar, halka açık ortaklık statüsünü kazandıktan sonra en geç iki yıl içinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvurmak zorundadırlar. Aksi durumda, Kurul, bu payların borsada işlem görmesi veya ortaklığın halka açık ortaklık statüsünden çıkarılması için, ortaklığın talebini aramaksızın gerekli kararları alır.

Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıkların paylarının borsada işlem görmesi için esas sözleşme değişikliği gerekmesi durumunda, borsaya başvurulmadan önce ortaklık yönetim kurulu, ortaklık paylarının borsada işlem görmesine yönelik esas sözleşme değişiklikleri için Kurulun uygun görüşünü alır. Kurulun uygun görüşünü müteakip, esas sözleşme değişiklikleri payların borsada işlem görmeye başlamasından önce ve her halükarda uygun görüş karar tarihinden itibaren azami altı ay içerisinde yapılacak genel kurul toplantısında karara bağlanır.

Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıkların paylarının borsada işlem görmesi için izahname düzenlenmesi ve izahnamenin borsaya yapılan başvuruyla eş zamanlı olarak Kurul onayına sunulması zorunludur. Bu ortaklıkların paylarının borsada işlem görmeye başlamasına ilişkin referans fiyatın belirlenmesinde borsa düzenlemelerine uyulur. Yukarıda verilen örneğe devam edilecek olursa, halka açık ortaklık statüsünde bulunan ve payları Borsada işlem görmeyen İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.'nin 2.900.000.000,-TL tutarındaki ödenmiş sermayesini temsil eden paylarının Borsa'nın Serbest İşlem Platformu'nda işlem görmesi için hazırlanan izahnamenin onaylanması talebinin olumlu karşılandığı 02.10.2015 tarih ve 2015/26 sayılı Kurul Bülteni ile kamuya duyurulmuş olup, söz konusu paylar 28 Mart 2016 tarihinden itibaren ISDMR koduyla BIST Piyasa Öncesi İşlem Platformu'nda işlem görmeye başlamıştır.

Ortak sayısı nedeniyle payları halka arz olunmuş sayılan ortaklıklardan paylarının borsada işlem görmesini istemeyenler için Kurulun Kanun kapsamından çıkmaya ilişkin düzenlemelerine uyulur. Konuya ilişkin olarak SPKn'nun 33 üncü maddesinin dördüncü fıkrasında, ortak sayısı nedeniyle halka açık sayılan ortaklıklardan paylarının borsada işlem görmesini istemeyenlerin, pay sahibi tam sayısının en az üçte ikisinin olumlu oyu veya toplam oyların dörtte üçü ile alınacak bir genel kurul kararı ile bu Kanun kapsamından çıkabileceği, bu durumda Kanun kapsamından çıkma kararına olumlu oy kullanmayan pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınması gerektiği hükme bağlanmıştır. Bunun yanında, Kurulca resen halka açık ortaklık statüsünden çıkarılacak ortaklıkların hâkim ortaklarına diğer paylar için pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirilebilir.

Kanunun 33 üncü maddesinin beşinci fıkrasında ise, ortak sayısı nedeniyle halka açık sayılan ortaklıkların, bilanço ve sermaye büyüklüğü, faaliyetlerinin devamlılığı, ortak olmanın belirli özelliklerini taşıyan kişilerle sınırlı tutulması, sermayenin ortaklar arasındaki dağılımı gibi şartların varlığı hâlinde resen veya talep üzerine bu Kanundan kaynaklanan yükümlülüklerden kısmen veya tamamen muaf tutulabileceği gibi tamamen bu Kanun kapsamından da çıkarılabileceği ifade edilmiştir. Konuyu bir örnekle açıklayalım. İyaş Isparta Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (İyaş) Kanun kapsamından çıkma talebinde bulunmuştur. İyaş'ın söz konusu talebinin değerlendirilmesi sonucunda alınan Kurul kararı aşağıda verilmekte olup, söz konusu karar 16.12.2014 tarih ve 2014/34 sayılı Kurul Bülteni'nde yayımlanmıştır.

“İyaş Isparta Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin (Şirket) Sermaye Piyasası Kanunu (Kanun) kapsamından çıkma talebinin, Kanun'un 33'üncü maddesi ile II-16.1 sayılı Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği'nin 5/5 maddesinde belirtilen nisaplar ile Kanun kapsamından çıkma ve genel kurul toplantısına katılmayanlar da dahil olmak üzere Kanun kapsamından çıkma kararına olumlu oy kullananlar dışındaki pay sahiplerine Yorum Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından

hazırlanan 10.11.2014 tarihli değerlendirme raporunda 1 TL nominal değerli bir pay için 47,80 TL üzerinden ayrılma hakkı tanınmasına ilişkin genel kurul kararı alınması şartıyla olumlu karşılanmasına ve Şirketin genel kurul toplantı tutanağının ve hazır bulunanlar listesinin tescili takip eden altı iş günü içerisinde Kurula iletilmesi ve genel kurul toplantısında gerekli kararların alınması halinde Kanun kapsamından çıkmaya ilişkin yazının alınması gerektiği konusunda bilgilendirilmesine karar verilmiştir.”

Ancak, Kanun hükmünden anlaşılabileceği gibi, ortaklıkların Kanun kapsamından çıkma koşullarını sağlaması, Kanun kapsamından kesinlikle çıkarılacakları anlamına gelmemektedir. Ortaklığın durumuna göre Kurulun takdir yetkisi bulunduğundan bu yetkisini kullanan Kurul, Kanun kapsamından çıkma koşullarını sağlayan ortaklıkların paylarının borsada işlem görmesini zorunlu tutabileceği gibi, ortaklığın talebini aramaksızın Kanun kapsamından resen de çıkarabilir.

1.2.9. Katılma İntifa Senetlerinin İhracına İlişkin Esaslar

a) Genel esaslar ve ihraç limiti

Ortaklıkların KİS ihraç edebilmeleri için esas sözleşmede KİS ihracına imkan veren bir hüküm bulunması ve KİS ihracı için ortaklık genel kurulu tarafından karar alınması zorunludur. Alınacak genel kurul kararında asgari olarak, ihraç edilecek KİS’lerin nominal değerine, KİS’lerin ihracının halka arz edilerek ya da edilmeksizin gerçekleştirileceğine ve KİS’lere hangi hakların tanınacağına yer verilmesi zorunludur. KİS’ler, net kârdan pay alma, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya halka açık olmayan ortaklıklar tarafından çıkarılacak yeni payları alma haklarından birini ya da birden fazlasını içerecek şekilde ihraç edilebilir.

KİS’ler, esas sözleşmede hüküm bulunmak koşuluyla süresiz veya nominal değerinin üzerinde çıkarılabilir. KİS ihracına ilişkin genel kurul kararı ile Kurula başvuru tarihi arasındaki süre altı ayı geçemez.

Ortaklıkların ihraç edebilecekleri KİS’lerin toplam ihraç tutarı, ödenmiş ya da çıkarılmış sermayenin %50’sini geçemez. İhraç limitinin belirlenmesinde, daha önce ihraç edilmiş KİS’lerin ihraç tutarı bir indirim kalemi olarak dikkate alınır. KİS ihracı nedeniyle ortaklığa sağlanan fon, öz kaynaklar altında ayrı bir hesapta gösterilir.

KİS’lere tanınacak haklara ve paylar ile KİS’ler arasındaki ilişkilere esas sözleşmede ve izahnamede ya da halka arz edilmeksizin yapılan satışlarda ihraç belgesinde yer verilir. KİS’lerin ihracına ilişkin olarak düzenlenen izahname, satış gerçekleştiği takdirde ortaklıkla KİS’lerin sahipleri arasında düzenlenmiş bir sözleşme niteliğini kazanır.

KİS’lerin halka arzının ve yatırımcılara yapılacak tüm ödemelerin yetkili kuruluşlar aracılığıyla yapılması zorunludur.

KİS’lerin halka arz edilmesi halinde Pay Tebliği’nin 3 numaralı ekinde, , halka arz edilmeksizin satışı halinde ise Tebliğin 6 numaralı ekinde belirtilen belgelerin eklendiği bir dilekçe ile Kurula başvurulur. Pay Tebliği’nin söz konusu eklerinde yer alan belgelerden pay ihracına münhasır olarak hazırlanabilecek olanların Kurula gönderilmesi gerekmez.

KİS’lerden satış süresi içinde satılamayanlara ilişkin olarak satın alma taahhütnamesi verilmesi ve satış süresinin sona ermesini takiben satılamayan KİS’lere ilişkin olarak ortaklık tarafından, satış süresinin bitiminden itibaren üç iş günü içinde satın alma taahhüdünde bulunanlara müracaat edilerek satışın tamamlanması zorunludur.

b) KİS sahiplerine kâr payında ve tasfiye bakiyesinde tanınacak haklar

KİS sahiplerine kâr payında veya tasfiye bakiyesinde hak tanınması için esas sözleşmede konuya ilişkin hüküm bulunması ve kâr payı ile tasfiye bakiyesinde tanınan haklara ilişkin oranın gösterilmesi zorunludur.

KİS sahiplerine verilen kâr payları nakden dağıtılır. KİS sahiplerine tanınan kâr payı dağıtılmadıkça, TTK’nın 519 uncu maddesinin birinci fıkrası hariç başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine ve ortaklık çalışanlarına

kârdan pay dağıtılmasına karar verilemez.

KİS sahiplerine ödenecek kâr payının en geç hesap döneminin bitimini izleyen beşinci ayın sonuna kadar ödenmesi gerekir.

KİS sahiplerine esas sözleşme ile tasfiye bakiyesinde hak tanınması halinde ortaklığın borçları ödendikten sonra kalan mevcudu, TTK'nın 478 inci madde hükmü saklı kalmak üzere, öncelikle tasfiye bakiyesinde hakkı bulunan KİS sahiplerine, KİS ihracı için ortaklığa verdikleri tutarın ödenmesi için tahsis edilir.

c) KİS sahiplerine yeni pay alma hakkı tanınması

Halka açık ortaklıklar tarafından ihraç edilecek KİS'lere ortaklık tarafından sermaye artırımını yoluyla çıkarılacak yeni payları alma hakkı konusunda hak tanınmaz.

Halka açık olmayan ortaklıklarda, halka arz etmek suretiyle ihraç ettikleri KİS'leri elinde bulunduran yatırımcılara ortaklık tarafından sermaye artırımını yoluyla çıkarılacak yeni payları alma hakkı tanınması için, esas sözleşmede konuya ilişkin hüküm bulunması zorunludur. Bu ortaklıkların KİS'lere tanınan bu hakkın gereklerinin yerine getirilmesi amacıyla yapacakları sermaye artırımlarında TTK hükümleri uygulanır. Ancak yapılan sermaye artırımını sonucunda ortak sayısının beş yüzü aşması durumunda, Pay Tebliği'nin 34 üncü maddesi hükümleri uygulanır.

ç) KİS sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkı

KİS sahiplerinin, ortaklıkta oy hakkına sahip diğer ortaklar gibi, TTK'nın 437 nci maddeleri hükümleri çerçevesinde bilgi alma ve inceleme hakları vardır. KİS sahipleri, ortaklık yönetim kurulu üyeleri hakkında TTK hükümleri çerçevesinde sorumluluk davası açabilirler.

d) KİS sahipleri özel kurul

Ortaklığın esas sözleşmesinde öngörülmesi kaydıyla, KİS sahipleri özel bir kurul oluştururlar. KİS sahiplerinin haklarına ilişkin olarak TTK'nın 454 üncü maddesi kapsamında alınan genel kurul kararları, toplantı tarihinden itibaren en geç bir ay içinde bu özel kurulca onanmadıkça hüküm ifade etmez. Bu kurulun toplantı ve karar yeter sayıları hakkında TTK'nın 454 üncü maddesi hükmü uygulanır.

e) KİS'lerde iktisap ve geri satın alma yasağı

KİS ihraç eden ortaklığın Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili tarafları, bu KİS'leri iktisap edemezler.

KİS'ler, ihraç eden ortaklık tarafından geri satın alınıp yeniden satılamazlar. Ortaklık tarafından geri satın alınan KİS'lerin satın alma tutarı, KİS ihracı nedeniyle ortaklığa sağlanan fonun izlendiği öz kaynak altındaki hesaptan düşülür.

f) KİS'lerde satış sonrası yapılacak işlemler

Ortaklıkların;

- Süresi içinde satılmayan KİS'ler için satış süresinin bitiminden itibaren üç iş günü içinde satın alma taahhüdünde bulunanlara müracaat ederek satışı tamamlamaları,
 - Halka açık ortaklık olması veya KİS'lerin halka arz edilmesi durumunda, ihraç işleminin tamamlandığına ilişkin olarak ortaklık tarafından sağlanan toplam fon miktarını da içeren özel durum açıklaması yapmaları
- gerekir.

İhraç edilen KİS'ler tamamen satılmadıkça veya satılmayanlar iptal edilmedikçe yeni KİS ihraç edilemez.

g) KİS'lere ilişkin Kurul ücreti

Ortaklıklar, satışı yapılacak KİS'lerin nominal değerinden aşağı olmamak üzere, ihraç değerinin binde ikisi tutarında ücreti, sermaye piyasası aracı notu ile özetin veyahut tek belgeden oluşması durumunda izahnamenin ya da ihraç belgesinin Kurulca onaylanarak ortaklığa teslimi öncesinde Kurul adına açılan hesaba yatırmak zorundadır.

ğ) Uygulanacak hükümler

KİS'lerin ihracına ilişkin Pay Tebliği'nin Dokuzuncu Bölümünde hüküm bulunmayan hallerde, Tebliğde yer alan paylara ilişkin hükümler mahiyetine uygun düştüğü ölçüde kıyasen uygulanır.

ÖRNEK SORULAR

1. Aşağıdakilerden hangisi ek satışa konu payların ödünç alınmak suretiyle satışını tanımlayan kavramdır? (2014 Yılı I. Dönem)

- a) Ek pay satışı
- b) Katılma intifa senedi
- c) Ödünç alımlı ek pay satışı
- d) Halka açık ortaklık
- e) İhraççı

2. Sermayede temsil edilmesi zorunlu olmayan, sabit bir getiri taahhüdü barındırmayan, pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını veren ve bu nitelikte olduğu Kurulca belirlenen menkul kıymetleri tanımlayan kavram aşağıdakilerden hangisidir? (2014 Yılı I. Dönem)

- a) Pay
- b) Piyasa danışmanı
- c) Kayıtlı sermaye
- d) Pay benzeri menkul kıymetler
- e) İhraççı

3. Halka açık olmayan bir ortaklığın halka açık ortaklık statüsünü kazanmasına ne ad verilir? (2014 Yılı I. Dönem)

- a) Halka açılma
- b) İhraç
- c) Halka arz eden
- d) Halka açık ortaklık
- e) İhraççı

2. BORÇLANMA ARAÇLARI

2.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

2.1.1. Kıymetli Evrak

“Kıymetli Evrak” ve türleri 6102 sayılı TTK’nın 645 ile 849 uncu maddeleri kapsayan Üçüncü Kitabında düzenlenmiş olup, 645 ile 653 üncü maddelerde tüm kıymetli evrak türlerine ilişkin ortak hükümlere yer verilmiştir. TTK’nın 645 inci maddesinde;

“Kıymetli evrak öyle senetlerdir ki, bunların içerdikleri hak, senetten ayrı olarak ileri sürülemediği gibi başkalarına da devredilemez.”

hükmü yer almaktadır. Söz konusu hükme göre kıymetli evrak içerdığı hakkın senetten ayrı olarak ileri sürülemediği senet olarak tanımlanmakta olup, kıymetli evrakın senede bağlılığının ön planda olduğu ve bir kıymetli evrak üzerinde yazan hakkın ancak söz konusu kıymetli evrak ile birlikte kullanılabileceği ve bu hakkın da ancak kıymetli evrak ile birlikte devredilebileceği görülmektedir. Böylelikle kıymetli evrak, hazırlanmasına neden olan ve gerekçe teşkil eden hukuki işlemten bağımsız surette bir hak içermekte ve bundan sonra söz konusu hakka ilişkin olarak yalnız senet üzerinden işlem yapılabilmektedir. Buna kıymetli evrakın mücerretliği, soyutluğu ilkesi adı verilmektedir.

İçerdığı hakkın mahiyeti açısından aşağıda belirtildiği üzere bir kıymetli evrak üçe ayrılmakta olup, bu ayrım kıymetli evraka ilişkin diğer tüm ayrımları da içerisine alacak derecede temel bir nitelik arz etmektedir:



- a) Alacak hakkı: Bu tür kıymetli evrak belirli bir miktar para borcunu temsil eder.
- b) Ortaklık hakkı: Getirilen sermaye karşılığında bir şirketteki ortaklık statüsünü temsil eder.
- c) Ayni hak: Kıymetli evrakın devri ile burada yer alan ayni hakkın devredildiği senetlerdir (ipotekli borç senedi, irat senedi, varant, makbuz senedi gibi).

2.1.2. Kıymetli Evrak ve Menkul Kıymet İlişkisi

Kıymetli evrak, içerdığı hakkında mahiyetinin yanı sıra yatırım amacı taşıyıp taşıyamamasına göre de ayrıma tabi tutulabilmektedir. Yatırım amacı taşıyan kıymetli evraka “*menkul kıymet*” adı verilmektedir. Örneğin, işletmelerin finansman ihtiyacını karşılamak üzere çıkardıkları ve bunun karşılığında yatırımcıların faiz getirisi elde etmek saikiyle satın aldıkları tahvil veya finansman bonosu gibi enstrümanlar menkul kıymet niteliğini haiz birer kıymetli evrak iken; işletmelerin müşteri veya tedarikçileriyle olan ilişkilerinden doğan borç ve alacak yükümlülüklerini temsil eden çek, poliçe ve bono gibi ticari senetler/kambiyo senetleri de birer kıymetli evrak olmakla beraber menkul kıymet tanımı içerisinde yer almamaktadır.

Menkul kıymet mülga 2499 sayılı SPKn’nda tanımlanmışsa da SPKn’nda menkul kıymetin tanımı verilmemiştir. SPKn’da menkul kıymetin tanımının verilmemiş olması yeni kanunun getirdiği önemli açılımlardan biri olarak görülmektedir. Zira, artık menkul kıymetin tanımı veya tanımının

yerindeliği üzerinde zaman harcamaksızın fonksiyonu itibarıyla menkul kıymeti anlamak mümkün olacaktır.

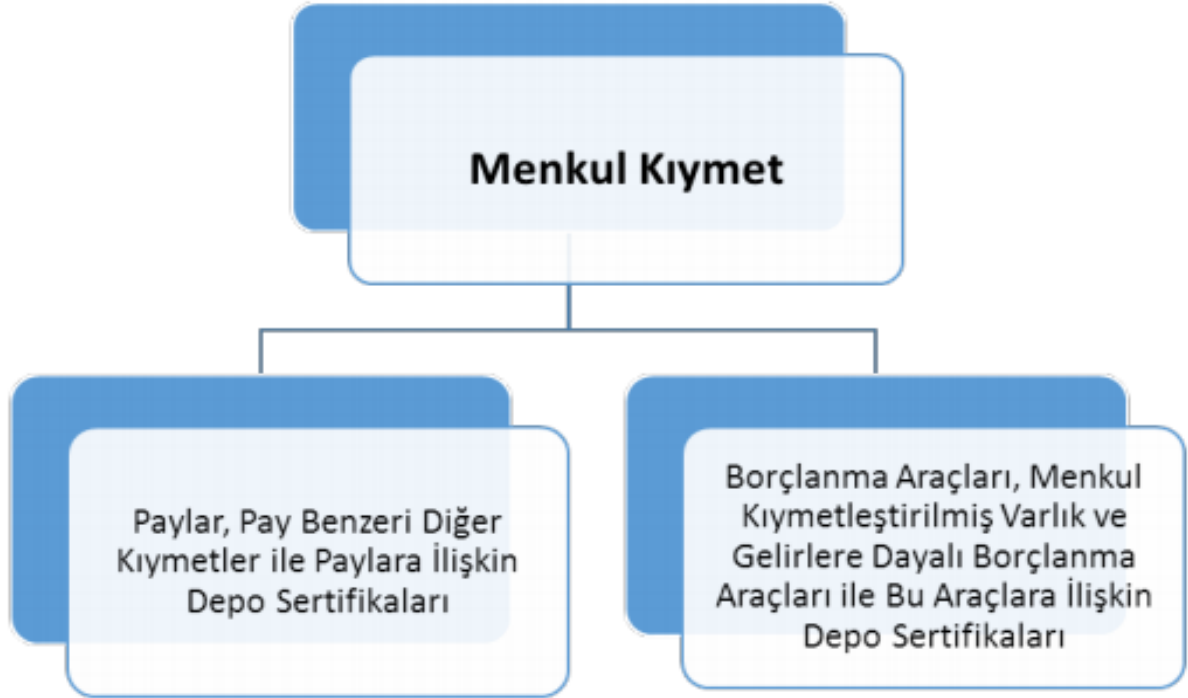
Kısaca açıklamak gerekirse, SPKn'nun 3-1/o maddesinde menkul kıymetin tanımının yapılması yerine iki alt bent halinde örnekleme yoluyla açıklanması tercih edilmiştir. Örneklere bakıldığında ise menkul kıymetlerin ortaklık hakkı ve alacak hakkı veren olmak üzere iki sınıfa ayrıldığı görülmektedir:

“o) Menkul kıymetler: Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere;

1) Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını,

2) Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını, [ifade eder]”

Bir numaralı alt bende bakıldığında menkul kıymetlerin ortaklık hakkı veren kıymetli evrak olabileceği (yani temel olarak anonim ortaklıklarda pay ve payın tüm unsurlarına sahip olmasa da esas olarak getirisi bir şirketin finansal tablolarına bağlı olan menkul kıymet yani pay benzeri), iki numaralı alt bende bakıldığında ise alacak hakkı veren kıymetli evrak (finansman sağlama amacıyla ihraç edilen ve yatırım amacıyla satın alınan her türlü tahvil ve benzeri borçlanma aracı) olabileceği sonucu çıkmaktadır. Birinci alt bentte belirtilen pay benzeri diğer kıymetler ile aslında sermayede temsil edilmesi zorunlu olmayan, sabit bir getiri taahhüdü barındırmayan, pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını veren ve bu nitelikte olduğu Kurulca belirlenen menkul kıymetler belirtilmiştir.



Bütün bunlardan çıkan sonuçları şu şekilde sıralayabiliriz:

a) Kıymetli evrak, menkul kıymet niteliği olan ve olmayan kıymetli evrak olmak üzere ikiye ayrılabilir.

b) Menkul kıymetler yatırım aracı olarak kullanılan kıymetli evraklardır.

c) Menkul kıymetler bir ortaklık hakkı veya alacak hakkı verirler.

ç) Her menkul kıymet kıymetli evrak mahiyetinde olsa da her kıymetli evrak menkul kıymet değildir.

Kıymetli Evrak ve Menkul Kıymet İlişkisi



2.1.3. Kıymetli Evrak, Menkul Kıymet ve Sermaye Piyasası Aracı İlişkisi

Yukarıda kıymetli evrak ile menkul kıymet arasındaki ilişki ortaya konulduktan sonra, kavramsal çerçeveyi tamamlamak için bunların “*sermaye piyasası aracı*” ile olan ilişkisinin de ortaya konulması gerekmektedir.

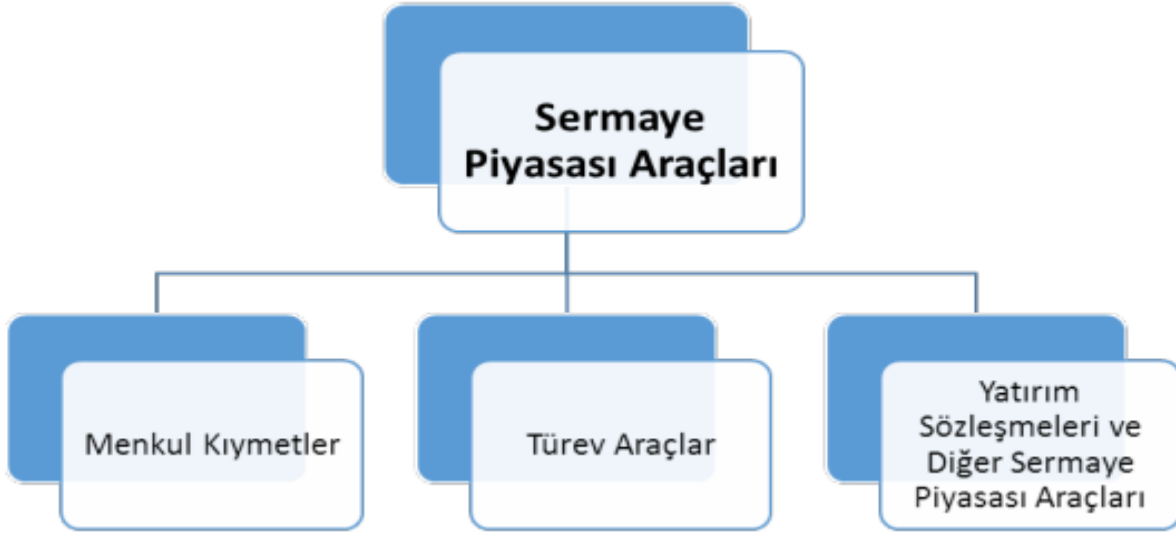
Sermaye piyasası araçları kavramı SPKn’nun 3-1/ş maddesinde tanımlanmış olup, SPKn ve ikincil düzenlemelerde yoğunlukla kullanılmıştır.

“ş) *Sermaye piyasası araçları: Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarını, [ifade eder]*”

Bu tanım mülga 2499 sayılı SPKn’na göre bir parça genişlemiş ve “*türev araçlar*”ı açıkça “*yatırım sözleşmeleri*”ni de ilk kez sermaye piyasası aracı kapsamına almıştır. Sermaye piyasası araçlarının bir bölümünü oluşturan “*türev araçlar*”ın ne olduğu da Kanunda “*menkul kıymetler*”e benzer bir şekilde örnekleme yöntemiyle açıklanmıştır. Türev araçlar genel olarak gelecekteki veya mevcut yatırımlarla ilişkili olmak üzere, bir menkul kıymet veya emtia fiyatı veya endeks, faiz oranı ve benzeri bir gösterge ve/veya bunlarda gelecekteki değişikliklere dayalı olarak oluşturulan sözleşmeler olarak tanımlanmıştır. Diğer sermaye piyasası araçları ise, zamana ve piyasanın şartlarına göre Kurul tarafından (fon sağlayanlar ile fon talep edenler arasındaki fon ve hak değiş tokuşunu sağlamak üzere) belirlenmesi mümkün olan finansal araçları ifade etmektedir.

Kanun diğer sermaye piyasası araçlarının bir kolu olan “*yatırım sözleşmeleri*”ni ayrıca ifade etmiştir. Burada “*yatırım sözleşmeleri*”nin ne olduğu SPKn’nda tanımlanmamış, yapılacak ikincil düzenlemelere bırakılmıştır. “*Yatırım sözleşmesi*” aslında tahvil yoluyla borçlanmayı, pay satın alarak ortak olmayı veya pay alım veya satım hakkı veren sözleşmeler yapmayı da içerebilecek nitelikte bir terimdir. Ancak SPKn’nun 3 üncü maddesinde sözü edilen yatırım sözleşmesinin ayırt edici özelliği, bir mal veya ürünün veya yapım işinin “*yatırım sözleşmesinin*” konusunu oluşturmasıdır. Uluslararası plandaki uygulamalarına bakarak kısaca, “*yatırım sözleşmesi*”nin taraflardan birinin (fon sağlayanın yani yatırımcının) sözleşme sonucu tamamlanması beklenen, ortaya çıkacak olan mal, ürün vs.’yi değil ama bu mal veya ürünün sözleşme başı değeri ile sözleşme sonu değeri arasındaki müspet farkı veya bu mal veya ürünün işletilmesinden doğacak olan kazancı almak üzere fon talep eden ile (yani ihraççıyla) yaptığı sözleşmeleri ifade ettiği söylenebilmektedir.

Buna göre sermaye piyasası araçlarını bir şekil üzerinde göstermek istersek aşağıdaki şablonun kullanılması doğru olacaktır.

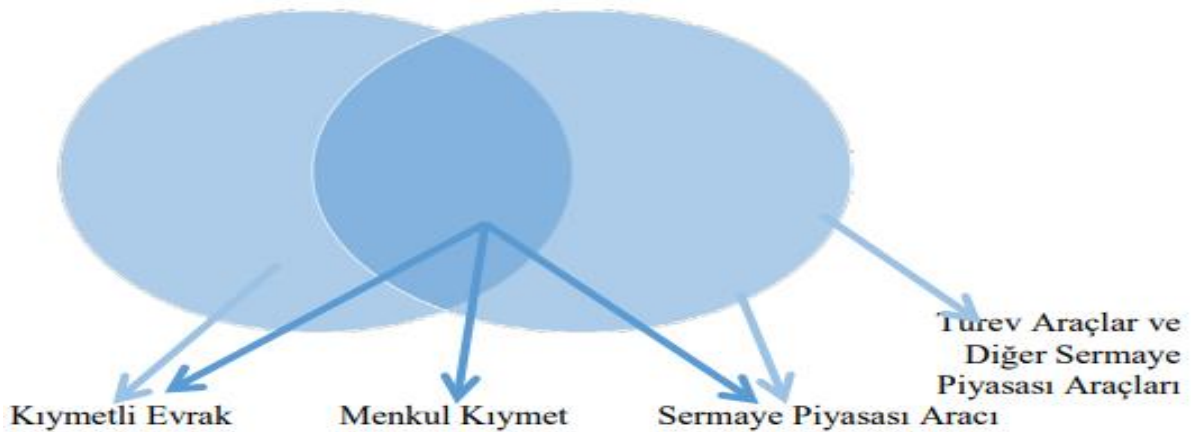


Özet olarak, “sermaye piyasası aracı” kavramı menkul kıymetleri de içerisine alan ve yatırımcıların ihraççılara fon sağlamaları süreci içerisindeki tarafların hak ve borçlarını belirleyen araçları ifade etmektedir. Söz konusu kavram bir yatırım aracı olan “menkul kıymetleri” kapsamı nedeniyle TTK’da düzenlenen “kıymetli evrak” ile ortak bir yana sahiptir. Ancak “sermaye piyasası aracı”, kıymetli evrak sınırlarına tabi değildir. Zira, “kıymetli evrak” adından da anlaşılacağı üzere senet üzerinden hayat bulan bir evrak iken SPKn’nun 13 üncü maddesindeki menkul kıymetlerin de dâhil olduğu sermaye piyasası araçlarının kaydılaştırılmasına, diğer bir ifadeyle senede bağlanmayacağına ilişkin düzenleme, sermaye piyasası araçlarını şeklen kıymetli evrak alanının dışına taşımıştır. Bir başka ifadeyle, sermaye piyasası aracı olan menkul kıymetler, şeklen kıymetli evrak değildir; ancak mahiyetine uygun düştüğü ölçüde kıymetli evrakın tabi olduğu hükümlere tabidir. Diğer taraftan, kıymetli evrak ile sermaye piyasası araçları esasa ilişkin özellikleri itibarıyla da birbirinden ayrılmakta olup, TTK’da kıymetli evrak olarak sayılan çek, bono ve poliçe, birer ödeme ve kredi aracı olarak kullanılırken, sermaye piyasası araçları yatırım aracı olarak kullanılmaktadırlar.

Bir başka ifadeyle, sermaye piyasası araçlarını bir senet olarak değil, çoğunlukla fon talep edenlere ilişkin bilgi ve fon tedariki sürecinde tarafların hak ve borçlarının yer aldığı, izahname veya duruma göre ihraç belgesi ile ihracı başlayan ve satış süreci sonunda varlık kazanan bir araç olarak görmek mümkündür.

Kıymetli evrak, menkul kıymet ve sermaye piyasası aracı arasındaki ilişkiyi özetlemek gerekirse, kıymetli evrakın temel kavram olduğu, kural olarak menkul kıymetin yatırım için kullanılan ve alacak veya ortaklık hakkı veren bir kıymetli evrak olduğu, ancak sermaye piyasası aracı mahiyetinde olan menkul kıymetin kural olarak senede bağlanmadığı söylemek mümkündür.

Kıymetli Evrak – Sermaye Piyasası Aracı- Menkul Kıymet İlişkisi



2.1.4. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Borçlanma Araçları ve Halka Arz İlişkisi

SPKn kapsamına giren sermaye piyasası aracı mahiyetindeki menkul kıymetler açısından bir belirlemenin de ‘halka arz’ açısından yapılmasında yarar görülmektedir. Kanunun 4 üncü maddesinin ilk fıkrasında yer alan “... sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için hazırlanan bu izahnamenin Kurulca onaylanması zorunludur.” hükmü izahname hazırlama yükümlülüğünü yalnızca halka arz olunacak veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçları için getirmiştir. Kanunun “Kapsam” başlıklı 2 nci maddesinin birinci fıkrasında ise:

“Sermaye piyasası araçları, ... bu Kanun hükümlerine tabidir. Halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen pay ihraçları, bu Kanun kapsamı dışındadır.”

denilmek suretiyle halka arz edilmeyen paylar Kanun kapsamından çıkarılmış, genel hükümlere tabi kılınmış; ancak, borçlanma araçları için buna benzer bir istisnai hüküm getirilmemiştir. Bu nedenle halka arz olunmayan borçlanma aracı ihracı da SPKn hükmüne tabi olacak, ancak SPKn’nun 4 üncü maddesinde yer alan izahname hazırlama yükümlülüğüne tabi olmayacaktır. Nitekim, VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği’nin²¹ ‘Borçlanma aracı ihracı’ başlıklı 4 üncü maddesinin birinci fıkrasında yer alan aşağıdaki hüküm ile tahvillerin de dâhil olduğu borçlanma araçlarının halka arz edilmedikleri dikkate alınmaksızın Kurul düzenlemelerine tabi olacağı ifade edilmiştir:

“MADDE 4- (1) Borçlanma araçları yurt içinde halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin ya da yurt dışında satılmak üzere ihraç edilebilir. Yurt içinde halka arz edilmeksizin yapılacak satışlar, nitelikli yatırımcıya satış ve ... tahsisli satış olmak üzere iki şekilde yapılabilir....”

Yukarıdaki hükmün incelenmesinden görülebileceği üzere, sadece yurt içinde halka arz edilmeksizin yapılacak borçlanma aracı ihraçları değil, yurt dışında satılacak borçlanma araçları da Borçlanma Araçları Tebliği kapsamında yer almaktadır. Bir başka deyişle, istisnaları saklı kalmak kaydıyla, ihraççıların ister yurt içinde ister yurt dışında satılacak olsun satış yönteminden ve satışın yapıldığı ülkeden bağımsız olarak, ihraç edilen bütün borçlanma araçları SPKn kapsamındadır.

2.1.5. Borçlanma Araçlarının Tanımı

SPKn’nun 3 üncü maddesinde tanımlara yer verilmiştir. Bu maddede borçlanma araçları menkul kıymetler arasında sayılmış ve dolayısıyla sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır.

Borçlanma Araçları Tebliği’nde borçlanma araçları, ihraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri;

- Tahviller,
- Paya Dönüştürülebilir Tahviller,
- Değiştirilebilir Tahviller,
- Finansman Bonoları,
- Kıymetli Maden Bonoları ve

- Bu Tebliğin 34 üncü maddesi çerçevesinde niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçları

olarak tanımlanmıştır. Bu tanıma göre borçlanma araçları ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri sermaye piyasası araçlarının bir alt türü olarak karşımıza çıkmaktadır.

“Niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçları” ifadesi ile maddede sayılan borçlanma araçlarının yanı sıra önümüzdeki dönemde oluşturulması muhtemel ve niteliği itibarıyla bu borçlanma araçlarına benzer diğer araçların da ihraç edilmesinin önü açılmıştır.

²¹ Bu bölüm içerisinde Borçlanma Araçları Tebliği veya VII-128.8 sayılı Tebliğ olarak anılacaktır.

2.1.6. Türk Ticaret Kanununda Borçlanma Araçları ve Sağladığı Haklar

6102 sayılı TTK'nın 504 üncü maddesinin birinci fıkrasında borçlanma araçları, her çeşidi ile tahviller, finansman bonoları, varlığa dayalı senetler, iskonto esaslı üzerine düzenlenenler de dâhil, diğer borçlanma senetleri, alma ve değiştirme hakkını haiz senetler ile her çeşit menkul kıymetler olarak sıralanmış olup, SPKn'nda olduğu gibi örneklem yoluyla borçlanma araçlarının tanımlandığı görülmektedir. Aynı maddede, borçlanma araçlarının, aksi kanunlarda öngörülmedikçe, ancak genel kurul kararı ile çıkarılabilecekleri de hükme bağlanmıştır.

Kanunlarda ve esas sözleşmede farklı bir hükmün olmadığı durumlarda genel kurul bu kararı, TTK'nın 421 inci maddesinin üçüncü ve dördüncü fıkraları hükümlerine göre verir. Esas sözleşme ile farklı bir nisap öngörülebilir. Genel kurul kararının çıkarılacak menkul kıymete ilişkin gerekli bütün hüküm ve şartları içermesi gerekir. Alınacak genel kurul kararını yönetim kurulu yerine getirir.

Aksi kanunda öngörülmemişse, TTK'nın 504 üncü maddesi uyarınca, genel kurul herhangi bir menkul kıymetin çıkarılmasını ve hükümleriyle şartlarını saptamak yetkisini, en çok on beş ay için yönetim kuruluna bırakabilir. TTK'nın 421 inci maddesinin üçüncü ve dördüncü fıkra hükümleri bu yetkilendirme kararına da uygulanır.

Borçlanma senetlerinin bedellerinin nakit olması ve teslimi anında tamamen ödenmesi şarttır. Ayrıca, bu menkul kıymetler hamiline veya emre yazılı ve itibarı değerli olabilirler. İtibarı değer genel kurul ve yetkilendirilmiş olması halinde yönetim kurulunca belirlenir.

TTK'nın 506 ncı maddesinin birinci fıkrasında, 504 ve 505 inci madde hükümlerine bağlı borçlanma senetlerinin toplam tutarının, sermaye ile bilançoda yer alan yedek akçelerin toplamını aşamayacağı, kanunların bilançoya konulmasına izin verdiği yeniden değerlendirme fonlarının da bu toplama katılacağı düzenlenmiştir. Aynı maddenin ikinci fıkrasında ise SPKn ile ilgili mevzuat hükümlerinin saklı olduğu belirtilmiştir.

TTK'nda uyarınca Borçlanma aracı sahiplerinin haklarına ilişkin olarak TTK'nda yer alan başlıca maddeler aşağıdaki gibi verilebilir. Bu hükümler uyarınca, ilgili aykırılığa bağlı olarak tahvil sahipleri sorumlular hakkında dava açabileceği gibi tazminat talebinde de bulunabilirler.

- **Madde 193/1 – Sorumluluk:** Birleşme, bölünme veya tür değiştirme işlemlerine herhangi bir şekilde katılmış bulunan bütün kişiler şirketlere, ortaklara ve alacaklılara karşı kusurları ile verdikleri zararlardan sorumludurlar.

- **Madde 202/1 – Hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılması;** a) Hâkim şirket, hâkimiyetini bağlı şirketi kayba uğratacak şekilde kullanamaz. Özellikle bağlı şirketi, iş, varlık, fon, personel, alacak ve borç devri gibi hukuki işlemler yapmaya; kârını azaltmaya ya da aktarmaya; malvarlığını aynı veya kişisel nitelikte haklarla sınırlandırmaya; kefalet, garanti ve aval vermek gibi sorumluluklar yüklenmeye; ödemelerde bulunmaya; haklı bir sebep olmaksızın tesislerini yenilememek, yatırımlarını kısıtlamak, durdurmak gibi verimliliğini ya da faaliyetini olumsuz etkileyen kararlar veya önlemler almaya yahut gelişmesini sağlayacak önlemleri almaktan kaçınmaya yöneltmez; meğerki kayıp, o faaliyet yılı içinde fiilen denkleştirilsin veya kaybın nasıl ve ne zaman denkleştirileceği belirtilmek suretiyle en geç o faaliyet yılı sonuna kadar, bağlı şirkete denk değerde bir istem hakkı tanınsın. b) Denkleştirme, faaliyet yılı içinde fiilen yerine getirilmez veya süresi içinde denk bir istem hakkı tanınmazsa, bağlı şirketin her pay sahibi, hâkim şirketten ve onun, kayba sebep olan, yönetim kurulu üyelerinden, şirketin zararını tazmin etmelerini isteyebilir. Hâkim istem üzerine veya resen somut olayda hakkaniyete uygun düşecekse, tazminat yerine bu maddenin ikinci fıkrası hükümlerine göre, davacı pay sahiplerinin paylarının hâkim şirket tarafından satın alınmasına veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir başka bir çözüme karar verebilir. c) Alacaklılar da, (b) bendi uyarınca, şirket iflas etmemiş olsa bile, şirketin zararının şirkete ödenmesini isteyebilirler. e) Pay sahiplerinin ve alacaklıların açacağı davaya, kıyas yoluyla 553, 555 ilâ 557, 560 ve 561 inci maddeler uygulanır.

- **Madde 377 – Konkordato:** Yönetim kurulu veya herhangi bir alacaklı, 376 ncı maddenin üçüncü fıkrası uyarınca yapacağı iflâs talebiyle birlikte veya bu kapsamda yapılan iflâs yargılaması sırasında 2004 sayılı Kanunun 285 inci ve devamı maddeleri uyarınca konkordato da talep edebilir.

• Madde 395/2 – Şirketle işlem yapma, şirkete borçlanma yasağı: Pay sahibi olmayan yönetim kurulu üyeleri ile yönetim kurulu üyelerinin pay sahibi olmayan 393 üncü maddede sayılan yakınları şirkete nakit borçlanamaz. Bu kişiler için şirket kefalet, garanti ve teminat veremez, sorumluluk yüklenemez, bunların borçlarını devralamaz. Aksi hâlde, şirkete borçlanılan tutar için şirket alacaklıları bu kişileri, şirketin yükümlendirildiği tutarda şirket borçları için doğrudan takip edebilir.

• Madde 474/1 – Alacaklılara çağrı: Genel kurul esas sermayenin azaltılmasına karar verdiği takdirde, yönetim kurulu, bu kararı şirketin internet sitesine koyduktan başka, 35 inci maddede anılan gazetede ve aynı zamanda esas sözleşmede öngörüldüğü şekilde, yedişer gün arayla, üç defa ilan edilir. İlanda alacaklılara, Türkiye Ticaret Sicili Gazetesindeki üçüncü ilandan itibaren iki ay içinde, alacaklarını bildirerek bunların ödenmesini veya teminat altına alınmasını isteyebileceklerini belirtir. Şirketçe bilinen alacaklılara ayrıca çağrı mektupları gönderilir.

• Madde 513/1 – Şirketin iflası hâlinde: Şirketin iflası hâlinde, yönetim kurulu üyeleri şirket alacaklılarına karşı, iflasın açılmasından önceki son üç yıl içinde kazanç payı veya başka bir ad altında hizmetlerine karşılık olarak aldıkları ve fakat uygun ücreti aşan ve bilanço uygun bir ücret miktarına göre tedbirli bir tarzda düzenlenmiş olsaydı ödenmemesi gereken paraları geri vermekle yükümlüdürler.

• Madde 530 – Organların eksikliği: Uzun süreden beri şirketin kanunen gerekli olan organlarından biri mevcut değilse veya genel kurul toplanamıyorsa, pay sahipleri, şirket alacaklıları veya Ticaret Bakanlığının istemi üzerine, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesi, yönetim kurulunu da dinleyerek şirketin durumunu kanuna uygun hâle getirmesi için bir süre belirler. Bu süre içinde durum düzeltilmezse, mahkeme şirketin feshine karar verir. Dava açıldığında mahkeme, taraflardan birinin istemi üzerine gerekli önlemleri alabilir.

• Madde 549 – Belgelerin ve beyanların kanuna aykırı olması: Borçlanma aracı çıkarma gibi işlemlerle ilgili belgelerin, izahnamelerin, taahhütnamelerin, beyanların ve garantilerin yanlış, hileli, sahte, gerçeğe aykırı olmasından, gerçeğin saklanmış bulunmasından ve diğer kanuna aykırılıklardan doğan zararlardan, belgeleri düzenleyenler veya beyanları yapanlar ile kusurlarının varlığı halinde bunlara katılanlar sorumludur.

• Madde 550 – Sermaye hakkında yanlış beyanlar ve ödeme yetersizliğinin bilinmesi: Sermaye tamamıyla taahhüt olunmamış veya karşılığı kanun veya esas sözleşme hükümleri gereğince ödenmemişken, taahhüt edilmiş veya ödenmiş gibi gösterenler ile kusurlu olmaları şartıyla, şirket yetkilileri, bu payları üstlenmiş kabul edilirler ve payların karşılıkları ile zararı faiziyle birlikte müteselsilen öderler. Sermaye taahhüdünde bulunanların ödeme yeterliliğinin bulunmadığını bilen ve buna onay verenler, söz konusu borcun ödenmemesinden doğan zarardan sorumludurlar.

• Madde 551 – Değer biçilmesinde yolsuzluk: Aynı sermayeye veya devralınacak işletme ile ayınların değerlemesinde emsaline oranla yüksek fiyat biçenler, işletme ve ayının niteliğini veya durumunu farklı gösterenler ya da başka bir şekilde yolsuzluk yapanlar, bundan doğan zarardan sorumludur.

• Madde 553/1 – Kurucuların, yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve tasfiye memurlarının sorumluluğu: Kurucular, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve tasfiye memurları, kanundan ve esas sözleşmeden doğan yükümlülüklerini kusurlarıyla ihlal ettikleri takdirde, hem şirkete hem pay sahiplerine hem de şirket alacaklılarına karşı verdikleri zararlardan sorumludurlar.

• Madde 554 – Denetçinin sorumluluğu: Şirketin ve şirketler topluluğunun yıl sonu ve konsolide finansal tablolarını, raporlarını, hesaplarını denetleyen denetçi ve özel denetçiler, kanuni görevlerinin yerine getirilmesinde kusurlu hareket ettikleri takdirde, hem şirkete hem de pay sahipleri ile şirket alacaklılarına karşı verdikleri zarar dolayısıyla sorumludur.

• Madde 556/1-2 – İflas hâlinde: Zarara uğrayan şirketin iflası hâlinde, tazminatın şirkete ödenmesini isteme hakkını şirket alacaklıları da haizdir. Ancak, pay sahiplerinin ve şirket alacaklılarının istemleri önce iflas idaresince ileri sürülür. İflas idaresi birinci fıkrada öngörülen davayı açmadığı takdirde, her pay sahibi veya şirket alacaklısı mezkûr davayı ikame edebilir. Elde edilen hasıla, İcra ve İflas Kanunu hükümlerine göre, önce dava açan alacaklıların alacaklarının ödenmesine tahsis olunur; bakiye, sermaye payları oranında davacı pay sahiplerine ödenir; artan iflas masasına verilir.

2.2. BORÇLANMA ARAÇLARI TEBLİĞİ

SPKn ile getirilen yeniliklere uyum sağlanmasını ve borçlanma araçları piyasasının ihtiyaçlarına çözüm getirilmesini amaçlayan II-31.1 sayılı "Borçlanma Araçları Tebliği" 07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış olup, yayımından bir ay sonra yürürlüğe girmiştir. Tebliğ, SPKn'nun 31 inci maddesi²² ve 128 inci maddesinin birinci fıkrasının (e) bendi²³ ile 130 uncu maddesinin üçüncü fıkrasına²⁴ dayanılarak hazırlanmıştır.

Ancak, zaman içerisinde ortaya çıkan ihtiyaçlar ve gereklilikler çerçevesinde, anılan Tebliğ'de 18.02.2017 tarih ve 29983 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" ile önemli değişiklikler yapılmıştır. Bu değişikliklerin hemen arkasından yayımlanan 08.03.2017 tarih ve 30001 sayılı Resmi Gazete'de yer alan "Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.7)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.7.c)" ile de 18.02.2017 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere sadece anılan Tebliğin adı "Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8)" olarak değiştirilmiştir. Bir başka deyişle, Borçlanma Araçları Tebliği'nin numarası II-31.1 değil, VII-128.8 olmuştur. Bu numara değişikliği söz konusu Tebliğin esas itibarıyla SPKn'nun 128 inci maddesinin Kurula verdiği yetkiye istinaden düzenlenmesinden kaynaklanmıştır. İşbu bölümün hazırlanmasında VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği bir bütün olarak ele alınmış olup, gerek görüldüğünde VII-128.7 sayılı Tebliğ ile getirilen değişikliklere vurgu yapılmıştır.

Tebliğ kapsamında, önceki tanımlamadan farklı olarak borçlanma araçları; tahvil, paya dönüştürülebilir tahvil, değiştirilebilir tahvil, finansman bonosu, kıymetli maden bonoları ve niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçları olarak sayılmıştır. Dikkat edileceği üzere bu tanımlamada değişen en önemli unsur "bono" yerine "finansman bonosu" teriminin kullanılmasıdır. Kurulun ilk düzenlemelerinde İngilizce "commercial paper" teriminin karşılığı olarak "finansman bonosu" terimi kullanılmış olmakla birlikte, daha sonra "finansman bonosu" terimi terkedilerek kısaca "bono" ifadesi kullanılmış ve "finansman bonosu" ve "banka bonosu" gibi terim farklılaştırılması yapılmadan her iki türü de kapsayacak şekilde sadece "bono" terimi esas alınmıştır. Ancak, SPKn'nun 3/1 o bendinde "bono" menkul kıymetler içerisinde sayılmadığından kavramın, özellikle kıymetli evrak hukukunda düzenlenen ve bir ödeme vaadi aracı olan bono ile karıştırılmaması amacıyla VII-128.7 sayılı Tebliğ ile yapılan değişiklikle "finansman bonosu" terimine geri dönmüştür.

"Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar"ın 15 inci maddesinin (b) bendi uyarınca, kamu kurum ve kuruluşları hariç olmak üzere, Türkiye'de yerleşik tüzel kişilerce ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde Kurula kaydedilmesi²⁵ koşuluyla yurt dışında satışı serbesttir. Bu hüküm uyarınca, borçlanma araçlarını yurt dışında satacak Türkiye'de yerleşik tüzel kişiler, Kurula başvuruda bulunarak halka arz edilmeksizin ihraç sürecine benzer şekilde ihraç belgelerini onaylatmaktadırlar. II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 5'inci maddesi uyarınca yurt dışında satılacak sermaye piyasası araçları için ihraç belgesinin hazırlanması ve Kurula onaylanmasının zorunlu olduğu ifade edilmiştir. Tebliğ de benzer düzenlemeye yer vermiştir. Dolayısıyla, yurt içinde halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin yapılacak borçlanma araçlarının ihracı yanında, yurt dışında satışı yapılacak borçlanma araçları için de ihraç belgesi hazırlanması ve Kurulca onaylanması zorunludur. Anılan Tebliğin içeriğindeki konular devam eden alt bölümlerde belli bir sistematik içerisinde incelenmektedir.

Diğer taraftan, borçlanma araçlarının ihracı amacıyla düzenlenecek izahname ve ihraç belgesi gibi kamuyu aydınlatma belgelerinin içeriği, hazırlanması, onaylanması, yayınlanması, tescil ve ilanı, izahnamede yer alacak finansal tablolar, izahnamedeki değişiklikler ve ihraççılar tarafından yapılacak ilan ve reklamlara ilişkin hususlar, borçlanma araçlarının ihraç ve satış esasları ile ihraççıların finansal raporlama, bağımsız denetim ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin belirlenmesi Borçlanma

²² MADDE 31 – Borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası araçlarının ihraç limiti ve yetkisi

²³ MADDE 128 – Kurulun görev, yetki ve sorumluluk

²⁴ MADDE 130 – Kurulun bütçesi, harcama ve işlemlerinin denetimi

²⁵ 6362 sayılı SPKn ile yapılan değişiklikle sermaye piyasası araçlarının Kurula kaydedilmesi sistemi yerine sermaye piyasası araçlarının ihracına ilişkin kamuyu aydınlatma belgelerinin onaylanması sistemine geçilmiştir. Bu nedendir ki, 6362 sayılı SPKn öncesinde yapılan söz konusu düzenlemede, izahname veya ihraç belgesinin onaylanmasından değil sermaye piyasası araçlarının Kurula kaydedilmesinden bahsedilmektedir.

Araçları Tebliği'nin değil, Kurulun ilgili diğer düzenlemelerinde ele alınmıştır. Dolayısıyla, borçlanma aracı ihraç eden bir ortaklığın ihraç aşamasında düzenleyeceği izahname ve ihraç belgesi gibi dokümanların hazırlanmasına ilişkin olarak II-5.1 sayılı "İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği" ve ihraç işlemi sonrasındaki kamuyu aydınlatma yükümlülükleri için II-15.1 sayılı "Özel Durumlar Tebliği"nin incelenmesi gerekirken bu ortaklıkların hazırlayacakları finansal tablolar için II-14.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" ve borçlanma araçlarının satışına ilişkin esaslar açısından II-5.2 sayılı "Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği" hükümlerinin dikkate alınması gerekmektedir.

2.2.1. Borçlanma Araçlarına İlişkin Genel Esaslar

2.2.1.1. Yetkili Organ Kararı

Kural olarak, borçlanma aracı ihracı için genel kurul tarafından karar alınması zorunludur. Zira, TTK'nın 504 üncü maddesi uyarınca, ortaklıklar aksi kanunlarda öngörülmedikçe, genel kurul kararı ile borçlanma aracı çıkarabilirler. Genel kurulun alacağı bu karar, kanunlarda farklı bir düzenleme yoksa ve esas sözleşmelerinde açıkça daha ağır nisaplar öngörülmemişse, TTK'nın 421 inci maddesinin üçüncü ve dördüncü fıkraları hükümlerine göre verilir. TTK'nın 421 inci maddesinin üçüncü fıkrası uyarınca, sermayenin en az yüzde yetmişbeşini oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oyu gerekirken dördüncü fıkrası uyarınca ilk toplantıda bu nisabın sağlanamaması halinde, izleyen toplantılarda da aynı nisap aranır.

SPKn'nun 29 uncu maddesinin üçüncü fıkrasında ise, halka açık ortaklıkların genel kurul toplantılarında, ortaklık merkezinin yurt dışına taşınması ile bilanço zararlarının kapatılması için yükümlülük ve ikincil yükümlülük koyan kararlar hariç olmak üzere, bu Kanunda veya esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, TTK'nın 418 inci maddesinin uygulanacağı hükme bağlanmıştır. TTK'nın 418 inci maddesine göre, halka açık ortaklığın borçlanma araçlarının ihracı için yapılacak genel kurul toplantısındaki toplantı nisabı, ortaklığın esas sözleşmesinde daha ağır nisap öngörülmediği takdirde, sermayenin en az dörtte birini karşılayan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin varlığıdır. İlk toplantıda bu nisaba ulaşamadığı takdirde, ikinci toplantının yapılabilmesi için nisap aranmaz. Genel kurul kararları ise toplantıda hazır bulunan oyların çoğunluğu ile verilir. Her iki ortaklık türünün genel kurul toplantı ve karar nisapları karşılaştırıldığında, esas itibarıyla halka açık olmayan ortaklıklar için daha ağır toplantı ve karar nisaplarının arandığı görülmektedir.

Kanunun 31 inci maddesine göre borçlanma aracı ihraç yetkisi, tüm ihraççılar bakımından esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebilir. Bu durumda ilgili esas sözleşme maddesinde, yönetim kurulunun borçlanma aracı ihraç yetkisine sahip olduğu hususuna açıkça yer verilir. TTK'nın 505 inci maddesinde ise genel kurulun borçlanma aracı ihraç etme yetkisini en çok on beş ay için yönetim kuruluna bırakabileceği belirtilmiştir. Konuya ilişkin alınacak genel kurul kararında ihraç yetkisinin yönetim kuruluna devredildiğinin açıkça belirtilmesi gereklidir. Söz konusu genel kurul kararında TTK'ya atıf yapılmamış olsa dahi, yönetim kuruluna devredilen yetkiler bu kapsamda değerlendirilmektedir.

Dolayısıyla, esas sözleşme ile yönetim kurulunun yetkilendirildiği veya genel kurul kararıyla ihraç yetkisinin yönetim kuruluna devredildiği durumlarda, borçlanma aracı ihracı için yetkili organ yönetim kuruludur. Bunun dışındaki her durumda, borçlanma aracı ihracı için genel kurulun kararı aranır. VII-128.7 sayılı Tebliğ değişikliği ile özellikle yetkili organ kararının içeriğinde yer alması gereken hususlar konusunda ihraççıların karar mekanizmasını kolaylaştırıcı düzenlemeler yapılmış olup, buna göre yetkili organ kararı açısından aşağıdaki esaslar uygulanmaktadır:

a) Alınacak yetkili organ kararında asgari olarak ihraç edilmesi planlanan borçlanma araçlarının azami tutarı ile satışın yurt içinde halka arz edilerek ve/veya halka arz edilmeksizin veya yurt dışında yapılacağı hususuna yer verilmesi zorunludur.

b) Borçlanma araçlarının paya dönüştürülebilir tahvil, değiştirilebilir tahvil veya niteliği itibarı ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası aracı ise ihraç edilmesi planlanan borçlanma aracının türünün de yetkili organ kararında açıkça belirtilmesi gerekir. Yetkili organ

kararında sadece borçlanma aracı ifadesine yer verilmesi durumunda, Kurulca yapılan başvurunun yalnızca tahvil ve finansman bonusu ihracı için olduğu kabul edilir.

c) Yetkili organın genel kurul olması durumunda, esas sözleşmede açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmemişse, halka açık ortaklıklar toplantı ve karar nisapları bakımından TTK'nın 418 inci maddesi hükümlerine, halka açık olmayan ortaklıklar ise TTK'nın 421 inci maddesinin üçüncü ve dördüncü fıkrası hükümlerine tabidir.

ç) Genel kurulun borçlanma aracı ihraç etme yetkisini en çok on beş ay için yönetim kuruluna devretmesi durumunda, konuya ilişkin alınacak genel kurul kararında ihraç yetkisinin yönetim kuruluna devrediliğinin açıkça belirtilmesi yeterlidir.

d) Yetkili organ tarafından ihracın gerçekleştirilmesi ve ihraca ilişkin yetkili organ kararında belirlenenler dışındaki koşulların belirlenmesi amacıyla ihraççının başka bir organı, birimi veya kişiler yetkilendirilebilir. Bu kapsamdaki yetki devirleri, yetkili organın sorumluluğunu ortadan kaldırmaz.

Bu bağlamda, borçlanma aracı ihracına ilişkin yetkilendirme ve karar almaya ilişkin farklılıklar aşağıdaki tabloda özetlenmektedir:

Borçlanma Aracı İhracına İlişkin Yetkili Organ ve İhraç Kararı			
Düzenleme	İhraca Karar Verme Yetkisi	İhraç Yetkisinin Devri	İhraç Kararının İçeriği
Türk Ticaret Kanunu	Genel Kurul (TTK Md.504)	Genel Kurul kararıyla en fazla 15 ay için Yönetim Kurulu (TTK Md.505)	Borçlanma araçlarına ilişkin tüm hüküm ve şartlara yer verilmesi
Sermaye Piyasası Kanunu	Genel Kurul (TTK Md.504)	Esas sözleşme ile süreli veya süresi olarak (SPKn Md.31/3) veya Genel Kurul kararıyla en fazla 15 ay için Yönetim Kurulu	Borçlanma araçlarının azami tutarı ile satış yöntemi, gerekliyse türünün belirtilmesi

2.2.1.2. Kredi Derecelendirmesi

İhraç edilecek borçlanma araçlarına ilişkin olarak kredi derecelendirmesi yapılması durumunda, ihraç edilecek borçlanma aracının kredi derecelendirmesini yapan derecelendirme kuruluşunun, derecelendirme notuna esas teşkil eden bilgileri vade boyunca yılda en az bir sefer olmak üzere ve Kurulun sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde notun güncellenmesini gerektiren durumlarda düzenli olarak gözden geçirmesi zorunludur.

2.2.1.3. İhraç Limiti

a) İhraç Limitinin Hesaplanmasında Finansal Tablolar

Borçlanma araçlarına ilişkin ihraç limiti, izahname veya ihraç belgesinin onaylanması amacıyla Kurula yapılan başvuru tarihi esas alınarak hesaplanır. Ancak, Kurulca inceleme sonuçlandırılıncaya kadar geçen sürede ihraççıya verilmiş olan diğer ihraç tavanları ile itfa edilmiş olan tutarlar, VII-128.8 sayılı Tebliğin 9 uncu maddesinin dördüncü fıkrasının (ç) bendi kapsamında yapılacak hesaplamada dikkate alınır.

Borçlanma araçlarına ilişkin ihraç limitinin hesaplanmasında, Kurulun sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemelerine göre hazırlanmış ve bağımsız denetimden veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolar dikkate alınır. İhraççıların hem konsolide hem de konsolide olmayan finansal tablolarının bulunması durumunda, ihraç limitinin belirlenmesinde konsolide finansal tablolar esas alınır. Ortaklıkların başvuru tarihlerine göre ihraç limitinin hesaplanmasında dikkate alınan finansal tablolar aşağıdaki tabloda verilmektedir. Ortaklığın özel hesap dönemine sahip olması durumunda, başvuru tarihi ortaklığın özel hesap dönemine göre uyarlanmalıdır.

İhraç Limitinin Hesaplanmasında Başvuru Tarihine Göre Finansal Tablolar	
Başvuru Tarihi	Geçirilecek Finansal Tablolar
1 Ocak-15 Mart	Son yıllık ya da olmaması durumunda bir önceki yıla ait 6 aylık ara dönem finansal tablolar
16 Mart-15 Ağustos	Son yıllık finansal tablolar
16 Ağustos-31 Aralık	İçinde bulunulan yıla ait 6 aylık ara dönem finansal tablolar

Tablonun incelenmesinden görüleceği üzere, eski uygulamada ihraç limitinin hesaplanmasında esas itibarıyla yıllık finansal tablolar dikkate alınırken yeni durumda başvuru tarihine göre altı aylık ara dönem finansal tablolar da dikkate alınmaktadır. Dolayısıyla, başvuru tarihi itibarıyla kamuya açıklanmış olsa dahi ortaklıkların ihraç limiti kural olarak 3 veya 9 aylık ara dönem finansal tabloları üzerinden hesaplanmaz.

Ancak, ihraççının talebi üzerine ihraç limitinin hesaplanmasında, yukarıda belirtilen yıllık veya 6 aylık ara dönem finansal tablolar yerine, Kurulun sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemelerine göre hazırlanarak bağımsız denetimden veya sınırlı incelemeden geçirilmiş sonraki dönem finansal tablolarının esas alınması mümkündür. Burada, eski uygulamaya göre fark eden önemli bir husus ihraççının talebi halinde sunulan sonraki dönem finansal tablolarının özel denetimden geçirilme zorunluluğunun olmamasıdır. Dolayısıyla, ortaklığın 3 aylık ara dönem finansal tabloları üzerinden ihraç limitinin hesaplanmasını talep ettiği varsayıldığında, söz konusu finansal tabloların sınırlı incelemeden geçirilmesi yeterli olacaktır.

Diğer taraftan, ihraççının talebi aranmaksızın, ihraç limitinin hesaplanmasından esas alınan yıllık veya 6 aylık ara dönem finansal tablolarından sonraki dönem finansal tabloları bulunan ve bu finansal tablolarında yer alan özkaynaklarında azalma olduğu tespit edilen ortaklıkların bağımsız denetimden veya sınırlı incelemeden geçme koşulu aranmaksızın ihraç limitinin hesaplanmasında söz konusu sonraki dönem finansal tabloları Kurulca resen dikkate alınacaktır.

b) İhraç Limitinin Hesaplanması

İhraç limiti, yukarıda belirtilen finansal tablolar esas alınarak aşağıdaki şekilde hesaplanır:

i) Halka açık ortaklıkların ihraç limiti, özkaynak tutarının beş katını geçemez. Ortaklığın konsolide finansal tablo hazırlaması durumunda, özkaynak tutarı olarak bilançosundaki ana ortaklığa ait özkaynak tutarı dikkate alınır.

ii) Halka açık olmayan ortaklıkların ihraç limiti, özkaynak tutarının üç katını geçemez. Ortaklığın konsolide finansal tablo hazırlaması durumunda, özkaynak tutarı olarak bilançosundaki ana ortaklığa ait özkaynak tutarı esas alınır.

iii) Yukarıda verilen (i) ve (ii) bentleri çerçevesinde hesaplanacak ihraç limitleri, derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak yatırım yapılabilir seviyenin en yüksek ilk üç kademesine denk gelen uzun vadeli derecelendirme notu alan bankalar için yüzde yüz oranında artırılır. Söz konusu ihraççıların derecelendirme notunun yatırım yapılabilir seviyenin en yüksek ilk üç kademesinin altına düşmesi durumunda, ihraççı tarafından ihraç tavanının güncellenmesi amacıyla Kurula bildirimde bulunulması zorunludur.

iv) Yukarıda verilen (i), (ii) ve (iii) bentleri çerçevesinde belirlenen esaslara ek olarak, yurt dışında yapılmış ihraçlar dahil olmak üzere, ihraççının halen tedavülde olan ile ihraç tavanı kapsamında henüz satışı gerçekleştirilmemiş borçlanma araçları ve teminatlı menkul kıymetleri ile ihraççının fon kullanıcısı olduğu ve ödemeleri garanti altına alınmamış olan tedavülde bulunan yönetim sözleşmesine ve alım satıma dayalı kira sertifikalarının nominal tutarı, ihraç limitinin hesaplanmasında indirim kalemi olarak dikkate alınır. Yurt dışında yabancı para cinsinden yapılmış ihraçlara ilişkin olarak yapılacak

hesaplama indirim tutarı, talep edilen ihraç tavanına ilişkin Kurula yapılan başvuru tarihinde geçerli olan gösterge niteliğindeki Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası A. Ş. (TCMB) döviz satış kuru, ilgili çapraz kur veya TCMB tarafından alım satım konu olmayan dövizlere ilişkin bilgi amaçlı kur tablosunda belirtilen döviz kurları üzerinden hesaplanır.

İhraç limitine ilişkin yukarıda verilen mevcut düzenlemeler VII-128.7 sayılı Tebliğ değişikliği öncesindeki düzenleme ile karşılaştırıldığında, bankalar, 5411 sayılı Bankacılık Kanununda tanımlanmış olan finansal kuruluşlar ve 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanununda tanımlanmış olan şirketlere sağlanan derecelendirme notuna bağlı limit artırımının sadece bankalara özgü olduğu ve finansal kuruluşların yurt dışında satılacak borçlanma araçları için ek ihraç limiti verilmesi uygulamasının kaldırıldığı görülmektedir. Ancak, Geçici Madde 1'in üçüncü fıkrası ile konuya ilişkin geçiş süreci öngörülmüştür. Buna göre, derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak yatırım yapılabilir seviyenin en yüksek ilk üç kademesine denk gelen uzun vadeli derecelendirme notu alan 5411 sayılı Bankacılık Kanununda tanımlanmış olan finansal kuruluşlar, SPKn'da tanımlanan sermaye piyasası kurumları ve 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanununda tanımlanmış olan şirketlerin ihraç tavanlarının yüzde yüz oranında artırılması uygulamasına 31 Aralık 2017 tarihine kadar Kurulca onaylanacak ihraç tavanları için geçerli olmaya devam edilmiştir.

Bunun yanında, ortaklıkların ihraç limitinin hesaplanmasında esas alınacak finansal tablolarında, TTK'nın 376 ncı maddesi çerçevesinde, sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının yarısının veya daha fazlasının karşılıksız kalmış olması durumunda, ihraç edilecek borçlanma araçlarının sadece nitelikli yatırımcılara satılabileceğine ilişkin sınırlama kaldırılmıştır. Ancak, ihraç edilen sermaye piyasası aracı türleri dikkate alınarak henüz satışı gerçekleştirilmemiş borçlanma araçları yanında, teminatlı menkul kıymetler ile ihraççının fon kullanıcısı olduğu ve ödemeleri garanti altına alınmamış olan tedavülde bulunan yönetim sözleşmesine ve alım satım dayalı kira sertifikalarının nominal tutarı da, ihraç limitinin hesaplanmasında dikkate alınacak indirim kalemleri arasına dahil edilmiştir.

İpotek finansmanı kuruluşlarınca ihraç edilecek borçlanma araçları için ihraç limiti uygulanmaz.

c) İhraç Limitinin Belirlenmesinde Özellikli Durumlar

Özel mevzuatları uyarınca başka bir kamu kuruluşunun gözetim ve denetimine tabi olan ihraççılar için ihraç tavanı belirlenirken VII-128.8 sayılı Tebliğin 9 uncu maddesi çerçevesinde hesaplanacak yukarıda açıklanan limitler esas alınır. İlgili kamu kuruluşunca belirlenen limitlere uymak ihraççının sorumluluğundadır.

Hazine garantisi ihtiva eden ihraçlarda, yukarıda öngörülen ihraç limitleri uygulanmaz. Bunun yanında, 08.06.1984 tarihli ve 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname hükümleri saklı kalmak ve 22.02.2005 tarihli ve 5302 sayılı İl Özel İdaresi Kanununun 51 inci maddesi ile 03.07.2005 tarihli ve 5393 sayılı Belediye Kanununun 68 inci maddesinde belirtilen limitler hariç olmak üzere, diğer kanunlarda belirlenen ihraç limitleri uygulanmaz.

Ayrıca, 08.06.1994 tarihli ve 3996 sayılı Bazı Yatırım ve Hizmetlerin Yap-İşlet-Devret Modeli Çerçevesinde Yaptırılması Hakkında Kanun ile 21.02.2013 tarihli ve 6428 sayılı Sağlık Bakanlığınca Kamu Özel İş Birliği Modeli ile Tesis Yaptırılması, Yenilenmesi ve Hizmet Alınması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun kapsamında gerçekleştirilecek proje veya işin finansmanını ya da yeniden finansmanını sağlamak amacıyla yurt dışında satılmak üzere ihraç edilecek borçlanma aracı ihraçlarında bu Tebliğin ihraç limitine ilişkin hükümleri uygulanmaz. Söz konusu ihraççılar tarafından borçlanma aracı ihracından elde edilen kaynağın nerede kullanılacağına ilişkin ayrıntılı bilgi, başvuru belgeleri arasında Kurula sunulur.

Borçlanma Araçları Tebliği'nin ihraç limitine ilişkin yukarıda açıklanan 9 uncu maddesinde yer almayan ve ortaklık statüsünde olmayan yurt içinde yerleşik ihraççılar ile yurt dışında yerleşik ihraççılara ilişkin ihraç limitleri Kurulca belirlenir.

İhraç limitinin hesaplanmasında, Kurulun yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemeleri saklıdır.

Yeni düzenleme ile ihraç limitinin belirlenmesinde özellikli durumlar hakkında da bazı

değişiklikler yapılmıştır. Bu değişiklikler esas itibarıyla iki başlık altında toplanabilir: Birincisi, eski düzenlemede özel mevzuatları uyarınca başka bir kamu kuruluşunun gözetim ve denetimine tabi olan ihraççılar için ilgili kamu kuruluşunun belirlediği ihraç tavanı ile Kurulun Borçlanma Araçları Tebliği hükümleri çerçevesinde hesaplanan tavadan düşük olanının esas alınması gerekmekte iken yeni durumda uygulamaya paralel olarak Kurulun adı geçen Tebliğ uyarınca hesaplanan ihraç limitinin dikkate alınacağı belirtilmiştir. İkincisi ise, 21.02.2013 tarihli ve 6428 sayılı Sağlık Bakanlığınca Kamu Özel İş Birliği Modeli ile Tesis Yaptırılması, Yenilenmesi ve Hizmet Alınması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun kapsamındaki proje veya finansmanlar da bir proje veya işin finansmanı ya da yeniden finansmanını sağlamak amacıyla yurt dışında satılmak üzere ihraç edilecek borçlanma aracı ihraçları kapsamına alınmıştır.

2.2.1.4. Kurula Başvuru

Yurt içinde halka arz edilecek borçlanma araçları için Tebliğin 1 numaralı ekinde yer alan belgelerle, halka arz edilmeksizin ve yurt dışında ihraç edilecek borçlanma araçları için ise Tebliğin 2 numaralı ekinde yer alan belgelerle birlikte Kurula başvurulur.

Yetkili organ kararının alındığı tarihten itibaren en geç bir yıl içinde Kurula başvuruda bulunulması zorunludur.

İzahnamenin geçerlilik süresi boyunca yapılacak halka arzlarda, her bir tertibin satışı için planlanan satış tarihinden en az beş iş günü önce Tebliğin 3 numaralı Ekinde yer alan ve aşağıda özetlenen belgelerle birlikte onay almak amacıyla Kurula başvurulması gereklidir.

- Kurul düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış sermaye piyasası aracı notu ile özet,
- İhraççı bilgi dokümanında açıklanan hususlarda değişiklik gerekmesi durumunda buna ilişkin değişiklik metinleri, değişiklik gerekmiyorsa bu hususa ilişkin olarak ihraççı tarafından verilecek beyan,
- Satışı yürütecek yetkili kuruluşlarla yapılan halka arza aracılık sözleşmesinin bir örneği (Daha önce Kurula gönderilen aracılık sözleşmesi halen geçerli ve bu sözleşmede herhangi bir değişiklik yapılmadıysa tekrar gönderilmesine gerek bulunmamaktadır. Bu durumda ihraççı beyanı yeterlidir.),
- Kurula daha önce yapılan ihraç tavanı başvurusunda ihraççıya ait derecelendirme raporunun iletilmiş olması durumunda, söz konusu raporda yer alan derecelendirme notunda değişiklik olup olmadığına ilişkin beyan,
- Kurulca gerekli görülmesi halinde verilen bilgileri teyit eden belgeler ile Kurulca istenebilecek diğer belgeler.

İhracın arz programı izahnamesi ile yapılması halinde, yukarıdaki belgeler arasında yer alan sermaye piyasası aracı notu ve özetin arz programı sirküleri, ihraççı bilgi dokümanının ise arz programı izahnamesi olarak dikkate alınması gerekmektedir.

Kurulca onaylanmış bir ihraç tavanı geçerli iken ihraççı yeni bir ihraç tavan onayı talebiyle Kurula başvurabilir. Bu durumda, ihraççının talep etmesi hâlinde, önceki ihraç tavanı içerisinde henüz satışı gerçekleştirilmemiş olan kısmın tamamı veya bir kısmı, Kurulca uygun görülmesi üzerine iptal edilebilir.

Kurul, borçlanma araçlarına ilişkin ödeme yükümlülüklerinin bir banka veya üçüncü bir tüzel kişi tarafından garanti altına alınmasını veya satışın yapılacağı kişilerin niteliklerine ve/veya satış koşullarına sınırlama getirilmesini talep edebilir veyahut ihraç belgesinin geçerlilik süresini kısaltabilir.

Borçlanma araçlarının yurt içinde halka arz edilmeksizin ihracında, Kurulca onaylanmış ihraç belgesinin ihraççıya verilmesini takiben ihraççılar, Kurul nezdinde herhangi bir işlem yapılmasına gerek kalmaksızın Kurulca verilen ihraç tavanı dâhilinde her tertibin satışından önce MKK'ya başvurarak satış işlemini gerçekleştirirler. Yurt dışında yapılacak ihraçlarda ise Kurulca onaylanmış ihraç belgesinin ihraççıya verilmesini takiben ihraççılar, her tertibin satışından önce Kurulca belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde güvenli elektronik imza kullanılarak Kurula başvurulmasını takiben satış işlemini gerçekleştirirler.

2.2.1.5. Borçlanma Araçlarının Kayden İhracı ve MKK'ya Bildirim Zorunluluğu

Yurt içinde ihraç edilecek borçlanma araçlarının MKK nezdinde elektronik ortamda kayden ihracı ve bunlara ilişkin hakların hak sahipleri bazında izlenmesi zorunludur.

Yurt dışında ihraç edilecek borçlanma araçlarına ilişkin olarak borçlanma aracının ihraç tutarı, ihraç tarihi, ISIN kodu, vade başlangıç tarihi, vadesi, faiz oranı, saklamacı kuruluş, ihracın gerçekleştirildiği döviz cinsi ve ülkeye ilişkin bilgiler ihracın gerçekleştirilmesini takip eden üç iş günü içinde MKK'ya iletilir. MKK'ya iletilen bu bilgilerde erken itfa bildirimi dahil değişiklik olması halinde, değişikliğin yapıldığı tarihi takip eden üç iş günü içinde MKK'ya bilgi verilir.

II-128.7 sayılı Tebliğ ile yapılan değişiklik sonucunda, yurt dışında ihraç edilecek borçlanma araçlarının MKK nezdinde elektronik ortamda kayden ihracı ve bunlara ilişkin hakların izlenmesi zorunluluğu kaldırıldığından daha önce ihraççının talebi üzerine Kurul tarafından yurt dışında ihraç edilecek borçlanma araçlarının kayden ihraç edilmesi zorunluluğuna muafiyet verilmesi uygulamasına gerek kalmamıştır. Dolayısıyla, yurt dışında ihraç edilecek borçlanma araçlarına ilişkin olarak yukarıda belirtilen bilgilerin ve bu bilgilerde meydana gelecek değişikliklerin MKK'ya iletilmesi yeterli olacaktır.

2.2.1.6. Borçlanma Araçlarının İhracı ve Satışı

a) Satış Yöntemleri

Borçlanma araçları yurt içinde halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin ya da yurt dışında satılmak üzere ihraç edilebilir. Yurt içinde halka arz edilmeksizin yapılacak satışlar, nitelikli yatırımcıya satış ve birim nominal değeri asgari 100.000 TL olmak kaydıyla tahsisli satış olmak üzere iki şekilde yapılabilir.

b) İhraç Tavanı

İhraç edilecek borçlanma araçları, Tebliğe göre hesaplanacak olan ihraç limiti dâhilinde kalmak kaydıyla Kurulca uygun görülecek ihraç tavanı içinde farklı koşullar üzerinden tertipler halinde satılabilir. Yurt içinde ve yurt dışında yapılacak ihraçlar için Kuruldan farklı ihraç tavanları alınması zorunludur. Bu hükmün uygulanmasında;

i) Yurt içinde yapılacak ihraçlarda ihraç tavanı Türk Lirası üzerinden tespit olunur.

ii) Yurt dışında yapılacak ihraçlarda ihraç tavanı Türk Lirası veya döviz cinsinden tespit olunur. İhraç tavanı kapsamında yapılacak satışların ihraç tavanının verildiği para biriminden farklı bir para birimi üzerinden gerçekleştirilmesi mümkündür. Bu kapsamda gerçekleştirilecek ihraçlar için satış tutarının ilgili tavan dâhilinde kalıp kalmadığının tespiti sırasında ilgili satış tutarı ve aynı ihraç tavanı dâhilinde gerçekleştirilmiş önceki satış tutarları, ihraç tavanının verildiği para birimine çevrilir. Bu hesaplamada, tüm ihraçlar için, ilgili tertibin satışı amacıyla yapılacak başvurudan bir önceki iş gününde geçerli olan gösterge niteliğindeki TCMB döviz satış kuru, ilgili çapraz kur veya TCMB tarafından alım satıma konu olmayan dövizlere ilişkin bilgi amaçlı kur tablosunda belirtilen döviz kurları esas alınır.

iii) Döviz cinsinden talep edilen ihraç tavanının tertip ihraç belgesinin hesaplanan ihraç limiti dâhilinde olup olmadığının tespitinde, ihraç tavanının onaylanması amacıyla Kurula yapılan başvuru tarihinden bir önceki iş gününde geçerli olan gösterge niteliğindeki TCMB döviz satış kuru veya TCMB tarafından alım satıma konu olmayan dövizlere ilişkin bilgi amaçlı kur tablosunda belirtilen döviz kurları esas alınır.

İzahnamede belirtilmesi ve satışa sunulan toplam tutarın yüzde ellisini aşmaması kaydıyla ihraç tavanı dâhilinde ek satış yapılabilir. Ancak, izahnamede ihraç edilecek borçlanma araçlarının ek satış dâhil toplam tutarının belirtilmesi zorunludur.

c) Satışından Vazgeçilen veya Satılamayan Borçlanma Araçları

İhraççı tarafından halka arz edilerek yapılan satış kapsamında satışından vazgeçilen veya tamamı ya da bir kısmı satılamayan borçlanma araçları Kurulca onay verilen ilgili ihraç tavanı dâhilinde satışa sunulabilir. Satışından vazgeçilen veya satılamayan bu borçlanma araçlarının;

➤ Aynı ihraç koşullarıyla satışa sunulmak istenmesi durumunda, ihraç öncesinde KAP'ta özel durum açıklaması yapılması gerekir. Bu durumda, Kanunun 8 inci maddesi²⁶ hükümleri saklı kalmak üzere, daha önce Kurul tarafından onaylanan izahnamede değişiklik yapılması gerekmez.

➤ Faiz, vade veya tür gibi ihraç koşulları değiştirilerek satışa sunulmak istenmesi durumunda, ihraç öncesinde izahnamenin onaylanması amacıyla Kurula başvurulması gerekir.

ç) Satış Esasları

Borçlanma aracı ihracında kullanılacak izahnamenin birden fazla belgeden (İhraççı Bilgi Dokümanı, Sermaye Piyasası Aracı Notu ve Özet) oluşacak şekilde hazırlanması zorunludur. Kurulun izahname hazırlanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde birden fazla belge şeklinde düzenlenerek Kurula sunulacak izahnameye ilişkin olarak bu Tebliğde yer alan atıflarda, izahnamenin birden fazla belge şeklinde düzenlendiği hususu dikkate alınarak ilgili belge kapsamında işlem yapılır.

Aynı tertip içinde satışa sunulan farklı tür, faiz oranı ve/veya vadelerdeki borçlanma araçları arasında gelen talebe göre aktarma yapılabilir.

İhraç edilecek borçlanma araçlarına ilişkin satış süresinin belirlenmesinde Kurulun ilgili düzenlemelerine uyulur.

Borçlanma araçlarının yatırımcı hesaplarına aktarıldığı ilk gün vade başlangıç tarihi olarak kabul edilir.

İhraççılar tarafından, borçlanma araçlarına yatırım yapmak üzere nakit para karşılığı talepte bulunan yatırımcıların, talepte bulundukları gün ile vade başlangıç tarihi arasında geçen sürede sağlanması muhtemel getiriden mahrum kalınmasının önlenmesi için gerekli tedbirlerin alınması zorunludur.

d) Borsada İşlem Görme

Halka arz edilecek borçlanma araçlarının borsada işlem görmesi ve ihraççıların Kurula yapılacak başvurusunun yanı sıra bu amaçla borsaya başvurmaları zorunludur. Yurt içinde halka arz edilmeksizin ihraç edilecek borçlanma araçlarının ise borsada işlem görmesinin planlanması durumunda, ihraççının bağımsız denetimden/incelemeden geçmiş en son tarihli finansal tabloları ve başvuru formu da ihraç belgesi ile birlikte KAP'ta ilan edilir. Söz konusu finansal tabloların halihazırda KAP'ta ilan edilmiş olması durumunda finansal tabloların tekrar ilan edilmesine gerek bulunmamaktadır.

e) Borçlanma Aracı İhracında Muafiyetler

Bankalar hariç olmak üzere, sermayelerinin yüzde doksan beşi veya daha fazlası doğrudan Hazineye ait olan halka açık olmayan ortaklıkların borçlanma aracı ihracı talebiyle Kurula yapacakları başvurularda, ihraççının talebi halinde Tebliğde öngörülen yükümlülüklerden kısmen veya tamamen muafiyet verilebilir.

Yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketlerine ilişkin özel hükümler saklıdır.

2.2.1.7. Kurul Ücreti

Satışı yapılacak borçlanma araçlarının varsa nominal değerinden aşağı olmamak üzere, ihraç değeri üzerinden Kurul ücretinin hesaplanmasında aşağıdaki oranlar esas alınır.

- Vadesi 179 güne kadar olanlar için on binde beş,
- Vadesi 180 gün ile 364 gün arasında olanlar için on binde yedi,
- Vadesi 365 gün ile 730 gün arasında olanlar için binde bir ve
- Vadesi 730 günden daha uzun olanlar için on binde on beş.

➤ Kurul ücretinin hesaplanmasında, aşağıda sayılanlar haricindeki ihraççılar için yukarıda belirtilen oranların yüzde yetmiş beşi esas alınır:

²⁶ Madde 8-İzahnamedeki değişiklikler ve yeni hususların izahnameye eklenmesi

- 5411 sayılı Kanunda tanımlanan banka ve finansal kuruluşlar,
- 6361 sayılı Kanunda tanımlanan şirketler,
- Yurt dışında yerleşik ihraççılar ve
- Kanunda tanımlanan sermaye piyasası kurumları.

Ücretlerin hesaplanmasında bir yıl 365 gün olarak uygulanır.

Yurt içinde ihraç edilecek borçlanma araçlarına ilişkin ücret, izahname veya ihraç belgesinin ihraççıya teslim edilmesinden sonra, MKK'nın belirlediği esaslar çerçevesinde borçlanma araçlarının ihraççı havuz hesaplarına aktarılmasından önce Kurul bütçesine gelir kaydedilmek üzere yatırılır.

Yurt dışında ihraç edilecek borçlanma araçları için ise, ihraç belgesinin ihraççıya teslim edilmesinden sonra, ancak her tertibin satışından önce Kurul bütçesine gelir kaydedilmek üzere yatırılır. İhracın döviz cinsinden gerçekleştirilecek olması durumunda, Kurul ücretinin hesaplanmasına esas teşkil eden tutar Kurula yapılacak başvuru tarihinden bir önceki iş gününde geçerli olan ilgili TCMB döviz satış kuru veya TCMB tarafından alım satımına konu olmayan dövizlere ilişkin bilgi amaçlı kur tablosunda belirtilen döviz kurları esas alınmak suretiyle hesaplanacak Türk Lirası karşılığı üzerinden belirlenir.

2.2.1.8. İkinci El Piyasa İşlemleri

Borsada işlem gören borçlanma araçlarının borsada ve borsa dışında alım satımı borsa düzenlemeleri çerçevesinde mümkündür.

Borsada dışında gerçekleştirilen işlemlerde fiyatların kamuya duyurulması hususunda Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde yer alan hükümlere uyulur.

2.2.2. Tahviller

2.2.2.1. Tanımı ve Genel Esasları

İhraççıların Borçlanma Araçları Tebliği hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde veya vade tarihine kadar taksitler halinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma aracı tahvil olarak tanımlanmıştır.

Tahviller iskontolu, primli ve/veya kupon ödemeli olarak satılabilir. Tahvillerin nominal değeri, vade tarihinde bir defada veya vade içinde taksitler halinde ödenebilir.

Tahvillere ödenecek faiz oranı ile ödeme koşullarına ilişkin esaslar, ihraççılar tarafından belirlenir. Söz konusu unsurlarda, kanuni zorunluluklar ve fiili imkansızlıklar saklı kalmak kaydıyla değişiklik yapılmaması esastır. Ancak yurt içinde halka arz edilmeksizin ihraç edilen borçlanma araçlarının faiz, vade gibi koşullarında değişiklik yapılması, bu değişikliklere yazılı onay veren yatırımcılar bakımından mümkündür. Yurt içinde halka arz edilmek suretiyle ihraç edilen borçlanma araçlarının koşullarında değişiklik yapılmak istenmesi durumunda ise buna ilişkin esaslar Kurulca belirlenir.

İhraç edilmiş tahviller, ihraççı tarafından geri alınabilir. Geri alınan bu tahvillerin vade boyunca satılması, elde tutulması veya vadeden önce MKK nezdinde gerekli işlemlerin yapılması suretiyle iptali mümkündür. Kurul, bu işlemler için ihraççı türleri bazında farklı esaslar belirleyebilir. Tahvillerin ihraççı tarafından geri alınmasının borsa dışında gerçekleştirilmesi durumunda, bu işlemlerde uygulanacak geri alım ve satım fiyatlarının ihraççının internet sitesinde açıklanması gerekir.

Bu bağlamda, gerçekleştirilecek işlemlerin yatırımcılar arasında eşitsizlik yaratmayacak şekilde gerçekleştirilmesinden ihraççı sorumludur. Gerçekleştirilecek bu işlemlerin sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesinden kaçınmak amacıyla yapıldığının tespit edilmesi durumunda, Kurulca gerekli tedbirler alınır.

Yurt dışında gerçekleştirilen ihraçlarda bu hususlar, ihracın gerçekleştirildiği ülke mevzuatı saklı kalmak kaydıyla ihraççı ve yatırımcılar arasında serbestçe belirlenebilir.

2.2.2.2. Erken İtfa Edilebilir Tahviller

Tahvillerin ihraççının veya yatırımcının talebine bağlı olarak kısmen veya tamamen erken itfa edilebilir nitelikte ihraç edilmesi mümkündür. Yurt içinde gerçekleştirilen ihraçlarda erken itfaya ilişkin esaslara izahname veya ihraç belgesinde yer verilir. Yurt dışında gerçekleştirilen ihraçlarda ise erken itfaya ilişkin esaslar, ihracın gerçekleştirildiği ülke mevzuatı saklı kalmak kaydıyla ihraççı ve yatırımcılar arasında serbestçe belirlenebilir.

2.2.2.3. Tahvillere Kârdan Pay Verilmesi

İhraççılar esas sözleşmelerinde veya varsa özel mevzuatlarında hüküm bulunmak şartıyla tahvillere kârdan pay verebilirler. İhraççılar, tahvillere ödenecek kâr payının belirlenmesinde aşağıdaki esaslardan birini seçebilir:

- Faiz ve buna ek olarak, tahvile kârdan pay verilmesi,
- Kâr payının faizden daha az olması halinde, faiz ödenmesi; faiz getirisine eşit veya daha fazla kâr payı tahakkuk etmişse kâr payının ödenmesi,
- Bir faiz öngörülmezsizin tahvile kârdan pay verilmesi.

Halka açık ortaklıklar açısından tahvillere ödenecek kâr payı, ihraççıların esas sözleşmesinde veya kar dağıtım politikasında pay sahipleri için belirlenen kâr payı miktarını azaltamaz.

Tahvillere ödenecek kâr payı, Kurulun sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış yıllık finansal tablolarının ve kâr payı dağıtım kararının ihraççı genel kurulunca onaylanmasını müteakip dağıtılır.

Aynı koşullara sahip tahvillere ödenecek kâr payı, dağıtım tarihi itibarıyla mevcut tahvillerin tümüne, bunların ihraç ve vade tarihleri dikkate alınmadan dağıtılır.

2.2.3. Paya Dönüştürülebilir Tahviller

2.2.3.1. Tanımı ve Genel Esasları

Tebliğ’de paya dönüştürülebilir tahvil (PDT), ihraççı ortaklığın sermaye artırımını suretiyle çıkaracağı paylara veya izahnamede veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren borçlanma aracı olarak tanımlanmıştır. PDT’nin vadesi 365 günden az olamamaktadır. PDT’lerin paylara dönüştürülmesi vade başlangıç tarihinden itibaren en erken 365 gün sonra yapılabilir.

PDT’lerin paya dönüştürülmesi PDT’nin nominal değeri üzerinden gerçekleştirilir. İzahnamede veya ihraç belgesinde belirtilmesi kaydıyla PDT’nin dönüştürme tarihinde ödenecek olan faiz tutarı da nominal değere eklenerek dönüştürme işlemine tabi tutulabilir. Dönüştürme gününe kadar işlemiş faizler ise PDT sahiplerine nakden ödenir.

PDT’lere ilişkin Tebliğ’de dikkat çeken bir husus dönüştürme giderlerinin tamamının ihracı gerçekleştiren şirkete ait olmasıdır. Diğer bir ifade ile dönüşüm sırasında PDT’leri satın alan yatırımcılar dönüşüm masrafı ödemezler.

PDT’lerin halka arz edilerek satılacak olması durumunda, ihraççının;

- Paylarının borsada işlem görmesi,
- Kayıtlı sermaye sisteminde olması ve
- Ortaklık yönetim kurulunun pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması konusunda esas sözleşme ile yetkili kılınmış olması

zorunludur. Bu zorunluluk ile PDT’lerin sermaye artırımını suretiyle paya dönüştürülmesi sürecindeki sürecin hızlandırılması hedeflenmiştir.

Halka açık ortaklıkların PDT ile dönüştürülmek üzere ihraç ettikleri ve artırılacak sermayelerini

temsil eden payları, TTK'nın 461 inci maddesiyle ortaklara tanınan yeni pay alma hakkı da dâhil olmak üzere, her türlü önceliklerden öne alınarak PDT sahiplerine tahsis olunur.

Ortaklık tarafından yükümlülüklerin tam olarak yerine getirilmesine rağmen Borçlanma Araçları Tebliği'nde belirtilen esaslara uygun olarak dönüştürme hakkını kullanmayan PDT sahiplerinin dönüştürme hakları ortadan kalkmakta ve bu durumdaki PDT sahipleri anapara ve işlemiş faizlerini almaktadırlar.

PDT'lerle ilgili olarak bu bölümde yer almayan hususlarda, mahiyetine uygun düştüğü ölçüde yukarıda "2.2.2. Tahviller" bölümünde verilen tahvillere ilişkin düzenlemelere uyulması gerekmektedir. İhraççının talebinin Kurulca uygun görülmesi durumunda, yurt içinde halka arz edilmeksizin ve yurt dışında gerçekleştirilen ihraçlarda bu bölümde yer alan hükümlerden farklı esaslar uygulanması mümkündür.

2.2.3.2. Dönüştürme Fiyatı ve Oranı

Dönüştürme fiyatı, PDT sahiplerine sahip oldukları tahviller karşılığında verilecek paylar için esas alınacak fiyattır.

Dönüştürme oranı ise, dönüştürme sırasında PDT'nin nominal değeri karşılığında verilecek pay sayısını gösterir. Halka arz edilecek PDT'lerin dönüştürme oranına ilişkin rapor, yetkili kuruluş tarafından PDT'lere ilişkin izahnamenin onaylanmak amacıyla Kurula gönderilmesi aşamasında hazırlanır. Dönüştürme oranının küsuratlı olması durumunda, dönüştürme sırasında toplam üzerinden küsurata isabet eden pay tutarı PDT sahibine nakden ve peşinen ödenir. Bu hesaplamada dönüştürme fiyatı esas alınır.

Payları borsada işlem gören ortaklıklarca ihraç edilecek PDT'lerin halka arz edilmeksizin satılması durumunda, dönüştürme fiyatının uygulanmasında payları borsada işlem gören ortaklıkların halka arz edilmeksizin gerçekleştirecekleri sermaye artırımlarına ilişkin fiyat tespit esasları dikkate alınır. Burada belirtilmesi gereken bir husus, ihraç edilmiş PDT'lere ilişkin dönüştürme işlemlerinin ortaklığın ve mevcut ortaklarının hak ve menfaat kaybına neden olacak şekilde gerçekleştirilemeyeceğidir.

İhraç edilen PDT'lerin vadesi içerisinde sermaye artırımı, kâr payı ödemesi ve benzeri nedenlerle pay fiyatını etkileyen işlemler olması durumunda dönüştürme oranının belirlenmesinde düzeltilmiş fiyatlar esas alınır. Yeniden hesaplanan dönüştürme oranı ortaklık tarafından KAP'ta yapılan özel durum açıklaması ile kamuya duyurulur. Bu durumda izahnamede değişiklik yapılması gerekmez.

2.2.3.3. PDT'lerin İtfası

Borçlanma Araçları Tebliği'nin ilgili hükümleri saklı kalmak üzere, PDT'ler vade tarihinde veya vadeden önce paylara dönüştürülmek suretiyle itfa edilebilir. PDT'lerin vade tarihinden önce;

- Bir itfa planına bağlı olarak,
- Ortaklığın talebine bağlı olarak,
- PDT sahibinin talebine bağlı olarak

paylara dönüştürülmesi mümkündür. Buna ilişkin esaslar aşağıda verilmektedir.

PDT'lerin dönüştürülmesi sermaye artırımı suretiyle gerçekleştirilir. Halka açık ortaklıklar sermaye artırımını ilgili Kurul düzenlemelerinde yer alan esaslar çerçevesinde şarta bağlı olarak da gerçekleştirebilir. Dönüşümün sermaye artırımı yapılmadan gerçekleştirilebilmesine ilişkin olarak Borçlanma Araçları Tebliği'nin ortaklığın talebine bağlı dönüştürme ile PDT sahibinin talebine bağlı dönüştürme kısmında yer alan hükümler saklıdır. Halka açık olmayan ortaklıkların PDT ihracı nedeniyle yapacakları şarta bağlı sermaye artırımlarında ise TTK hükümleri uygulanır.

PDT'leri paylara dönüştürmek üzere yapılacak sermaye artırımlarında, Kurulun ilgili düzenlemelerinde yer alan tahsisli satışlarda satışa başlanmasına ve satışın tamamlanmasına ilişkin süreler ile tahsisli olarak gerçekleştirecek pay satışının borsanın ilgili pazarında gerçekleştirilmesine ilişkin zorunluluğa uyulması gerekmez.

İzahnamede veya ihraç belgesinde belirtilmesi, PDT sahipleri arasında eşitsizliğe yol açacak sonuçlar doğurmaması ve Kurulca da uygun görülmesi kaydıyla, itfa tarihinde Borçlanma Araçları Tebliğinde belirlenen esaslardan farklı uzlaşma yöntemlerinin kullanılması mümkündür.

Dönüştürülecek PDT'lere ilişkin olarak yapılacak talep toplama ve bildirim işlemlerinin yetkili kuruluş vasıtası ile yapılması zorunludur. Dönüştürme işlemlerinin itfa planına uygun olarak tam ve zamanında yerine getirilmesinden ise ortaklık sorumludur. Bu bağlamda, dönüştürme yöntemlerine özgü diğer esaslar aşağıda verilmektedir.

a) İtfa Planına Bağlı Dönüştürme

PDT'lerin paylara taksitler halinde dönüştürülmesi durumunda, son taksidin PDT'nin vade tarihine denk gelecek şekilde belirlenmesi zorunludur. İtfa planına bağlı dönüştürmede sermaye artırımının, önceden talep toplamaksızın veya önceden talep toplamak suretiyle aşağıdaki esaslar çerçevesinde gerçekleştirilmesi mümkündür:

➤ Ortaklık, önceden talep toplamaksızın, dönüştürülecek PDT tutarı karşılığında verilmesi gereken payı temsil eden tutarda sermaye artırımı yaparak, paylarını dönüştürülmek üzere PDT sahiplerine teklif eder. İtfa edilecek PDT'lerin sahipleri, dönüştürme süresi içinde bu haklarını PDT'lerini paylara dönüştürmek veya anaparalarını işlemiş faiziyle birlikte geri almak şeklinde kullanırlar. On iş gününü geçmeyecek şekilde belirlenen dönüştürme süresi içerisinde ortaklığa dönüştürme talebiyle başvuruda bulunmayan PDT sahiplerinin iradeleri PDT bedellerinin nakden ödenmesi şeklinde değerlendirilir ve bu bedeller PDT'lerin dönüştürme süresinin sonunda ortaklık tarafından ilgili PDT sahiplerinin hesaplarına aktarılır. Dönüştürme süresinin sonunda, paylarla değiştirilmeyen PDT'ler nedeniyle ortaklığın elinde kalan paylar iptal edilir.

➤ Ortaklık, önceden talep toplamak suretiyle, PDT'lerin paylara dönüştürülmesi hakkının kullanılabilmesi için, dönüştürmeye ilişkin talep toplama süresinin başlangıç tarihinden en az 15 (onbeş) gün önce KAP'ta özel durum açıklaması yapar. Yapılacak özel durum açıklamasında, dönüştürmeye ilişkin talep toplama tarihleri, başvuru yerleri ile dönüştürmeye ilişkin diğer hususlar belirtilir. Dönüştürmeye ilişkin talep toplama süresi 10 (on) iş gününü geçemez. Ortaklık talepte bulunan PDT sahiplerine yönelik olarak, PDT tutarı karşılığında verilmesi gereken pay sayısını temsil eden tutarda sermaye artırımı yaparak paylarını, dönüştürülmek üzere, bu kişilere teklif eder. Dönüştürmeye ilişkin talep toplama süresi içerisinde talepte bulunmayan PDT sahiplerinin tüm hakları devam eder.

b) Ortaklığın Talebine Bağlı Dönüştürme

PDT'lerin tamamı veya bir kısmı ortaklığın talebine bağlı olarak vadeden önce paylara dönüştürülebilir. PDT'lerin paylara dönüştürülmesi hakkının kullanılabilmesi için, dönüştürmeye ilişkin talep toplama süresinin başlangıç tarihinden en az 15 (onbeş) gün önce ortaklık tarafından KAP'ta özel durum açıklaması yapılır. Yapılacak özel durum açıklamasında; dönüştürmeye ilişkin talep toplama tarihleri, başvuru yerleri ve ortaklığın dönüştürme çağrısını kabul etmeyen PDT sahiplerine yapılacak ödeme ile dönüştürmeye ilişkin diğer hususlar belirtilir. Dönüştürmeye ilişkin talep toplama süresi 10 (on) iş gününü geçemez.

Talep toplama süresi içerisinde talepte bulunmayan PDT sahiplerinin iradeleri PDT bedellerinin nakden ödenmesi şeklinde değerlendirilir ve bu bedeller PDT'lerin dönüştürme tarihinde ortaklık tarafından ilgili PDT sahiplerinin hesaplarına aktarılır.

Dönüştürme hakkı kullanılmak üzere talepte bulunulan toplam PDT'ler karşılığında verilecek pay sayısının, ortaklığın toplam pay sayısına oranının %5'in altında kalması durumunda ortaklıklar tarafından sermaye artırımını yapılmaz.

Ortaklık söz konusu bildirimde kolaylıkla yapılabilmesi için gerekli önlemleri almakla da yükümlüdür.

c) PDT Sahibinin Talebine Bağlı Dönüştürme

PDT'lerin tamamı veya bir kısmı PDT sahibinin talebine bağlı olarak vadeden önce paylara dönüştürülebilir. Dönüştürme hakkını kullanmak isteyen PDT sahipleri, PDT'lerin ihracı esnasında belirtilmiş olan tarihlerden en erken bir ay önce dönüştürme hakkının kullanımı için ortaklığa bildirimde

bulunurlar. Bu bildirimin yetkili kuruluş vasıtası ile yapılması zorunludur. Ortaklık, söz konusu bildirimin kolaylıkla yapılabilmesi için gerekli önlemleri almakla yükümlüdür.

Dönüştürme hakkı kullanılmak üzere talepte bulunulan toplam PDT'ler karşılığında verilecek pay sayısının, ortaklığın toplam pay sayısına oranının %5'in altında kalması durumunda halka açık ihraççılar tarafından sermaye artırımını yapılmayabilir.

2.2.4. Değiştirilebilir Tahviller

2.2.4.1. Tanımı ve Genel Esasları

Borçlanma Araçları Tebliği'nde değiştirilebilir tahvil (DET); ihraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren borçlanma aracı olarak tanımlanmıştır.

DET'in vadesi 365 günden az olamaz. PDT ihracına paralel olarak DET'lerin paylarla değiştirilmesi vade başlangıç tarihinden itibaren en erken 365 gün sonra yapılabilir. DET'lerin paylarla değiştirilmesi nominal değer üzerinden gerçekleştirilir. Değiştirme gününe kadar işlemiş faizler ise DET sahiplerine nakden ödenir ve değiştirme giderlerinin tamamı ihraççıya aittir.

İhraççı tarafından yükümlülüklerin tam olarak yerine getirilmesine rağmen değiştirme hakkını kullanmayan DET sahiplerinin değiştirme hakları ortadan kalkar ve bu durumdaki DET sahipleri anapara ve işlemiş faizleri alırlar.

DET'lerle ilgili olarak bu bölümde yer almayan hususlarda, mahiyetine uygun düştüğü ölçüde yukarıda "2.2.2. Tahviller" bölümünde verilen tahvillere ilişkin düzenlemelere uyulması gerekmektedir. İhraççının talebinin Kurulca uygun görülmesi durumunda, yurt içinde halka arz edilmeksizin ve yurt dışında gerçekleştirilen ihraçlarda bu bölümde yer alan hükümlerden farklı esaslar uygulanabilir.

2.2.4.2. Değiştirme Fiyatı ve Oranı

Değiştirme fiyatı, DET sahiplerine sahip oldukları tahviller karşılığında verilecek paylar için esas alınacak fiyattır.

Değiştirme oranı ise, değiştirme sırasında DET'in nominal değeri karşılığında verilecek pay sayısını gösterir. Halka arz edilecek DET'lerin değiştirme oranına ilişkin rapor yetkili kuruluş tarafından, DET'lere ilişkin izahnamenin onaylanmak amacıyla Kurula gönderilmesi aşamasında hazırlanır.

DET'lerin halka arz edilmeksizin satılması durumunda itfa tarihinde uygulanacak değiştirme fiyatının belirlenmesinde, payları borsada işlem gören ortaklıkların halka arz edilmeksizin gerçekleştirecekleri sermaye artırımlarına ilişkin fiyat tespit esasları uygulanır.

İhraç edilmiş DET'lere ilişkin değiştirme işlemleri, ihraççının ve mevcut ortakların hak ve menfaat kaybına neden olacak şekilde gerçekleştirilemez.

İhraç edilen DET'lerin vadesi içerisinde sermaye artırım, kâr payı ödemesi ve benzeri nedenlerle pay fiyatını etkileyen işlemler olması durumunda değiştirme oranının belirlenmesinde düzeltilmiş fiyatlar esas alınır. Yeniden hesaplanan değiştirme oranının yatırımcılara nasıl duyurulacağına ilişkin esaslara izahname veya ihraç belgesinde yer verilir.

2.2.4.3. DET'in İtfası

Borçlanma Araçları Tebliği'nin ilgili hükümleri saklı kalmak üzere, DET'ler vade tarihinde veya vadeden önce paylarla değiştirilmek suretiyle itfa edilir. DET'lerin vade tarihinden önce;

- Bir itfa planına bağlı olarak,
- İhraççının talebine bağlı olarak ve
- DET sahibinin talebine bağlı olarak

paylarla değiştirilmesi mümkündür.

İzahnamede veya ihraç belgesinde belirtilmesi, DET sahipleri arasında eşitsizliğe yol açacak sonuçlar doğurmaması ve Kurulca da uygun görülmesi kaydıyla, itfa tarihinde Borçlanma Araçları Tebliği'nde belirlenen esaslardan farklı uzlaşma yöntemlerinin kullanılması mümkündür.

Değiştirilecek DET'lere ilişkin olarak yapılacak talep toplama ve bildirim işlemlerinin yetkili kuruluş vasıtası ile yapılması zorunludur. Değiştirme işlemlerinin itfa planına uygun olarak tam ve zamanında yerine getirilmesinden ihraççı sorumludur. Bu bağlamda, değiştirme yöntemlerine özgü diğer esaslar aşağıda verilmektedir.

a) İtfa Planına Bağlı Değiştirme

DET'lerin paylar ile taksitler halinde değiştirilmesi durumunda, son taksidin DET'in vade tarihine denk gelecek şekilde belirlenmesi zorunludur. DET'lerin paylar ile değiştirilmesi hakkının kullanılabilmesi için, değiştirmeye ilişkin talep toplama süresinin başlangıç tarihinden en az 15 (onbeş) gün önce ihraççı tarafından KAP'ta özel durum açıklaması yapılır. Yapılacak özel durum açıklamasında, değiştirmeye ilişkin talep toplama tarihleri, başvuru yerleri ile değiştirmeye ilişkin diğer hususlar belirtilir.

Değiştirmeye ilişkin talep toplama süresi 10 (on) iş gününü geçemez. DET sahipleri değiştirme süresi içinde bu haklarını, DET'lerini paylar ile değiştirmek veya anaparalarını işlemiş faiziyle birlikte geri almak üzere kullanırlar. İhraççı değiştirme talebinde bulunan DET sahiplerine yönelik olarak, değiştirilecek DET tutarı karşılığında verilmesi gereken miktardaki paylarını değiştirmek üzere DET sahiplerine arz eder.

Değiştirmeye ilişkin talep toplama süresi içerisinde talepte bulunmayan DET sahiplerinin tüm hakları devam eder.

b) İhraççının Talebine Bağlı Değiştirme

DET'lerin tamamı veya bir kısmı ihraççının talebine bağlı olarak paylar ile değiştirilebilir. DET'lerin paylar ile değiştirilmesi hakkının kullanılabilmesi için, değiştirmeye ilişkin talep toplama süresinin başlangıç tarihinden en az 15 (onbeş) gün önce ihraççı tarafından KAP'ta özel durum açıklaması yapılır. Yapılacak özel durum açıklamasında; değiştirmeye ilişkin talep toplama tarihleri, başvuru yerleri ve ihraççının değiştirme çağrısını kabul etmeyen DET sahiplerine yapılacak ödeme ile değiştirmeye ilişkin diğer hususlar belirtilir. Değiştirmeye ilişkin talep toplama süresi 10 (on) iş gününü geçemez.

Talep toplama süresi içerisinde talepte bulunmayan DET sahiplerinin iradeleri DET anapara ve işlemiş fazi tutarının nakden ödenmesi şeklinde değerlendirilir ve bu bedeller DET'lerin değiştirme tarihinde ihraççı tarafından ilgili DET sahiplerinin hesaplarına aktarılır.

İhraççı söz konusu bildirim kolaylıkla yapılabilmesi için gerekli önlemleri almakla yükümlüdür.

c) DET Sahibinin Talebine Bağlı Değiştirme

DET'lerin tamamı veya bir kısmı DET sahibinin talebine bağlı olarak paylarla değiştirilebilir. Değiştirme hakkını kullanmak isteyen DET sahipleri, DET'lerin ihracına ilişkin izahnamede belirtilen tarihlerden en erken bir ay önce değiştirme hakkının kullanımı için ihraççıya bildirimde bulunurlar. Bu bildirimin yetkili kuruluş vasıtası ile yapılması zorunludur. İhraççı, söz konusu bildirim kolaylıkla yapılabilmesi için gerekli önlemleri almakla yükümlüdür.

2.2.5. Finansman Bonoları

Borçlanma Araçları Tebliği'nde "finansman bonusu", ihraççıların Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde veya vade tarihine kadar taksitler halinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 30 günden az 364 günden fazla olmayan borçlanma aracı olarak tanımlanmıştır.

Finansman bonoları, ihraççı tarafından belirlenen vadeye uygun iskonto oranları ile iskonto edilerek bulunan fiyat üzerinden satılır. Finansman bonolarının kupon ödemeli olarak ihracı mümkündür.

Tahvillere ilişkin olarak yukarıda “2.2.2. Tahviller” başlıklı bölümde belirtilen esaslar mahiyetine uygun düştüğü ölçüde finansman bonolarında kıyasen uygulanır.

2.2.6. Kıymetli Maden Bonoları

Kıymetli maden bonoları, kıymetli madenin işlem gördüğü borsalara üye olan kıymetli maden aracı kurumlarının belli miktarda kıymetli maden cinsinden ihraç ettikleri ve nominal değerinin vade tarihinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 30 günden az 364 günden fazla olmayan borçlanma araçları olarak tanımlanmaktadır.

Kıymetli maden bonolarının satış bedeli, Türk Lirası, döviz veya kıymetli maden olarak tahsil edilir.

Kıymetli maden bonolarına ilişkin ödemeler, ödeme tarihinde kıymetli madenin ihraç sırasında belirlenen borsasında oluşan ağırlıklı ortalama fiyatı esas alınarak, Türk Lirası veya ödeme tarihinde TCMB tarafından ilan edilen döviz satış kuru kullanılmak suretiyle, döviz cinsinden veya ihraç sırasında fiziki teslim öngörülmüşse kıymetli maden cinsinden yetkili kuruluş vasıtasıyla yapılır.

Kıymetli maden bonoları ile ilgili olarak bu bölümde yer almayan hususlarda yukarıda “2.2.2. Tahviller” bölümünde yer verilen esaslar mahiyetine uygun düştüğü ölçüde esas alınır.

2.2.7. Diğer Borçlanma Araçları

Borçlanma Araçları Tebliği’nde sayılmamakla birlikte, Kurulun diğer düzenlemelerinin kapsamı içinde yer almayan ve niteliği itibarıyla borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarına ait izahname veya ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin başvurular, Tebliğin ilgili hükümlerinin kıyasen uygulanması suretiyle sonuçlandırılır.

Niteliği itibarıyla borçlanma aracı olduğu kabul edilen sermaye piyasası araçlarından, yatırımcı tarafından ödenen bedelin tamamının geri ödeneceği taahhüdünü içermeyen özellikteki borçlanma araçları, yurt içinde halka arz edilerek veya tahsisli olarak satılamaz. Yatırımcı tarafından ödenen bedelin tamamının geri ödenip ödenmediğine ilişkin tespit, yatırımcıya yapılan geri ödemelerin vade içinde veya vade sonunda yapıldığına bakılmaz.

Bankaların ihraç ettiği özkaynak hesaplamasına (sermaye benzeri borçlanma araçları) dahil edilecek nitelikteki borçlanma araçları için Tebliğin PDT’ye ilişkin hükümleri uygulanmaz. Bankaların bu nitelikteki borçlanma araçlarının ihracına ve halka açık bankalar bakımından paya dönüştürülmesine ilişkin esaslar Kurulca belirlenir.

2.3. BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ KURULU TEBLİĞİ

Yatırımcıların değişen koşullara göre toplu bir şekilde hareket edebilmesine ve ihraççılar ile yatırımcıların borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarının değişmesi yönünde mutabakata varabilmesine imkan sağlamak amacıyla Sermaye Piyasası Kanunu’na 25/02/2020 tarihli ve 31050 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 20/02/2020 tarih ve 7222 sayılı Kanun ile eklenen 31/A maddesine dayanılarak 11/09/2020 tarih ve 31241 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren II-31/A.1 sayılı Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği’nde (II-31/A.1 sayılı Tebliğ) aşağıdaki hususlar düzenlenmiştir:

- Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu (BASK) sisteminin temel işleyişi

Borçlanma aracına ait asli hüküm ve şartlarda yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek nitelikteki değişikliklerin yapılabilmesi için öncelikle Tertip BASK kararı alınması gerekmektedir. "Asli hüküm ve şart" kavramı II-31/A.1 sayılı Tebliğde asgari olarak faiz, vade ve anapara olarak ele alınmış olup, ihraççı tarafından borçlanma aracına ilişkin olarak hazırlanan izahname veya ihraç belgesinde veya bu belgelere dayanılarak Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.’de (MKK) tanımlanmış diğer hüküm ve şartlar da ihtiyari olarak asli hüküm ve şart olarak belirlenebilmektedir. Asli hüküm ve şartlarda veya ihraççı tarafından ihtiyari olarak asli hüküm ve şart olarak kabul edilen diğer unsurlarda yapılması söz konusu olan değişikliklerin "Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek nitelikte olması" halinde Tertip BASK toplanması gerekmektedir.

Tertip BASK toplantılarında kararlar, izahname ve/veya ihraç belgesinde aksine daha ağır nisap öngörülmesi bulunmadıkça, her bir tertibin tedavülde bulunan toplam nominal bedelinin üçte iki çoğunluğunu temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin olumlu oyu ile alınır.

Tertip BASK toplantılarında alınan kararlar toplantı tarihinden itibaren en geç üç iş günü içerisinde ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmadıkça geçerli olmaz. İhraççının yönetim kurulu tarafından onaylanan ve Genel BASK kararı ile reddedilmemiş olan Tertip BASK kararları, bu kararlara olumlu oy vermeyen veya usulüne uygun şekilde yapılan çağrıya rağmen toplantıya katılmayan aynı tertip borçlanma aracı sahipleri için de hüküm ifade eder.

Tertip BASK'ta alınmış ve ihraççının yönetim kurulunca onaylanmış bir kararın kendi haklarını olumsuz etkilediği gerekçesiyle ihraççının aynı veya farklı ihraç tavanlarına dahil tedavülde bulunan tüm diğer tertip borçlanma araçlarının nominal değerinin yüzde yirmisine sahip olanlar yönetim kurulunun onay kararından itibaren en geç beş iş günü içinde Genel BASK'ın toplanmasını talep edebilir. Bu süre geçtikten sonra Genel BASK'ın toplanması talep edilemez ve Tertip BASK'ta alınan kararlar kesinlik kazanır.

Genel BASK, ilgili Tertip BASK kararının ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylandığı tarihten itibaren on beş iş günü içinde toplanır. Yönetim kurulu tarafından usulüne uygun yapılan çağrıya rağmen Genel BASK'ın bu süre içinde asgari olarak beşinci fıkrada yer alan karar nisabını sağlayacak şekilde toplanmaması halinde Tertip BASK kararları kesinlik kazanır.

Genel BASK toplantılarında kararlar, bu toplantıya katılma hakkı veren borçlanma araçlarının toplam nominal bedelinin en az üçte iki çoğunluğunu temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin oyu ile alınır. Genel BASK, Tertip BASK'ta alınmış ve ihraççının yönetim kurulunca onaylanmış olan ve kendi haklarını olumsuz etkileyen kararları görüşür. Görüşülen kararların üçte iki çoğunluk ile reddedilmesi halinde Tertip BASK kararı yürürlüğe girmez.

Borçlanma araçlarına ilişkin izahname veya ihraç belgesinde, borçlanma aracı sahiplerine karşı ihraççının finansal veya operasyonel durumuna ilişkin yer verilen taahhütlerde değişiklik yapılabilmesi için Tertip BASK kararının gerekli olup olmadığı ve gerekmesi halinde ilgili karar nisapları izahname veya ihraç belgesinde belirlenir. Bu kapsamda alınan karar için ayrıca Genel BASK'ın onayı aranmaz. Borç/özsermaye oranı, likidite oranı, cari oran, belli bir süreyle belli bir tutarı aşacak yeni yatırımlar yapılmaması gibi durumlar finansal ve operasyonel duruma ilişkin örnekler olarak sayılabilmektedir.

- Borçlanma aracı sahipleri temsilcisinin belirlenmesi

İhraççıların herhangi bir tertip veya birden fazla tertip borçlanma araçlarının tedavülde bulunan nominal bedelinin yarısından fazlasını temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin olumlu oyu ile borçlanma aracı sahipleri temsilcisi seçilebilir. İzahnamede veya ihraç belgesinde temsilci belirlenebilir. Temsilci, farklı tertip borçlanma araçları için aynı veya farklı gerçek veya tüzel kişiler olabilir. Temsilci, temsil ettiği ilgili tertip veya tertiplerin borçlanma araçlarının tedavülde bulunan nominal bedelinin yarısından fazlasını temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin oyu ile azledilebilir.

- Toplantıya ilişkin esaslar

II-31/A.1 sayılı Tebliğ uyarınca BASK toplantılarının fiziken yapılması esastır. BASK, toplantı yapılmaksızın karar metninin elden ve/veya elektronik ortamda dolaştırılması ve borçlanma aracı sahipleri veya vekillerince imzalanması suretiyle de karar alabilir. Payları borsaya kote edilmiş anonim ortaklıklar ile borçlanma araçlarını halka arz eden ihraççılar, BASK toplantılarında fiziksel katılımın yanında elektronik ortam üzerinden katılıma da imkan sağlamak zorundadır. Bunun dışındaki ihraççılar da esas sözleşmede hüküm bulunması şartı aranmaksızın BASK toplantılarını elektronik ortamda yapabilir. II-31/A.1 sayılı Tebliğde ayrıca

-İhraççı veya ihraççının ilişkili taraflarınca sahip olunan borçlanma araçlarının, sahiplerine BASK toplantılarında oy hakkı sağlamayacağı ve ayrıca bunların nisap hesaplamalarında dikkate alınmayacağı,

- BASK'a ilişkin süreç ve aşamaların (çağrı yapılması, toplantı gündeminin belirlenmesi, katılacaklar listesi, vekalet, karar nisapları, BASK kararının ihraççı yönetim kurulunca onaylanması, toplantının yönetimi ve sekreteryası, toplantı giderleri, vb. hususların) izahname veya ihraç belgesinde

yer alması gerekliliği,

- Kurul'un gerekli gördüğü hallerde BASK toplantılarına gözlemci gönderebileceği ve ihraççının BASK hakkında Kurul'un kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerinde belirtilen usulde özel durum açıklaması yapmakla yükümlü olduğu

düzenlenmektedir.

- Teminatlı menkul kıymetlere ve bir teminat içeren borçlanma araçlarına ilişkin hükümler

Teminatlı menkul kıymetlerin sahipleri ve herhangi bir surette teminat ile korunan borçlanma araçlarının sahipleri, sahip oldukları borçlanma araçlarını ilgilendiren konularda, ihraççının teminatsız borçlanma aracı sahiplerinden ayrı olarak kendi aralarında Tertip BASK oluştururlar. Teminatlı menkul kıymet sahipleri ve herhangi bir surette teminat ile korunan borçlanma aracı sahipleri Genel BASK toplantılarına katılamaz. Ancak;

a) Kısmi teminata sahip olunması durumunda teminatsız kalan tutarlar için Genel BASK'a katılma hakkı doğar.

b) Tertip BASK'ı oluşturan tertipler lehine yeni teminat oluşturulmasına karar verilmesi halinde yalnızca mevcut teminat varlığı etkilenen teminatlı menkul kıymet sahipleri ve/veya herhangi bir surette teminat ile korunan borçlanma aracı sahiplerinin Genel BASK'a katılma hakkı doğar.

- Yurt dışında ihraç edilen borçlanma araçları

İhraççının yurt dışında ihraç etmiş olduğu borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarında değişiklik yapılması, ihraççının yurt içinde tedavülde bulunan borçlanma araçlarının sahiplerinin oluşturacağı bir Genel BASK kararının onayına tabi olmayacaktır.

- İhraççının ödeme yükümlülüğü, bu yükümlülüğün ihlali ve borçlanma aracının yapılandırılması

İzahname veya ihraç belgesinde borçlanma aracından doğan borçların niteliği ve kapsamına, bu borçların geri ödenmesinde temerrüde düşülmesi anlamına gelecek durumları da somut olarak içerecek şekilde, geri ödemelerde meydana gelebilecek temerrütlerin tanımı ve kapsamına yer verilir.

Borçlanma araçlarının geri ödemelerinde temerrüt oluştuktan sonra bu borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarının değiştirilmesi halinde, borçlanma aracının temerrüdü nedeniyle başlatılmış tüm takipler ilgili borçlanma aracının hüküm ve şartlarının değiştirilmiş kabul edildiği tarih itibarıyla durur, ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz kararları uygulanmaz, bir takip muamelesi ile kesilebilen zamanaşımı ve hak düşüren müddetler işlemez. Borçlanma aracından doğan tüm borçlar ifa edildikten sonra duran takipler düşer.

2.4. YEŞİL VE SÜRDÜRÜLEBİLİR BORÇLANMA ARAÇLARI

İklim krizi, Covid-19 pandemisi ve Avrupa Yeşil Mutabakatı gelişmeleri dünyada ve ülkemiz sermaye piyasalarında sürdürülebilir finans yaklaşımı ve yeşil tahvil gibi yenilikçi finansal araçların önemini artırmıştır. Bu itibarla, 11. Kalkınma Planı, 2021 Ekonomi Reformları Paketi ve Paris İklim Anlaşması öncelik ve eylemleri çerçevesinde, sürdürülebilirliğe olumlu katkı sağlayacak yatırımların finansmanının teşvik edilmesi için Sermaye Piyasası Kanunu md. 1 ve md. 128/e hükümleri uyarınca “Yeşil Borçlanma Aracı, Sürdürülebilir Borçlanma Aracı, Yeşil Kira Sertifikası, Sürdürülebilir Kira Sertifikası Rehberi” (Yeşil Rehber) Kurul Karar Organı’nın i-SPK 128.18 (24/02/2022 tarih ve 10/296 s.k.) sayılı İlke Kararı ile kabul edilerek yayımlanmıştır. Aynı Karar çerçevesinde çevreye/sürdürülebilirliğe olumlu etki edecek yatırımların sermaye piyasası yoluyla finansmanının teşvik edilmesi için, Yeşil Rehber kapsamındaki sermaye piyasası araçlarının ihracında sermaye piyasası mevzuatının ilgili hükümleri uyarınca alınacak Kurul ücretlerinde %50 oranında indirim (kira sertifikaları için 24.06.2016 tarih ve 20/710 sayılı Kurul Kararı ile sağlanan indirim ek olarak) gidilmesine karar verilmiştir.

Yeşil Rehber ile yeşil borçlanma aracı, sürdürülebilir borçlanma aracı ile yeşil kira sertifikası, sürdürülebilir kira sertifikası²⁷ ihraçlarının uluslararası finansal piyasalardaki en iyi uygulamalar ve standartlarla uyumlu şekilde yürütülmesi, sürdürülebilirlik projeleri ve yeşil projelerin²⁸ finansmanında, şeffaflık, dürüstlük, tutarlılık ve karşılaştırılabilirliğin artırılması amaçlanmaktadır. Yeşil Rehber, yeşil tahvil alanında finansal piyasalarda en yaygın kabul gören “Uluslararası Sermaye Piyasaları Derneği, (ICMA) Yeşil Tahvil İlkeleri esas alınarak hazırlanmıştır.

Yeşil Rehber kapsamında yeşil borçlanma araçları için belirtilen genel esas, ilke ve yükümlülükler sürdürülebilir borçlanma araçları ile yeşil kira sertifikası ve sürdürülebilir kira sertifikası için de geçerlidir. Yeşil Rehberde ihraççılar için belirlenen yükümlülükler, yeşil/sürdürülebilir kira sertifikası ihraçlarında varlık kiralama şirketi ve/veya fon kullanıcısı tarafından yerine getirilir. Yeşil Rehber kapsamında ihraççı için belirtilen yükümlülükler bakımından varlık kiralama şirketi ve/veya fon kullanıcısının sorumlu olduğu konular çerçeve belgesinde belirlenerek, Kurul’a başvuru yapılması gerekir.

Uluslararası piyasalarda ICMA’nın Yeşil Tahvil İlkeleri çerçevesinde mavi borçlanma araçları da ihraç edilmekte olup, bu kapsamda yurt içi mavi borçlanma araçları²⁹ ihracının da, Yeşil Rehber’de belirtilen dört temel bileşenle uyumlu olarak gerçekleştirilmesi gerekmektedir.

Yurt içinde Yeşil Rehber kapsamında ihraç edilmeyen sermaye piyasası araçları için yeşil borçlanma aracı, sürdürülebilir borçlanma aracı, yeşil kira sertifikası, sürdürülebilir kira sertifikası veya bunlara eşdeğer ifadeler kullanılamaz.

Yeşil Rehber kapsamındaki sermaye piyasası araçları genel esaslar ve ihraç süreçleri bakımından Kurulun ilgili Tebliğlerine tabidir.

Yeşil Rehber ile yeşil, sürdürülebilir borçlanma araçlarına özgü “proje seçimi”, “ihraçtan elde edilen fonun kullanımı”, “ihraçtan elde edilen fonun yönetimi” ve “raporlama”ya ilişkin kamuyu

²⁷ Sürdürülebilir borçlanma araçları/Sürdürülebilir kira sertifikası: İhracından elde edilecek fonun münhasıran çevresel ve toplumsal olumlu etkileri birlikte içeren projelerin kısmen ya da tamamen finansmanı veya yeniden finansmanında kullanılacak olan borsada işlem gören veya görmeyen her türlü borçlanma araçlarını/kira sertifikasını; Yeşil borçlanma araçları/ Yeşil kira sertifikası: Rehber’in dört temel bileşeni ile çerçevelenen, ihracından elde edilecek fonun münhasıran elverişli yeşil proje tanımına uygun yeni ve/veya mevcut yeşil projelerin kısmen ya da tamamen finansmanı veya yeniden finansmanında kullanılacak olan borsada işlem gören veya görmeyen her türlü borçlanma araçlarını/kira sertifikasını ifade etmektedir.

²⁸ Yeşil proje: Rehber’in ihraçtan elde edilen fonun kullanım koşulları bölümünde belirtilen ve iklim değişikliği etkilerinin azaltılması, iklim değişikliğine uyum, doğal kaynakların korunması, biyoçeşitliliğin korunması, kirliliğin önlenmesi ve kontrolü gibi çevresel amaçlara katkı sağlayan projeleri ifade etmektedir.

²⁹ Mavi borçlanma araçları: Deniz ve okyanus gibi su yaşam alanlarında olumlu çevresel, ekonomik ve iklimsel fayda sağlayan projelere kaynak bulmak amacıyla ihraç edilen borçlanma araçlarını ifade etmektedir.

aydınlatma, raporlama yükümlülükleri ve dış değerlendirme hizmeti sunumu konuları “yükümlülük” ve “tavsiye” niteliğindeki kurallar ile düzenlenmektedir. Yeşil Rehberle getirilen düzenlemelere aşağıda yer verilmektedir.

2.4.1 Yeşil Borçlanma Aracına İlişkin Genel Esaslar

Yeşil borçlanma aracı ihraçlarında aşağıda yer alan koşulların sağlanması gerekir.

1- İhraççı, çerçeve belgesi³⁰ kapsamında yapılabilecek ihraçların Yeşil Rehber’de belirtilen esaslara uygun olarak gerçekleştirileceğini çerçeve belgesinde taahhüt etmelidir.

2- İhraçtan elde edilen fonun, çerçeve belgesinde belirtilen şekilde, münhasıran Yeşil Rehber’in ilgili bölümünde belirtilen yeşil proje tanımına uygun yeni ve/veya mevcut yeşil projelerin kısmen ya da tamamen finansmanında ya da yeniden finansmanında kullanılması gerekmektedir.

3- Yeşil borçlanma aracı çerçeve belgesinin Yeşil Rehber ile uyumlu olduğu ikinci taraf görüşü³¹ ile incelenmeli ve değerlendirilmelidir.

Yukarıda belirtilen koşulların sağlanması durumunda, ihraççı ihraç edeceği borçlanma aracı için “yeşil borçlanma aracı”, “sürdürülebilir borçlanma aracı”, “yeşil kira sertifikası”, “sürdürülebilir kira sertifikası” terimi kullanabilecektir.

Yeşil ve sürdürülebilir borçlanma araçları Yeşil Rehberin dört temel bileşeniyle örtüşmeyen borçlanma araçlarına dönüştürülemez.

İhraççının iklim değişikliği etkilerinin azaltılması, iklim değişikliğine uyum, doğal kaynakların korunması, biyoçeşitliliğin korunması, kirliliğin önlenmesi ve kontrolü konularındaki genel sürdürülebilirlik stratejisi ve politikası kapsamında ilgili bilgiler çerçeve belgesinde özet olarak verilebilir.

İhraççılar, çerçeve belgesi ile çerçeve belgesinin Yeşil Rehberin dört temel bileşeniyle uyumlu olduğuna ilişkin ikinci taraf görüşünü, yeşil borçlanma araçlarıyla ilgili diğer bilgi ve belgelerle birlikte ihraç tavanına ilişkin ihraç belgesi veya izahname onay başvurusu sırasında Kurula iletir.

Çerçeve belgesi ve ikinci taraf görüşü, ihraç tavanına ilişkin ihraç belgesi veya izahname ile birlikte ihraççının Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üyesi olması durumunda KAP’ta ve ihraççının internet sitesinde kamuya açıklanır.

Yeşil Rehber kapsamında yapılacak ihraçlarda, Kuruldan ayrı bir ihraç tavanı alınması gerekmektedir. İhraççı bir çerçeve belgesi ve buna ilişkin ikinci taraf görüşünü, aynı çevresel amaçlara dayalı yeşil projelerin finansmanında kullanılması kaydıyla farklı ihraç tavanı başvurularında kullanabilir.

³⁰ Çerçeve belgesi: İhraççının, yeşil borçlanma aracının Rehberde belirtilen temel bileşenlerle uyumlu olarak ihraç edilebilmesi amacıyla hazırlanan, ihraççının yeşil borçlanma aracının Rehberde belirtilen temel bileşenler ile uyumlu olduğunu açıklayan ve yönetim kurulunca karara bağlanmış belgeyi ifade eder.

³¹ İkinci Taraf Görüşü: Çevre/sürdürülebilirlik ile ilgili konularda uzmanlaşmış bağımsız bir kuruluş tarafından çerçeve belgesinin Rehber ile uyumlu olup olmadığını değerlendiren ve ayrıca ihraççıların çevre/sürdürülebilirlikle ilgili temel hedefleri, stratejileri, politikaları ve fonun kullanılacağı öngörülen proje türlerini, proje ile hedeflenen fayda ve etkileri ile varsa çevresel riskleri hakkında inceleme ve değerlendirmelerini de içerebilecek dış değerlendirme hizmetini ifade eder.

2.4.2. Yeşil Borçlanma Aracı Temel Bileşenleri

Yeşil Rehber'in dört temel bileşeni vardır:

1. İhraçtan Elde Edilen Fonun Kullanımı
2. Proje Değerlendirme ve Seçme Süreci
3. İhraçtan Elde Edilen Fonun Yönetimi
4. Raporlama

2.4.2.1. İhraçtan Elde Edilen Fonun Kullanımı

Yeşil borçlanma aracı ihracından elde edilen fonun en kısa sürede yeşil projeler için kullanılması ve bunun için öngörülen süreye çerçeve belgesinde yer verilmesi zorunludur. Çerçeve belgesinde belirlenen tüm elverişli yeşil projeler, ihraççı tarafından çevresel faydalar sağlaması bakımından değerlendirilmeli ve çevresel faydalar ölçülebilir şekilde sunulmalıdır.

İhraçtan elde edilen fonun tamamının veya bir kısmının yeşil projelerin yeniden finansmanı için kullanılacak olması veya kullanılma ihtimalinin bulunması halinde, fonun projelerin finansmanı ile yeniden finansmanı arasındaki dağılımı hakkında bir tahminde bulunulması ve uygun olduğu ölçüde hangi yatırımların veya proje portföylerinin yeniden finanse edilebileceğinin çerçeve belgesinde açıklanması gerekir.

Yeşil proje, bir veya birden fazla tür ve/veya çevresel amaçla ilişkili olabilir ve yeşil proje ile ilgili araştırma geliştirme ve diğer destekleyici harcamaları içerebilir.

Yeniden finanse edilen elverişli yeşil projelere dair araştırma geliştirme ve diğer ilişkili, destekleyici harcamaların yeşil proje kapsamında finanse edilebilmesi için, bu harcamaların yapıldığı tarihin veya diğer belirleyici tarihin (tahmini geriye dönük inceleme süresi) çerçeve belgesinde açıklanması gerekir. Tahmini geriye dönük inceleme süresinin 36 ayı geçmemesi tavsiye edilir.

Elverişli yeşil proje türleri aşağıdaki listeyle sınırlı olmamakla birlikte şu şekildedir;

- Yenilenebilir enerji (üretim, iletim, cihazlar ve ürünler dâhil);
- Enerji verimliliği (yeni ve yenilenmiş binalar, enerji depolama, merkezi ısıtma, akıllı şebekeler, cihazlar ve ürünler gibi);
- Kirliliğin önlenmesi ve kontrolü (hava emisyonlarının azaltılması, sera gazı kontrolü, toprak iyileştirme, atık önleme, atık azaltma, atık geri dönüşümü ve enerji/emisyon verimli atıklardan enerjiye dönüşüm dahil);
- Yaşayan doğal kaynaklar ve arazi kullanımının çevresel sürdürülebilir yönetimi (çevresel sürdürülebilir tarım, çevresel sürdürülebilir hayvancılık, biyolojik bitki koruma veya damla sulama gibi iklimsel akıllı çiftlik girdileri, çevresel sürdürülebilir balıkçılık ve su ürünleri yetiştiriciliği, çevresel sürdürülebilir ormancılık, doğal peyzajların korunması veya restorasyonu dâhil);
- Karasal ve su biyoçeşitliliğinin korunması (kıyı, deniz ve havza ortamlarının korunması dâhil);
- Temiz ulaşım (elektrikli, hibrid, kamu, demiryolu, motorlu olmayan, çok türlü ulaşım, temiz enerji araçlarına yönelik altyapı ve zararlı emisyonun azaltılması gibi);
- Sürdürülebilir su ve atık su yönetimi (temiz ve/veya içme suyu, atık su arıtımı, sürdürülebilir kentsel drenaj sistemleri ve nehir ıslahı ve diğer sel azaltma biçimleri için sürdürülebilir altyapı dâhil);
- İklim değişikliğine uyum (iklim gözlemi ve erken uyarı sistemleri gibi bilgi destek sistemleri ve altyapıların iklim değişikliği etkilerine karşı daha dayanıklı hale getirilmesi çabaları dahil);
- Eko-verimli ve/veya döngüsel ekonomiye uyarlanmış ürünler, üretim teknolojileri ve süreçleri (eko-etiket veya çevre sertifikası, kaynak verimli ambalajlama ve dağıtım ile çevresel bağlamda sürdürülebilir ürünler geliştirilmesi ve tanıtılması gibi);

- Bölgesel, ulusal veya uluslararası kabul görmüş standartlar veya sertifikaların gerekliliklerini karşılayan yeşil binalar.

Yukarıda belirtilen sınıfların yanı sıra yeşil projelerin elverişliliğinin belirlenmesine dair başta Avrupa Birliği Taksonomisi olmak üzere, uluslararası kabul görmüş diğer taksonomilerin de ihracçılar tarafından kullanılması mümkündür.

2.4.2.2. Proje Değerlendirme ve Seçme Süreci

Yeşil borçlanma aracı ihracçısı, aşağıda listelenen unsurları çerçeve belgesi ile yatırımcılara açıklar:

- Elverişli yeşil proje türlerinin Birleşmiş Milletler Sürdürülebilir Kalkınma Amaçları, Paris İklim Anlaşması gibi uluslararası taahhütlerle ilişkisi,
- İhraca konu projenin, elverişli yeşil proje türlerinden hangisinin kapsamına girdiğinin ne şekilde belirlendiğine ilişkin bilgi,
- Yeşil projelerin seçiminde kullanılan ölçütlerden her bir proje ile ilgili çevresel amaçlara yapılan önemli katkıyı göstermek amacıyla kullanılacak niteliksel ve niceliksel etki ölçütlerinin açıklanması,
- Yeşil proje türleri ile ilgili olası çevresel ve sosyal riskleri belirlemek ve yönetmek için uygulanan süreçlere dair bilgi.

İhracçıların çerçeve belgesinde aşağıdaki hususlara da yer vermesi tavsiye edilir.

- Yukarıda belirtilen hususların ihracçının çevresel sürdürülebilirlikle ilgili kapsayıcı hedefleri, stratejisi, politikası ve/veya süreçleri çerçevesindeki yeri,
- Elverişli proje türleri özelinde kilit performans göstergeleri,
- Varsa yeşil proje seçiminde esas alınan etiket, sertifika, resmi ya da piyasa temelli taksonomi, standart ile uygunluk ve dışlama ölçütlerine ilişkin bilgi. İhracçıların finanse ettikleri yeşil projelerinde bilinen önemli toplumsal ve/veya çevresel olumsuz etkileri azaltabilecek nitelikteki uygulamaların belirlenmesine yönelik süreçleri oluşturmaları tavsiye edilir.

Söz konusu etkileri hafifletici uygulamalar, yapılacak açık ve anlamlı fayda-maliyet analizlerini ve potansiyel risklerin anlamlı olduğu durumlar için risklerin takibini içerir.

2.4.2.3. İhraçtan Elde Edilen Fonun Yönetimi

Yeşil borçlanma aracı tedavülde olduğu sürece, net fon bakiyesi, ilgili dönemde elverişli yeşil projelere tahsis edilmek suretiyle yönetilir. İhracçı, fonun henüz kullanılmamış kısmını ilgili yeşil projelere tahsis edene kadar nasıl yönetmeyi planladığına ilişkin bilgiyi (kısa vadeli finansal araçlarda ve likit varlıklarda nemalandırma esaslarını) çerçeve belgesinde kamuya açıklar.

Yeşil borçlanma aracı ihracından elde edilen fon, her bir ihrac (tek bir yeşil borçlanma aracı) bazında ya da birden fazla yeşil borçlanma aracı için toplulaştırılarak (portföy yaklaşımı) yönetilebilir.

İhracçı tarafından yeşil borçlanma aracı ihracından elde edilen fonun kullanım yerlerinin münhasıran her bir yeşil borçlanma aracı ihracı için ayrı muhasebe hesabı açılarak veya birden çok yeşil borçlanma aracı ihracı için ayrı bir toplu hesap açılarak veya diğer uygun bir usulde izlenerek takip edilmesi, bu hesaplara yapılacak her türlü kaydın güvenli bir şekilde izlenmesi ve elverişli yeşil projelere özgü söz konusu borçlanma ve yatırım süreçleri ile ihracından elde edilen fondan toplam proje tutarı kadar tutar düşüldükten sonra kalan tutarın başka amaçlarla kullanılmadığına yönelik takibin ihracçı tarafından yazılı hale getirilmiş dahili izleme yöntemi ile gerçekleştirilmesi gerekmektedir.

2.4.2.4. Raporlama

İhracçılar, ihrac tarihinden itibaren yılda bir defa ve her durumda ihracından elde edilen fonun tamamı kullanıldıktan sonra, fon kullanımına dair güncel bilgileri ve ayrıca varsa önemli gelişmeleri fon

kullanımı raporu kapsamında Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde ihraççının KAP üyesi olması durumunda KAP'ta ve ihraççının internet sitesinde kamuya açıklar.

İhraççılar, ihraç tarihinden itibaren yılda bir defa ve ihraçtan elde edilen fonun tamamı kullanıldıktan sonra, tahmin edilen ve/veya gerçekleşen çevresel etkileri ise etki raporu kapsamında yukarıda belirtilen usulde kamuya açıklar.

Fon kullanımı raporlaması ve etki raporlaması, fon tutarının tamamı kullanılabilecek kadar yapılır. Raporlamalar, yeşil borçlanma aracı ihracından elde edilen fonu, bu fonun tahsis edildiği projelerin bir listesini, projelerin kısa bir tanımını, projeler için kullanılan tutarı ve projelerin tahmin edilen etkilerini içerir. Gizlilik anlaşmaları, rekabet hususları veya çok sayıda alt projenin olması gibi nedenler paylaşılabilecek ayrıntıyı sınırlandırıyorsa, bilgi genel terimlerle veya toplu kalemler bazında sunulabilir (belirli proje türlerine tahsis edilen fonun yüzdesel dağılımlar halinde gösterilmesi).

İhraçtan elde edilen fonun tamamı kullanıldıktan sonra hazırlanacak olan fon kullanım raporuna ve fonun kullanımına dair dahili izleme yöntemine ilişkin doğrulama görüşü, Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde ihraççının KAP üyesi olması durumunda KAP'ta ve ihraççının internet sitesinde kamuya açıklanır.

Etki raporlamasında şeffaflığın sağlanması amacıyla projelerin tahmini ve/veya gerçekleşen olumlu ve/veya olumsuz etkisinin toplu şekilde açıklanmasında, niteliksel performans göstergelerinin ve mümkün olduğunda, niceliksel performans ölçütlerinin (örneğin; enerji kapasitesi, elektrik üretimi, azaltılan/önlenen sera gazı emisyonları, temiz enerjiye erişim sağlanan kişi sayısı, su kullanımında azalma, araba sayısındaki azalma vb.) kullanılması, niceliksel tayinde kullanılan temel metodolojinin ve/veya varsayımların açıklanması, niceliksel performans ölçütlerinin bulunmaması halinde, bu durumun açıklanması ve diğer değerlendirmelerle desteklenmesi gerekir. İhraççı ya da dış değerlendirme hizmeti sunan kuruluş, etki raporlaması için uluslararası standartların önerdiği şablonlardan yararlanabilir.

İhraççının etki raporunun bir dış değerlendirme kuruluşu tarafından incelenmesi ve değerlendirilmesi tavsiye edilir.

2.4.3. Dış Değerlendirme ³²

ICMA Dış Değerlendirme Rehberi'nde yeşil borçlanma aracı ihracı sürecinde ihraççıların alabileceği dış değerlendirme hizmeti türleri açıklanmaktadır. Söz konusu hizmet türleri aşağıda dört temel grupta sunulmaktadır.

1. İkinci Taraf Görüşü: Çevre ile ilgili konularda uzmanlaşmış bağımsız bir kuruluş, ikinci taraf görüşü verebilir. Bu Kuruluş, ihraççının yeşil borçlanma aracı çerçeve belgesine ilişkin danışmanlık aldığı kuruluştan bağımsız olur. İkinci taraf görüşü, ihracın varsa düzenleyici çerçeve ve/veya varsa ihraççının uygun gördüğü yurt dışı standartlarla ile uyumlu olup olmadığını değerlendirir ve ayrıca ihraççıların çevresel sürdürülebilirlikle ilgili temel hedefleri, stratejileri, politikaları ve fonun kullanılacağı öngörülen proje türlerini, proje ile hedeflenen fayda ve etkileri ile varsa çevresel riskleri hakkında inceleme ve değerlendirmelerini içerebilir.

³² Dış değerlendirme hizmeti veren kuruluş:

--Uluslararası Sermaye Piyasaları Derneği ve İklim Tahvilleri İnisiyatifi gibi uluslararası kabul görmüş dış değerlendirme listesi açıklayan kuruluşların listesinde yer alan,

--Uluslararası Sermaye Piyasaları Derneği ve İklim Tahvilleri İnisiyatifi listesinde yer alan kuruluşların üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan,

--Sürdürülebilirlik ile ilgili konularda uzmanlaşmış, Rehberde belirtilen hizmetleri veren,

kuruluşlardan gerekli teknik yeterlik, uzmanlık ve donanıma sahip olduğunu gösterir bilgi ve belgeleri Kurula sunan ve sunulan belgeler çerçevesinde Kurulca dış değerlendirme hizmeti vermesi uygun görülen danışmanlık, bağımsız denetim ve derecelendirme kuruluşlarını ifade eder.

2. Doğrulama: İhraççı, iş süreçlerine, çevresel ölçütlere, kilit performans göstergelerine ve/veya sürdürülebilirlik performans hedeflerine yönelik olarak belirlenen koşulları sağladığına dair bağımsız bir doğrulama hizmeti alabilir. Doğrulama, ihracın varsa düzenleyici çerçeve ve/veya varsa ihraççının uygun gördüğü yurt dışı standartlarla uyumlu olup olmadığını inceler. İhraççının fonun kullanımına dair dahili izleme yöntemi, yeşil borçlanma aracından elde edilen fonun kullanımına, çevresel etki beyanı veya raporlamanın standartlar ile uyumuna ilişkin verilen güvence veya tasdik de doğrulama olarak kabul edilmektedir.

3. Sertifikasyon: İhraççı, yeşil borçlanma aracını, ilgili çerçeve belgesini, ihraçtan elde edilen fonun kullanım koşullarını veya kilit performans göstergeleri ile sürdürülebilirlik performans hedeflerini, varsa ihraççının uygun gördüğü kabul görmüş bir yeşil standarda veya etikete uygun olduğunu sertifikalandırabilir. Sertifikasyon hizmetinde, bu standart veya etiketlerde belirlenen ölçütlere uyum, nitelikli ve listelenmiş üçüncü taraflar tarafından test edilir ve doğrulanır.

4. Yeşil Borçlanma Aracı Puanlama/Derecelendirme: İhraççı, yeşil borçlanma aracı, ilgili çerçeve belgesi, ihraç gelirlerinin kullanım koşulları, kilit performans göstergelerinin seçimi veya sürdürülebilirlik performans hedeflerinin iddia seviyesi ölçümü gibi ihracın temel kısımlarını, puanlama/derecelendirme metodolojisi kullanan, konusunda uzmanlaşmış, araştırma hizmeti veren kuruluşlar veya derecelendirme kuruluşları gibi nitelikli üçüncü taraflardan puanlama/derecelendirme hizmeti alabilir. Bu tür puanlama/derecelendirmeler, önemli çevresel riskleri yansıtan kredi derecelendirmelerinden farklıdır.

Yeşil Rehber kapsamında dış değerlendirme hizmeti veren kuruluşların aşağıda belirtilen etik ve mesleki ilkelere uyması beklenmektedir.

1. Doğruluk ve dürüstlük
2. Nesnellik
3. Mesleki yetkinlik ve özen
4. Gizlilik

Yeşil ve sürdürülebilir borçlanma araçları ihracında sunulan güvence hizmetlerine dair ilgili olabilecek mesleki standart ve endüstri kodları kapsamında;

-Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları (KGK) tarafından yayımlanan “Bağımsız Denetçiler İçin Etik Kurallar”ın 4B Kısımına,

-KGK tarafından yayımlanan Güvence Denetim Standartları 3000 Tarihî Finansal Bilgilerin Bağımsız Denetimi veya Sınırlı Bağımsız Denetimi Dışındaki Güvence Denetimleri Standardına,

-ISO 17021,

-ISO 14065,

-Sorumlu Yatırım Hizmetleri Derneği (ARISE) sertifikasına uyum tavsiye edilir.

Yeşil ve sürdürülebilir borçlanma araçları ihracı kapsamında dış değerlendirme hizmeti veren kuruluşlarda organizasyon kapsamında;

1. Elverişli organizasyon yapısının ve iş süreçlerinin oluşturulmasına,
2. Sunulan hizmetin gerekleri ile uyumlu nitelik ve tecrübeye sahip yeterli sayıda çalışan istihdam edilmesine,
3. Gerektiğinde mesleki sigorta yapılmasına uyum tavsiye edilir.

Dış değerlendirme hizmeti kapsamında hazırlanan raporların aşağıdaki asgari bilgiyi içermesi gerekmektedir.

1. Dış değerlendirme hizmeti veren kuruluşun raporunun amacı ve kapsamı ile şirketin güvenilirliğine dair bilgi,
2. Kilit performans göstergeleri eşik, strateji ve standartlar, potansiyel çevresel ve sürdürülebilirlik risklerini değerlendirme konusunda gereken uzmanlığa dair verilebilen referans,
3. Bağımsızlık ve çıkar çatışması politikasına dair beyan,
4. Kullanılan tanım, izlenen analitik yaklaşım ve/veya metodoloji,
5. Raporun sonucu (varsa sınırlamaları içerecek şekilde).

İkinci taraf görüşü için dış değerlendirme hizmeti veren kuruluşların yeşil, sürdürülebilir borçlanma aracı veya seçili kilit performans göstergeleri, eşik, strateji ve standartları konusunda uzmanlığının olması gerekmektedir.

Dış değerlendirme hizmeti veren kuruluşların, yukarıda belirtilen çerçevede etik ve mesleki ilkelere, mesleki standart ve endüstri kodlarına uyum durumunu, yetkinlik, ilgili uzmanlık alanları ve yaptıkları incelemenin kapsamını hazırladıkları rapor veya belgelerde açıklamaları gerekmektedir.

Yurtiçi ihraçlarda dış değerlendirme hizmeti veren kuruluşlar bir veya birden fazla hizmet türünü verebilir. Ancak dış değerlendirme hizmeti veren kuruluşlar, ihraççının aynı çerçeve belgesi kapsamında yapacağı ihraçlarda, Yeşil Rehber’de belirtilen dış değerlendirme hizmetlerinden sadece birini verebilir. Ayrıca çerçeve belgesi hazırlanmasına dair danışmanlık hizmeti alınan kuruluştan dış değerlendirme hizmeti alınamaz.

2.4.4. Yurt Dışı İhraçlar

Yeşil borçlanma araçlarının yurtdışı ihraç başvurularında, ihracın yapıldığı/tabi olduğu yabancı yeşil borçlanma/yeşil sukuk standartları (standartlar) uyarınca hazırlanan ve yönetim kurulu tarafından onaylanan çerçeve belgesinin ve söz konusu belgenin esas alınan yabancı standartlar ile uyumlu olduğuna ilişkin ikinci taraf görüşünün Kurula sunulması ve ihraç belgesi ile birlikte ihraççının (KAP) üyesi olması durumunda KAP’ta ve ihraççının internet sitesinde ilan edilmesi gerekir. İhraçtan sonra ise, yabancı standartlara uyumlu fon kullanım raporlarının, hazırlanmasından itibaren Türkçe çevirisinin üç ay içinde ihraççının KAP üyesi olması durumunda KAP’ta ve/veya ihraççının internet sitesinde kamuya açıklanması gerekir.

Yeşil Rehber kapsamında yurt dışında yapılacak yeşil ihraçlarda da Kuruldan ayrı bir ihraç tavanı alınması gerekmektedir. İhraççı bir çerçeve belgesi ve buna ilişkin ikinci taraf görüşünü, aynı çevresel amaçlara dayalı yeşil projelerin finansmanında kullanılması kaydıyla farklı ihraç tavanı başvurularında kullanabilir.

ÖRNEK SORULAR

1. Sermayede temsil edilmesi zorunlu olmayan, sabit bir getiri taahhüdü barındırmayan, pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını veren ve bu nitelikte olduğu Kurulca belirlenen menkul kıymet aşağıdakilerden hangisidir? (2014 I. Dönem)

- a) Pay
- b) Piyasa danışmanı
- c) Kayıtlı sermaye
- d) Pay benzeri menkul kıymetler
- e) İhraççı

2. Aşağıdakilerden hangisinin fiyatı bir başka ürünün fiyatına bağlıdır? (2014 I. Dönem)

- a) Türev
- b) Pay senedi
- c) Tahvil
- d) Bono
- e) Faiz

3. Pay ile değiştirilebilir tahvil sahiplerine sahip oldukları tahviller karşılığında verilecek paylar için esas alınacak fiyat aşağıdakilerden hangisidir? (2014 I. Dönem)

- a) İskontolu fiyat
- b) Değiştirme fiyatı
- c) Piyasa fiyatı
- d) Borsa fiyatı
- e) Tavan fiyat

4. Aşağıdakilerden hangisi pay ile değiştirme sırasında pay ile değiştirilebilir tahvilin nominal değeri karşılığında verilecek pay sayısını gösterir? (2013 I. Dönem)

- a) Değiştirme fiyatı
- b) Altın katsayı
- c) Değiştirme oranı
- d) Değerleme primi
- e) Emisyon primi

5. Sermaye Piyasası Kurulu'nun borçlanma araçlarına ilişkin düzenlemelerinde tahvillere ilişkin belirlenen genel esaslar arasında aşağıdakilerden hangisi yer almaz? (2013 II. Dönem)

- a) Tahviller iskontolu, primli ve/veya kupon ödemeli olarak satılabilir.
- b) Tahvillere ödenecek faiz oranı ile ödeme koşullarına ilişkin esaslar, ihraca ilişkin belgelerde açıkça belirtilmek koşuluyla ihraççılar tarafından belirlenir.
- c) Değişken faizli tahvil ihraç edilemez.
- d) Tahvillerin anaparası, vade tarihinde bir defada veya vade içinde taksitler halinde ödenebilir.
- e) Bankalar tarafından ihraç edilecek tahviller, bu tahvillerin vadesi boyunca satışa sunulabilir.

6. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Borçlanma Araçları Tebliği'ne göre aşağıdakilerden hangisi borçlanma aracı değildir? (2014 I. Dönem)

- a) Tahvil
- b) Aracı Kuruluş Varantı
- c) Paya Dönüştürülebilir Tahvil
- d) Kıymetli Maden Bonosu
- e) Değiştirilebilir Tahvil

3. YATIRIM FONU KATILMA PAYLARI

3.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

3.1.1. Kolektif Yatırımın Yeri

Tasarruflarını sermaye piyasası araçlarına yatırım yaparak değerlendirmek isteyen bir bireysel yatırımcının önünde çeşitli seçenekler bulunmaktadır.

Bunlardan birincisi yetkili bir yatırım kuruluşunda, örneğin bir aracı kurumda hesap açmak ve o aracı kurum üzerinden borsada payları işlem gören şirketlerden tercih ettiklerinin paylarını satın alarak, bu şirketlere ortak olmaktır. Burada, bireysel yatırımcı için kesin, taahhüt edilen bir getiri mevcut değildir. Yatırımcılar kâr dağıtım tarihi itibarıyla sahip olduğu paylara tekabül eden kâr paylarından veya dönem içerisinde sahip olduğu payları satması halinde, alım ve satım arasındaki fiyat farkından kazanç sağlar. Yine yatırımcının özel sektör veya kamu kesimi borçlanma araçlarını satın alması da mümkündür. Bu durumda ihraççı tarafından yatırımcıya taahhüt edilen sabit bir getiri bulunmaktadır. Bunu tercih eden yatırımcının menkul kıymetlerini satın aldığı ortaklığı ticari ve finansal açıdan yakından tanımak için çaba sarf etmesi zorunludur. Öte yandan, yatırımcı, gerçekleştirdiği işlem başına aracılığı gerçekleştiren kuruma aracılık ücreti olarak komisyon öder.

Yatırımcıların önündeki bir diğer seçenek türev araçlara yatırım yapmaktır. Türev araç sözleşmelerinde bir menkul kıymet veya emtia fiyatı veya endeks, faiz oranı veya benzeri bir gösterge ve/veya bunlarda gelecekte meydana gelmesi öngörülen değişiklikler temel alınır. Türev araç niteliğindeki sözleşme, temel aldığı göstergedeki, sözleşmenin kurulması ile sözleşmeden doğan borçların ifa tarihi arasındaki farkın tarafların kazanç veya kaybını oluşturduğu sözleşmelerdir. Türev araçlar genel olarak gelecekteki veya mevcut bir yatırımın veya ticari faaliyetin fiyat seviyelerinde meydana gelen değişimlerden asgari şekilde etkilenmesini sağlamak üzere kullanılabilir. Görüldüğü üzere, türev araçlara yatırım yapmak ciddi manada uzmanlık gerektirir ve sözleşmenin mahiyetine göre uzman olmayan kişilerce türev araç işlemi yapılması çok ciddi maliyetlere neden olabilir. Kimi durumlarda türev araçlara yapılacak bilinçsiz yatırımlar başlangıçta yatırılacak anaparadan daha fazlasının kaybedilmesi sonucunu doğurabilir. Öte yandan yatırımcı yine türev araç sözleşmeleri yapmak için de aracı kuruma işlem başına komisyon öder.

Üçüncü olarak bireysel yatırımcı sahip olduğu portföyün durumunun yakından takip edilmesi ve duruma göre uygun değişiklikler yapılması için profesyonel yardım almayı tercih edebilir. Bu durumda, Kurul tarafından yetkilendirilen bir yatırım kuruluşundan yatırım danışmanlığı veya daha etkin bir finansal hizmet niteliği taşıyan portföy yönetim hizmeti satın alınabilir. Bireysel portföy yönetim hizmeti alınması durumunda sermaye piyasası araçlarına ve piyasanın işleyiş şekline, iş ve işlemlerin gerçekleştirilme usulüne ilişkin olarak profesyonel yardım alınabilecek olmakla birlikte, genel olarak bu hizmetin alınabilmesi için portföyün asgari bir büyüklüğe sahip olması gerekmektedir. Zira, ancak asgari büyüklüğe sahip bir portföy için anlamlı yönetim stratejileri geliştirilebilir. Bunun dışında sağlanan bu hizmet için ayrıca aracılık ücretlerine ek olarak portföy yönetim hizmeti ücreti söz konusu olacaktır.

Kolektif yatırım, özünde bireysel yatırımcıların küçük tutarlı fonlarının bir araya gelmesi suretiyle önceden belirlenen kurallara göre portföylerinin yönetilmesi olarak kabul edilebilir. Bunun başlıca dört faydası bulunmaktadır:

- i) Küçük yatırımların bir araya gelmesi ile belirli büyüklüklere ulaşmasına bağlı olarak portföylerin yatırım konusunda profesyonel kişilerce yönetilmesine imkân tanır.
- ii) Özellikle ölçek ekonomisinin devreye girmesi sayesinde maliyetleri düşürür.
- iii) Belirli büyüklüğe ulaşmış portföyün taşıdığı riskin uygun şekilde yönetilmesini sağlar.
- iv) Bir strateji çerçevesinde yönetilmesine bağlı olarak portföyden ödünç verme gibi ek kazanç sağlama imkânına sahiptirler.

Ayrıca, gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi likit olmayan varlıklara yatırım yapan kolektif yatırım kuruluşlarının payları, yatırımcılar için likit bir araç olma avantajı da sunmaktadır.

3.1.2. Bir Süreç Olarak Kolektif Yatırım ve Kuruluşları

Kolektif yatırımı bu şekilde ortaya koyduktan sonra, kolektif yatırım süreçlerini de gözden geçirmek gerekir. Böylelikle kolektif yatırım ile ilgili kurumların yerine getirdikleri faaliyetlerin daha kolay anlaşılması mümkün olur.

Kolektif yatırım sürecine daha yakından bakılmak istenirse:

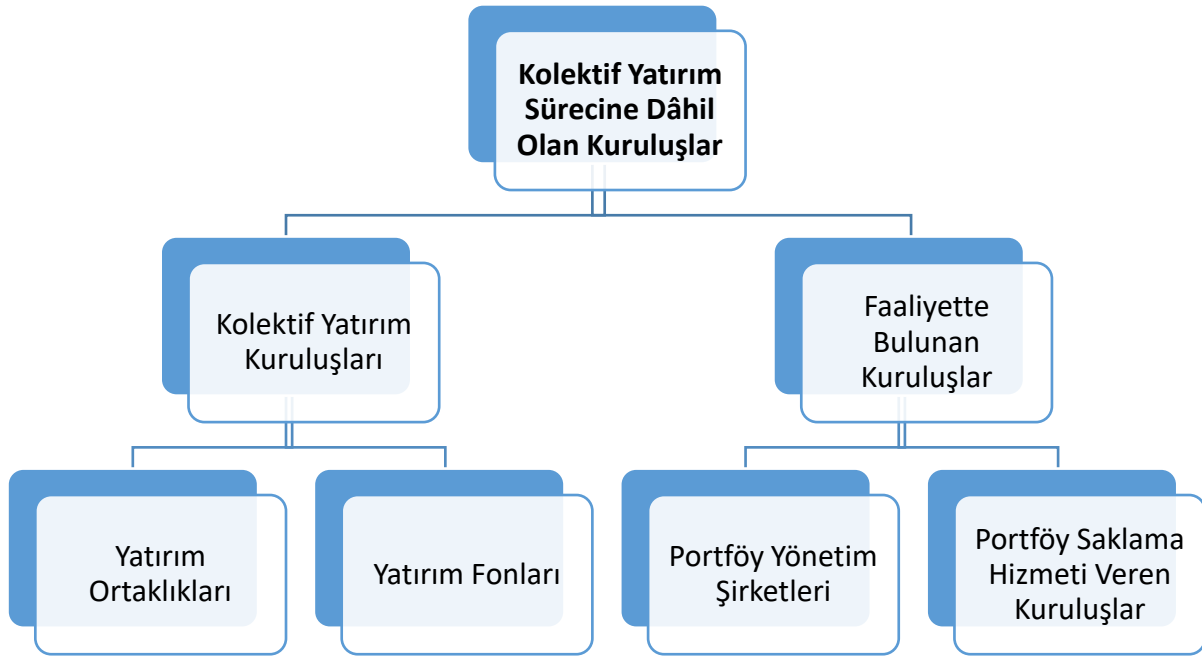
- i) Bir yatırım stratejisi belirlenmesi,
 - ii) Bu yatırım stratejisi çerçevesinde katılımcılardan fon³³ toplanarak ortak bir portföy oluşturulması,
 - iii) Toplanan fonların, bu yatırım stratejisine uygun şekilde yatırıma yönlendirilmesi,
 - iv) Yatırım neticesinde sahip olunan yatırım araçlarının (sermaye piyasası aracı, altın, gayrimenkul, vs.) hukuki güvenliğinin ve bunlar üzerinde gerçekleştirilecek her türlü işlemin mevzuata uygun şekilde gerçekleşmesinin sağlanması, getirilerinin tahsil edilmesi için gerekli işlemlerin yapılması,
 - v) Katılımcılarının birliktelikten ayrılması ve yeni yatırımcı alınmasına ilişkin işlemlerin yapılması
- şeklinde sürecin ifade edilmesi mümkündür.

SPKn'nun 3-1/m maddesinde kolektif yatırım kuruluşları; yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları şeklinde belirlenmiştir. SPKn'nun "*Kolektif Yatırım Kuruluşları*" başlıklı Üçüncü Kısım Dördüncü Bölümünde ise (Md. 48-56) aşağıda yer verilen kurumlar düzenlenmiştir:

- i) Kolektif Yatırım Kuruluşları
 - Yatırım ortaklıkları,
 - Sabit sermayeli yatırım ortaklıkları,
 - Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları,
 - Yatırım fonları,
- ii) Portföy yönetim şirketleri
- iii) Portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşlar

Her ne kadar SPKn'nun 3-1/m maddesindeki kolektif yatırım kuruluşu tanımı kapsamına dahil edilmese de portföy yönetim şirketleri ile portföy saklama kuruluşları kolektif yatırım sürecinde yer alan kuruluşlardır. Portföy yönetim şirketleri kanunen yatırım fonu kurma yetkisine sahip bir kurum olarak yatırım fonlarına ilişkin kolektif yatırım sürecinin (özellikle yukarıda belirtilen kolektif yatırım sürecinin (i), (ii) ve (iii)'üncü basamaklarının) doğrudan belirleyicisi, baş aktörü konumundadır. Benzer şekilde portföy yönetim şirketleri III-48.5 sayılı "Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" uyarınca bir anonim ortaklık şeklinde kurulan yatırım ortaklıklarına da portföy yönetim hizmeti verebilmektedir. Dolayısıyla, her iki hukuki form açısından da portföy yönetim şirketleri temel bir rol oynamaktadır. Kolektif yatırım sürecinde portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşlar da portföy yönetim şirketleri ile birlikte kolektif yatırım sürecinin (iv) ve (v)'inci basamaklarında görev alırlar. Kolektif yatırım sürecine dâhil olan söz konusu kuruluşları aşağıdaki gibi gösterebiliriz:

³³ Burada yer verilen fon ifadesi sermaye piyasalarında faaliyet gösteren yatırım fonu kavramı ile karıştırılmamalıdır.



SPKn’nun 56 ncı maddesinin birinci fıkrasında “*Kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerindeki varlıklar bu kuruluşlar adına açılmış ayrı bir saklama hesabında saklanmak üzere portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşa teslim edilir...*” denildikten sonra, aynı maddenin dokuzuncu fıkrasında bu kuruluşları belirleme yetkisi Kurula verilmiştir. Kurulun III-56.1 sayılı “Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği ”nin 6 ncı maddesinde de İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) ile Kurulca yetkilendirilen banka ve aracı kurumların Kuruldan izin almak koşuluyla portföy saklama hizmeti sunabilecekleri ifade edilmiştir.

Yukarıda da bahsedildiği üzere, bu kurumlardan, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları da dâhil olmak üzere yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları kolektif yatırım kuruluşları olarak kabul edilir ve kolektif yatırımın iki hukuki formunu oluşturur. Bir diğer ifadeyle, kolektif yatırım gerçekleştirildiği hukuki yapıya göre ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik üzerinden gerçekleşmesi halinde ‘yatırım ortaklığı’, herhangi bir tüzel kişiliğe sahip olmadan portföy yönetim şirketinin kurucu sıfatıyla taraf olduğu bir ilişki çerçevesinde gerçekleşmesi halindeyse ‘yatırım fonu’ olarak hayata geçer. Amaç ve ekonomik fonksiyon olarak birbirine benzemekle beraber, çalışma biçimleri ve yatırımcılara sundukları hizmet bakımından yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları birbirlerinden ayrılmaktadırlar.

Bu bölümün konusu ‘yatırım fonları’ ile sınırlı olduğundan ve yatırım fonu türleri ile yatırım ortaklıkları “Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları” modülünün kapsamı içerisinde yer aldığından bu bölümde genel olarak yatırım fonlarına ilişkin bilgi verilecektir.

3.1.3. Yatırım Fonu

SPKn’nun 52 nci maddesi uyarınca;

- Tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla
- Tasarruf sahipleri hesabına
- İnançlı mülkiyet esaslarına göre
- Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla

- Portföy yönetim şirketleri tarafından
- Fon iç tüzüğü ile kurulan ve
- Tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığına

“yatırım fonu” adı verilir. Yatırım fonunun bu tanımı, esas itibarıyla yatırım fonunun özelliklerini ortaya koymaktadır.

Yatırım fonları halktan topladıkları paralar karşılığı, ortaklık payı, tahvil gibi sermaye piyasası araçlarından, gayrimenkullerden, girişim sermayesi yatırımlarından ve kıymetli madenlerden oluşan portföyleri yönetebilirler. Yatırımcılar, “katılma payı” olarak fona ortak olurlar. Katılma payı, yatırımcının fon portföyüne kaç adet payla ortak olduğunu gösterir. Yatırım fonlarındaki katılma payları, şirketlerin ortaklık paylarına benzetilebilir. Ortaklık paylarına benzer şekilde yatırım fonlarında da katılma payı ile fon portföyüne ortak olunur. Ancak, ortaklık pay sahiplerinin şirket yönetimine katılma gibi idari hakları varken, katılma payı sahiplerinin fon yönetimine katılma gibi idari hakları bulunmamaktadır.

Yatırım fonlarının kuruluş izni alabilmesi için, kurucunun portföy saklama hizmetini yürütmek üzere Kurul tarafından yetkilendirilmiş bir kuruluş ile anlaşmış olması ve fon iç tüzüğünün Kurulca onaylanması gereklidir. Fon iç tüzüğü, anonim ortaklıklardaki esas sözleşmenin yerini almaktadır. Bir başka deyişle, fonun tüzel kişiliği olmadığından esas sözleşme yerine fonun kuruluş, yönetim, portföy sınırlamaları ve tasfiyesi gibi hususlar iç tüzük ile düzenlenmektedir.

Ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan anonim ortaklık olan portföy yönetim şirketi, fonu, yatırım fonu katılma payı sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsil eder, yönetir veya yönetimini denetler. Portföy yönetim şirketi yatırım fonuna ait varlıklar üzerinde kendi adına ve fon hesabına mevzuat ve fon iç tüzüğüne uygun olarak tasarrufta bulunmaya ve bundan doğan hakları kullanmaya yetkilidir.

SPKn’nun 52 nci maddesinin beşinci fıkrasında, yatırım fonlarının, tapu ve diğer resmî sicillere tescil, değişiklik, terkin ve düzeltme talepleri dâhil olmak üzere her türlü sicil işlemleri ile ortağı olacağı limited ve anonim şirketlerin kuruluş, sermaye artırımı veya pay devri işlemleri dâhil her tür ticaret sicili işlemleriyle sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz addolunduğu hükmüne yer verilmiştir. Tapuda, ticaret sicilinde ve diğer resmi sicillerde fon adına yapılacak işlemler, portföy yönetim şirketi ile portföy saklama hizmetini yürüten kuruluş yetkililerinin müşterek imzalarıyla gerçekleştirilir.

3.1.4. Yatırım Fonlarına Hâkim Olan Temel İlkeler

Yatırım fonlarına hâkim olan temel ilkeler şunlardır:

a) Riskin Dağıtılması İlkesi

Riskin dağıtılması ilkesi sayesinde yatırım fonlarının, bireylerin kendi imkânları ile sağlayamayacakları ölçüde riski dağıtmaları mümkündür. Yatırım fonları, binlerce kişiden para toplayarak, büyük portföyler oluşturabilir, bu sayede çok daha fazla sayıda ortaklık payına ve bu arada daha başka yatırım araçlarına, örneğin tahvil ve bonolara yatırım yaparak, ortaklık payı fiyatlarındaki herhangi bir düşüş anında bundan en az derecede etkilenme şansına sahip olurlar.

b) Profesyonel Yönetim

Sermaye piyasaları nitelikleri itibarıyla belirli bir bilgi birikimini gerektiren teknik piyasalar olup, bu piyasada oluşan gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekir. Doğal olarak bireylerin böylesi bir takibi düzenli olarak yapmaları ve bu piyasalarda oluşan gelişmelerin portföylerindeki varlıkların fiyatlarına etkilerini tahmin edip ona göre zamanında tavır alabilmeleri zordur. Yatırım fonları ise çok fazla sayıda kişiden para toplamak suretiyle yüksek tutarlı portföyler oluşturduklarından, gerekli donanım ve uzmanlık alanlarına ilişkin yetişmiş elemanlara sahiptirler. Bu sayede piyasalarda gözlemlenen hareketlerin ne anlama geldiğini sürekli bir şekilde takip ederek gerekli işlemleri (alım/satım gibi) gerçekleştirirler.

c) Portföy Yatırımları

Yatırım fonları, ilgili mevzuat, içtüzük ve izahnamelerindeki bazı kısıtlamalar içerisinde çeşitli enstrümanlara yatırım yapabilmektedirler. Bu çerçevede, yatırım fonları portföylerindeki varlıkların alım-satımı sonucunda oluşan olumlu farklar ile bu varlıklardan elde edilen varsa değer artış kazancı, kâr payı ve faiz gibi unsurlardan gelir sağlama amacı olan kuruluşlardır.

ç) İnançlı Mülkiyet

Yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına dayanır. Tasarruf sahipleri ise fonla ilgili muameleleri yapma yetkisini kurucuya verirler. Bu yetki devri fon içtüzüğü ile olur. Kurucu, fonu bu sözleşme (içtüzük) ve izahnamedeki esaslar çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek/yönetmek zorundadır.

d) Mal Varlığının Korunması

Fon tüzel kişilik sahibi olmamakla beraber fonun mal varlığı, portföy yönetim şirketi ve portföy saklama hizmetini yürütecek kuruluşun mal varlığından ayrıdır.

Ayrıca SPKn'nun 53 üncü maddesi uyarınca, fon mal varlığı, fon hesabına olması ve fon iç tüzüğünde hüküm bulunması şartıyla, kredi almak, türev araç işlemleri, açığa satış işlemleri veya fon adına taraf olunan benzer nitelikteki işlemlerde bulunmak haricinde, teminat gösterilemez ve rehnedilemez. Fon mal varlığı portföy yönetim şirketinin ve portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşun yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi hâlinde dahi başka bir amaçla tasarruf edilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dâhil edilemez.

3.2. YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN ESASLAR TEBLİĞİ

SPKn'nun 52 nci³⁴ ve 54 üncü³⁵ maddelerine dayanılarak hazırlanan III-52.1 sayılı “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” (Bu bölüm ile sınırlı olmak üzere Tebliğ olarak anılacaktır.) 09.07.2013 tarihli ve 28702 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak 01.07.2014 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

Tebliğ ile yatırım fonlarının kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, katılma payları ile bunların ihracına ve kamunun aydınlatılmasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Ancak, diğer yatırım fonu türleri olan borsa yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonları ayrı tebliğler ile düzenlendiklerinden bu Tebliğ, dolayısıyla bu çalışmanın kapsamı dışındadır. Söz konusu yatırım fonu türleri hakkında bilgi almak isteyenler “Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları” modülüne ilişkin çalışma kitabından yararlanabilir.

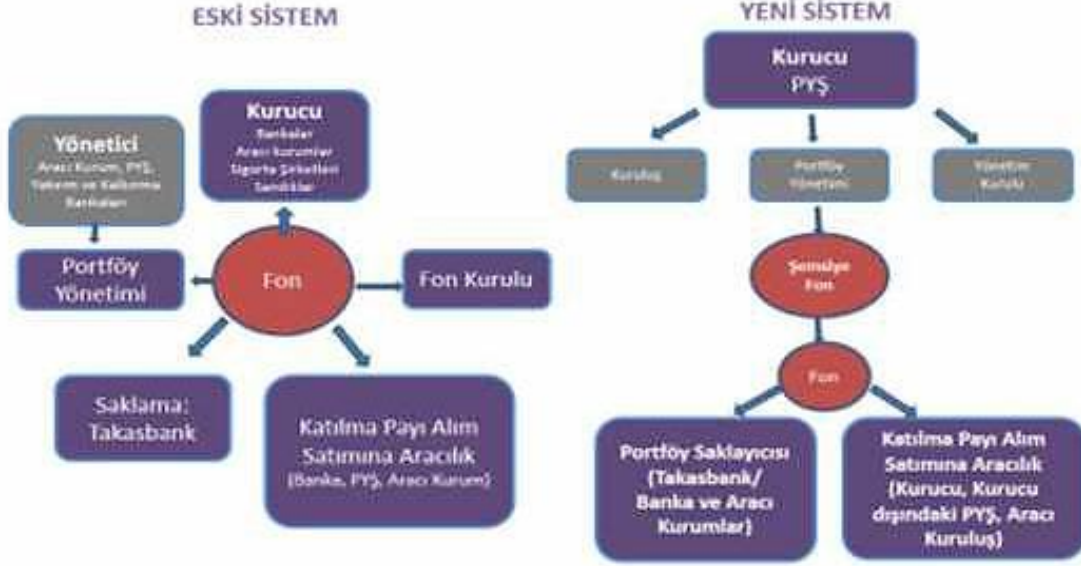
SPKn ile getirilen yenilikler ve oluşturulan yeni yapı çerçevesinde, yatırım fonlarının eski ve yeni durumu aşağıdaki gibi gösterilebilir:

³⁴ MADDE 52 – Yatırım fonları

³⁵ MADDE 54 – Yatırım fonlarında Kurula tanınan diğer yetkiler



Fon Organizasyonu



Buna göre, Tebliğ ile düzenlenen yatırım fonlarına ilişkin başlıca hususlar aşağıda özetlenmektedir:

- Münhasıran portföy yönetim şirketlerinin yatırım fonlarının kurucusu ve yöneticisi olacağı, fon portföylerinde yer alan varlık ve işlemlerin ise portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşlar tarafından saklanacağı düzenlenmektedir.

- Getirilen yeni yapıda, tek bir içtüzük ile “şemsiye fon” yapısı ile yatırım fonu kurulabilmekte, belirli sınıflara ayrılan şemsiye fon türleri altında farklı stratejilere sahip fonların ise sadece izahname ve yatırımcı bilgilendirme dokümanı düzenleyerek pay ihraç edebilmesine imkân sağlanmaktadır.

- Azami fon tutarı belirlenmesi uygulaması kaldırılmış olup böylelikle açık uçlu fon yapısına geçilmektedir.

- Yatırım yapılabilecek varlıklar çeşitlendirilmekte, fon kuruluş işlemlerini hızlandıracak mekanizmalar kurulmakta, yatırımcıların tam ve doğru olarak bilgilendirilmesi amacına yönelik olarak fon türleri ana gruplar şeklinde belirlenmekte ve AB düzenlemeleri ile uyumlu olarak yatırımcıların etkin bir şekilde bilgilendirilmelerini teminen “Yatırımcı Bilgilendirme Dokümanı” düzenlenmektedir.

- Faizsiz yatırım araçlarını tercih eden yatırımcıların yatırım fonlarının sunduğu avantajlardan yararlanabilmeleri için, ilk defa yeni bir fon türü olarak “Katılım Fonu” tanımlanmaktadır.

Anılan Tebliğ yanında, bu Tebliğ hükümlerinin uygulanmasına ilişkin olarak 20.06.2014 tarih ve 2014/18 sayılı Kurul Bülteni’nde yayımlanan aynı tarih ve 19/614 sayılı Kurul Kararı ile “Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber” (Rehber) İlke Kararı olarak kabul edilmiştir. Söz konusu Rehber <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=1087> adresinden ulaşılabilir. Aşağıda yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeler aktarılmaya çalışılırken gerek görüldükçe söz konusu Rehber’den de yararlanılmıştır.

3.2.1. Fon Malvarlığı

Fonun malvarlığı, kurucunun ve portföy saklayıcısının malvarlığından ayrıdır. *Kurucu*; SPKn'nun 55 inci maddesi³⁶ kapsamında ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan anonim ortaklık şeklinde kurulan portföy yönetim şirketini, *portföy saklayıcısı* ise SPKn'nun 56 ncı maddesi³⁷ kapsamında yetkilendirilmiş portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşu ifade etmektedir.

Fon portföyündeki varlıkların, Kurulun portföy saklama hizmetine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde saklanması zorunludur. Fonun kurucusu, yöneticisi ve portföy saklayıcısının fona ilişkin bütün hesap ve işlemleri Kurul denetimine tabidir.

Fon malvarlığının, fonun yönetim stratejisi doğrultusunda, fonun yatırım yapabileceği varlıklar konusunda yeterli bilgi ve sermaye piyasası alanında en az beş yıllık tecrübeye sahip portföy yöneticileri tarafından, yatırımcı lehine ve yatırımcının çıkarını gözeterek şekilde Kurulun portföy yöneticiliği hizmetine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde yönetilmesi zorunludur.

Fon malvarlığı, fon hesabına olması ve içtüzükte ve izahnamede hüküm bulunması şartıyla, kredi almak, türev araç işlemleri, açığa satış işlemleri veya fon adına taraf olunan benzer nitelikteki işlemlerde bulunmak haricinde, teminat gösterilemez ve rehnedilemez. Fon malvarlığı kurucunun ve portföy saklayıcısının yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi halinde dahi başka bir amaçla tasarruf edilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dahil olmak üzere haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dahil edilemez.

Kurucunun üçüncü kişilere olan borçları ve yükümlülükleri ile fonların aynı üçüncü kişilerden olan alacakları birbirlerine karşı mahsup edilemez.

3.2.2. Kurucunun Yetki ve Sorumluluğu

Kurucu, fonun katılma payı sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsili, yönetimi, yönetiminin denetlenmesi ile faaliyetlerinin içtüzük ve izahname hükümlerine uygun olarak yürütülmesinden sorumludur. Kurucu fona ait varlıklar üzerinde kendi adına ve fon hesabına mevzuat ve içtüzüğe uygun olarak tasarrufta bulunmaya ve bundan doğan hakları kullanmaya yetkilidir.

Fon yöneticisinin kontrolü dışındaki nedenlerden dolayı portföy sınırlarının ihlal edilmesi saklı kalmak kaydıyla, bir fonun, hisse senedi yoğun fon olarak sınıflandırılabilmesi için günlük olarak gerekli olan şartları sağlamaması halinde, sağlanmayan günlere ilişkin, fonun, yatırımcıların ve/veya yatırım fonu katılma payı alım satımını yapan kuruluşların tabi olacağı tüm yükümlülüklerin yerine getirilmesinden kurucu ve portföy saklayıcısı müteselsilen sorumludur.

Fonun faaliyetlerinin yürütülmesi esnasında portföy yöneticiliği hizmeti dahil dışarıdan sağlanan hizmetlerden yararlanılması, kurucunun sorumluluğunu ortadan kaldırmaz.

Kurucu ile katılma payı sahipleri arasındaki ilişkilere SPKnda, ilgili mevzuatta ve içtüzükte hüküm bulunmayan hâllerde 11.01.2011 tarihli ve 6098 sayılı Türk Borçlar Kanununun Dokuzuncu Bölüm Birinci Ayırımında verilen vekâlet sözleşmesine ilişkin 502 ilâ 514 üncü madde hükümleri kıyasen uygulanır.

3.2.3. Şemsiye Fona İlişkin Genel Esaslar

Hatırlanacağı üzere yatırım fonu; SPKn hükümleri uyarınca tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, Tebliğ'de belirtilen varlıklar ve işlemlerden oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından içtüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı olarak tanımlanmıştır. Fon, katılma payları bir şemsiye fona bağlı olarak ihraç edilen yatırım fonudur. Öte yandan borsa yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonları şemsiye fon yapısına sahip değildir.

³⁶ MADDE 55 – Portföy yönetim şirketi

³⁷ MADDE 56 - Portföy saklama hizmeti ve bundan doğan sorumluluk

Şemsiye fon içtüzüğünde yer alan ve aşağıda belirtilen esaslara uygun olarak, her katılma payı ihracı için ayrı bir izahname ve yatırımcı bilgi formu düzenlenmesi şartıyla, şemsiye fona bağlı fonlar oluşturulur.

a) Her bir fonun tüm varlık ve yükümlülükleri birbirinden ayrıdır.

b) Şemsiye fonun kuruluş giderleri ile fonların katılma payı ihraç giderleri hariç olmak üzere, bir şemsiye fon için yapılması gereken tüm giderler fonların toplam değerleri dikkate alınarak oransal olarak bu fonların portföylerinden karşılanır.

c) Bir şemsiye fonun Tebliğ uyarınca tasfiye edilmesi veya devredilmesi durumunda, bu şemsiye fona bağlı fonların da tasfiye edilmesi veya devredilmesi gerekir.

ç) Tebliğ’de yer alan hükümler aksi belirtilmedikçe her bir fon için ayrı ayrı uygulanır.

3.2.3.1. Şemsiye Fon’a Bağlı Fonların Portföylerine Dahil Edilebilecek Varlıklar

Şemsiye fon, katılma payları tek bir içtüzük kapsamında ihraç edilen tüm fonları kapsayan yatırım fonudur. Şemsiye fon, aşağıda belirtilen varlıklar ve işlemlerden oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla kurulur ve bunun dışında herhangi bir işle uğraşamaz.

a) Özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil Türkiye’de kurulan ihraççılara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları,

b) Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ile ihraççı payları,

c) 12 aydan uzun vadeli olmamak üzere vadeli mevduat, katılma hesabı ve mevduat sertifikaları,

ç) Borsada işlem görmeleri kaydıyla; altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları,

d) Fon katılma payları,

e) Repo ve ters repo işlemleri,

f) Kira sertifikaları,

g) Gayrimenkul sertifikaları,

ğ) Varantlar ve sertifikalar,

h) Takasbank para piyasası ve yurt içi organize para piyasası işlemleri,

ı) Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri,

i) Kurulca uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri,

j) Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçları.

3.2.3.2. Diğer Yatırım Araçları

Yapılandırılmış yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri de aşağıda belirtilen şartların sağlanması kaydıyla Fon portföyüne dahil edilebilir.

A) Yapılandırılmış yatırım araçlarının;

i. Fonun yatırım stratejisine ve risk yapısına uygun olması,

ii. Borsada işlem görmesi,

iii. İhraççısının ve/veya varsa yatırım aracının, Tebliğ’in 32’nci maddesinde belirtilen derecelendirme notuna sahip olması ve derecelendirme notunu içeren belgelerin Yönetici nezdinde bulundurulması,

iv. Tabi olduğu otorite tarafından yetkilendirilmiş bir saklayıcı kuruluş nezdinde saklanması

gerekir.

B) Türkiye’de ihraç edilmiş yapılandırılmış yatırım araçlarına ilişkin olarak ise, (A/ii) bendi hariç olmak üzere yukarıda belirtilen şartların tamamı aranır. Buna ilaveten, Türkiye’de ihraç edilmiş yapılandırılmış yatırım araçlarının;

- i. İhraç belgesinin Kurulca onaylanmış olması,
- ii. Fiyatının veri dağıtım kanalları vasıtasıyla ilan edilmesi,

iii. Fonun fiyat açıklama dönemlerinde II-14.2 sayılı Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğ düzenlemeleri çerçevesinde gerçeğe uygun değeri üzerinden nakde dönüştürülebilir nitelikte likiditasyona sahip olması

zorunludur.

C) i) Bu maddenin (A) bendinde belirtilen şartları taşıyan “Borsada İşlem Gören Senetler” (Exchange Traded Notes/ETN) ile (A-iii) nolu alt bent hariç olmak üzere, (A) bendinde belirtilen şartları taşıyan “Borsada İşlem Gören Emtia Ürünleri” (Exchange Traded Commodities/ETC) yapılandırılmış yatırım aracı niteliğinde fon portföylerine dahil edilebilir.

ii) Serbest fonlar ve unvanında “emtia” ibaresi yer alan fon sepeti fonları dışındaki fonlar tarafından yalnızca kıymetli madenlere veya kıymetli madenler endekslerine dayalı ETC'lere ve Rehber'in (7.3) maddesinde belirtilen dayanak varlıklara³⁸ dayalı ETN'lere yatırım yapılabilir.

iii) Fon portföylerine dahil edilen ETC ve ETN'lerin kaldıraçlı olması halinde söz konusu varlıklar kaldıraç yaratan işlem olarak Rehber'in (7.2) nolu maddesinde yer verilen esaslara tabidir.

D) Unvanında “yabancı” ibaresine yer verilen fonlar tarafından, borsada işlem görme şartı hariç olmak üzere, yukarıdaki (A) bölümünde yer alan şartların sağlanması kaydıyla ikraz iştirak senetlerine yatırım yapılabilir.

Buna ilaveten, ikraz iştirak senetlerinin;

- i. Fiyatının veri dağıtım kanalları vasıtasıyla ilan edilmesi,

ii. Fonun fiyat açıklama dönemlerinde II-14.2 sayılı Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğ düzenlemeleri çerçevesinde gerçeğe uygun değeri üzerinden nakde dönüştürülebilir nitelikte likiditasyona sahip olması

zorunludur.

3.2.4. Şemsiye Fon İçtüzüğü

Şemsiye fon içtüzüğü, katılma payı sahipleri ile kurucu, portföy saklayıcısı ve varsa yönetici arasında fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesini, Kanunun 56 ncı maddesi kapsamında saklanması, vekalet akdi hükümlerine göre yönetimini ve garantili fonlarda garantiye ilişkin esasları konu alan genel işlem şartlarını içeren iltihaki bir sözleşmedir.

Şemsiye fona bağlı her bir fonun katılma payları, şemsiye fon içtüzüğüne dayalı olarak ihraç edilir. Şemsiye fonlara ilişkin içtüzük standardı Kurulca belirlenmekte olup, şemsiye fon içtüzüğünde yer alması gereken asgari unsurlar şunlardır:

a) Şemsiye fonun unvanı, türü, süresi,

b) Kurucunun, yöneticinin ve portföy saklayıcısının unvanı ve adresleri,

c) Şemsiye fona bağlı fonlara ilişkin genel esaslar (Fon türü çerçevesinde yatırım yapılacak varlıklar ve portföy yönetim ilkeleri, katılma paylarının alım satımına ilişkin usul ve esaslar, portföyün yönetimine ve saklanmasına ilişkin esaslar, portföyün değerlemesine ilişkin esaslar, fon malvarlığından

³⁸ Fonlar tarafından Tebliğ'in 4'üncü maddesinde sayılan ve aynı maddenin (j) bendi uyarınca Kurulca uygun görülen varlıklara, faize, döviz/kura ve finansal endekslere dayalı türev araçlara yatırım yapılabilir.

yapılabilecek harcamalara ilişkin esaslar, fon gelir gider farkının katılma payı sahiplerine aktarılmasına ilişkin esaslar, fona katılma ve fondan ayrılma şartları),

- c) Fonun tasfiye şekli,
- d) Kurulca belirlenecek diğer unsurlar.

3.2.5. Şemsiye Fon Türleri

Şemsiye fonlar aşağıdaki türlerde kurulabilir.

- a) Fon toplam değerinin en az %80'i devamlı olarak;
 - i) Yerli ve/veya yabancı kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlar "BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSİYE FONU"³⁹,
 - ii) Yerli ve/veya yabancı ihraççıların paylarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlar "HİSSE SENEDİ ŞEMSİYE FONU",
 - iii) Borsada işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile kıymetli madenlere dayalı para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlar "KIYMETLİ MADENLER ŞEMSİYE FONU" ve
 - iv) Diğer fonların ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonları kapsayan şemsiye fonlar "FON SEPETİ ŞEMSİYE FONU",
 - b) Portföyünün tamamı devamlı olarak, vadesine en fazla 184 gün kalmış likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan ve portföyünün günlük olarak hesaplanan ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonları kapsayan şemsiye fonlar "PARA PİYASASI ŞEMSİYE FONU",
 - c) Portföyünün tamamı devamlı olarak, kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile Kurulca uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonları kapsayan şemsiye fonlar "KATILIM ŞEMSİYE FONU",
 - ç) Portföy sınırlamaları itibarıyla yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonları kapsayan şemsiye fonlar "DEĞİŞKEN ŞEMSİYE FON",
 - d) Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonları kapsayan şemsiye fonlar "SERBEST ŞEMSİYE FON",
 - e) Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin bilgilendirme dokümanlarında belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesi;
 - i) Uygun bir yatırım stratejisine ve garantör tarafından verilen garantiye dayanılarak taahhüt edilen fonları kapsayan şemsiye fonlar "GARANTİLİ ŞEMSİYE FON",
 - ii) Uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak en iyi gayret esası çerçevesinde amaçlanan fonları kapsayan şemsiye fonlar "KORUMA AMAÇLI ŞEMSİYE FON"
- olarak adlandırılır.
- f) Fon portföyünün tamamı Tebliğ'in 4 üncü maddesinde sayılan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan ve ortaklık payları, borçlanma araçları, kira sertifikaları, altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının en az ikisinin ayrı ayrı fon toplam değerine oranı asgari %20, birlikte fon toplam değerine oranı ise asgari %80 olan fonları kapsayan şemsiye fonlar "KARMA ŞEMSİYE FON" olarak adlandırılır.
 - g) Yatırım stratejisi temel olarak bir işverenin ihraç ettiği, borsada işlem gören veya borsaya kote ortaklık payları, borçlanma araçları ve/veya diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak olan, performans, prim, ikramiye vb. uygulamalar için katılma payları bir işverenin bayi, acente ve/veya çalışanlarına tahsis edilmek üzere oluşturulan ve portföyü Tebliğ ile Rehber'de düzenlenen varlık ve

³⁹ Yapılandırılmış borçlanma araçları ve varlık/ipotek teminatl menkul kıymetler borçlanma aracı niteliğinde olup, Tebliğ, Rehber ve fon izahnamesinde yer alan borçlanma araçlarına ilişkin yatırım sınırlamalarında dikkate alınır.

işlemlerden oluşan özel fonları kapsayan şemsiye fonlar “Çalışanlara Yönelik Özel Şemsiye Fon” olarak adlandırılır.

Kurulca uygun görülmesi koşuluyla, yukarıda sayılanlar dışında yeni şemsiye fon türleri belirlenebilir.

Fon toplam değeri ifadesinden fon portföyündeki varlıkların Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde değerlendirilmesi neticesinde bulunan fon portföy değerine varsa diğer varlıkların ve alacakların eklenmesi ve borçların düşülmesi suretiyle ulaşılan değer anlaşılmalıdır.

Fon portföy değerinin en az %80’i devamlı olarak menkul kıymet yatırım ortaklıkları payları hariç olmak üzere borsada işlem gören ihraççı paylarından oluşan ve yukarıdaki (a) bendinin (ii) numaralı alt bendi ile (d) bendinde belirtilen şemsiye fonlara bağlı olarak ihraç edilen fonlar “HİSSE SENEDİ YOĞUN FON” olarak kabul edilir. Hisse senedi yoğun fonların portföylerinde yer alan ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı olarak yapılan vadeli işlem sözleşmelerinin nakit teminatları, ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı opsiyon sözleşmelerinin primleri, borsada işlem gören ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı aracı kuruluş varantları ve ihraççı paylarından oluşan endeksleri 27/11/2013 tarih ve 28834 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.2)’nin 5 inci maddesinin dördüncü fıkrasının (a) bendi kapsamında takip etmek üzere kurulan borsa yatırım fonları katılma payları %80’lik oranın hesaplanmasına dahil edilir.

Fon portföyüne türev araçların dahil edilmesi halinde, yukarıdaki (a) bendinde yer alan %80’lik oranın hesaplanmasına ilişkin esaslar Kurulca belirlenir. Tebliğ ve Rehber düzenlemeleri çerçevesinde Fon portföyüne dahil edilen türev araçlar, Kurulca fon portföyüne alınması uygun görülen vadeli işlem (future ve forward sözleşmeleri), swap ve opsiyon sözleşmelerinden oluşur.

Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.2)’nin 5 inci maddesinin dördüncü fıkrasının (a) bendi kapsamında belirli bir varlık grubundan oluşan endeksi takip etmek üzere kurulan borsa yatırım fonlarının katılma paylarına yapılan yatırım, Tebliğde ve fon bilgilendirme dokümanlarında ilgili varlık grubu için belirlenen yatırım sınırlamaları hesaplamalarına dahil edilir.

3.2.6. Fonun Unvanı

Fonun unvanının fonun yatırım stratejisine uygun olması zorunludur. Bunun yanında, başka bir fonun unvanı ile aşırı benzerlik gösterecek, fonla ilişkili olmayan bir kurumu/kişiyi çağrıştıracak, unvanda kurucunun veya yöneticinin tevsik edilemeyen niteliklerine veya fonun diğer fonlardan üstün olduğunu ima eden benzeri subjektif ifadelerle yer verecek şekilde veya benzeri yollarla yatırımcıların yanıltılmasına yol açacak nitelikte olmaması gereklidir.

Fon unvanında fonun vade yapısına yer verilmesi halinde, Tebliğ’in 20 nci maddesinin birinci fıkrasında belirtilen fonun portföyüne dahil edilecek varlıkların vade yapısına ilişkin sınırlamalara uyulmalıdır.

Kurul tarafından uygun görülen bir endeks kapsamındaki varlıkların tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısımdan oluşan fonların unvanlarında “ENDEKS” ibaresine yer verilmesi zorunludur.

Koruma amaçlı ve garantili fonlara ilişkin olarak aşağıda yer alan esaslara uyulur.

a) Koruma amaçlı ve garantili şemsiye fonların unvanlarında koruma amaçlı veya garantili fon ibarelerinin bulunması yeterli olup, garantinin veya korumanın başlangıç yatırımına oranına ya da garantili fonlarda garantör tarafından sağlanan garanti kapsamındaki getiri oranına şemsiye fona bağlı fonların unvanları ile fon izahnamesi ve yatırımcı bilgi formlarında yer verilir.

b) Özel sektör tarafından ihraç edilen kira sertifikalarına ve borçlanma araçlarına yatırım yapan garantili ve koruma amaçlı fonların unvanlarında söz konusu sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımı belirtir bir ifadeye yer verilir.

Fon izahnamesi, fonun özelliklerine ve buna bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesini ifade eder.

Yabancı para ve sermaye piyasası araçlarına toplam değerinin en az %80'i oranında yatırım yapan fonların unvanlarında “YABANCI” ibaresine yer verilmesi zorunludur. Unvanlarında bu ibareye yer vermeyen hisse senedi ve borçlanma araçları fonlarında, fon toplam değerinin en fazla %20'si oranında yabancı para ve sermaye piyasası araçları fon portföyüne dâhil edilebilir.

Kurulun finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemeleri kapsamındaki iştiraklerin para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonların unvanlarında “İŞTİRAK” ibaresine yer verilmesi zorunludur.

Ayrıca, yatırım fonlarının unvanı aşağıda yer alan esaslar çerçevesinde belirlenir:

a) i) Fonun unvanında, asgari olarak fonun bağlı olduğu şemsiye fonun türünü gösterir ibare ve kurucunun unvanı⁴⁰ yer alır.

ii) Kıymetli madenler şemsiye fonuna bağlı fonlara ilişkin olarak fon toplam değerinin en az %80'inin devamlı olarak belirli bir kıymetli madene yatırılması halinde anılan fonların unvanında fon türüne ilişkin ibareye yer verilmez.

b) Yukarıdaki (a) bendinde belirlenen asgari ibarelere ilave olarak, en fazla bir ibareye daha fon unvanında yer verilebilir. Yatırımcıların daha doğru bir şekilde bilgilendirilmelerini teminen Kurulca uygun görülmesi kaydıyla bu şarta istisna getirilebilir. Ancak hiçbir surette unvanında “gelecek, performans, getiri, küresel, odak, global” gibi yatırım stratejisini yansıtmayan subjektif ifadeler yer verilemez.

c) Fon toplam değerinin en az %80'inin devamlı olarak belirli bir varlık grubuna, sektöre, coğrafi bölgelere vb. yatırılması halinde söz konusu durum fon unvanına yansıtılmalıdır. Yukarıda verilen (b) bendi kapsamında bu durumu yansıtmak üzere yalnızca bir ibare kullanılabilir.

Yukarıda (a), (b) ve (c) bentlerinde yer alan ilkeler çerçevesinde belirlenebilecek fon unvanlarına ilişkin örnekler aşağıda verilmektedir:

Örnek 1: Fon toplam değerinin en az %80'inin devamlı olarak gümüşe yatırılması halinde fon unvanında “Kıymetli Madenler” ibaresine yer verilmeksizin unvan “Gümüş Fonu” olarak belirlenir.

Örnek 2: Fon toplam değerinin en az %80'inin devamlı olarak özel sektör tarafından ihraç edilmiş kira sertifikalarına yatırılması halinde fon unvanı “Özel Sektör Kira Sertifikaları Katılım Fonu” olarak belirlenir.

Örnek 3: Fon toplam değerinin en az %80'inin gelişmekte olan ülkelerdeki teknoloji sektöründe faaliyet gösteren yabancı ortaklık paylarına yatırılması halinde, fon unvanı “Teknoloji Sektörü Yabancı Hisse Senedi Fonu” veya “Gelişmekte Olan Ülkeler Yabancı Hisse Senedi Fonu” olarak belirlenebilir. Bu durumda, Fon Tebliği hükümleri ve Rehber’de belirtilen esaslar çerçevesinde kullanımı zorunlu olan “Yabancı” ve “Hisse Senedi Fonu” ibarelerine ek olarak “Teknoloji Sektörü” veya “Gelişmekte Olan Ülkeler” ibaresinden bir tanesinin seçilmesi gerekir.

ç) Fon portföyünün, aynı varlık grubunda yer alan farklı araçlardan oluşması ve devamlı olarak, her birinin fon toplam değerine oranının asgari %40 olması durumunda yukarıda verilen (b) bendi uygulanmaksızın fon unvanında her iki ibareye birden yer verilebilir.

Örnek: Devamlı olarak, fon toplam değerinin en az %40'ının altına ve en az %40'ının gümüşe yatırılması halinde fon unvanı “Altın ve Gümüş Fonu” olarak belirlenir.

d) i) Tebliğ’in 23 üncü maddesinin birinci fıkrası uyarınca, belirli yatırımcılara tahsis edilmiş fonların unvanında “özel” ibaresine yer verilir ve bu ibare fon unvanında en sonda yer alır.

ii) Belirli kriterler çerçevesinde (işyeri, belirli meslek grupları veya sektörel bazda gibi) katılma payları belirli bir yatırımcı kitlesine tahsis edilmiş olan fonlar, Tebliğ’in 23 üncü maddesinin birinci fıkrasında düzenlenen “Katılma payları önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar” kapsamındadır. Söz konusu fonların unvanlarında fon paylarının satıldığı yatırımcı kitlesini tanımlayan ibareye de yer verilir.

⁴⁰ Kurucu unvanında “X Portföy Yönetimi A.Ş.” yerine, “X PİY” veya “X Portföy” ifadesinin kullanılması mümkündür.

Örnek 1: Özel Sektör Borçlanma Araçları Doktorlar Özel Fonu

Örnek 2: ABC A.Ş. Çalışanlarına Yönelik Hisse Senedi Özel Fonu

iii) Uluslararası anlaşmalar kapsamında, katılma paylarının belirli ülke vatandaşlarına satışının kısıtlandığı fonlar özel fon olarak nitelendirilmez ve fonların unvanında “özel” ibaresine yer verilmez. Bu tür fonların izahnamelerinde söz konusu sınırlamaya ilişkin bir açıklama yapılır.

e) Tebliğ’in 6 ncı maddesinin ikinci fıkrası çerçevesinde hisse senedi yoğun fonların unvanlarının sonunda “(Hisse Senedi Yoğun Fon)” ibaresine yer verilir.

Örnek: BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)

f) Tebliğde belirlenen esaslar çerçevesinde borçlanma araçları fonlarında vade yapısına yer verilmek istenmesi durumunda, vade yapısına ilişkin ibare fon unvanında en başta yer alır.

Örnek: Orta Vadeli Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu

g) Koruma amaçlı ve garantili şemsiye fonlara bağlı fonların unvanlarında garantinin veya korumanın başlangıç yatırıma, oranına veya garantili fonlarda garantör tarafından sağlanan garanti kapsamındaki getiri oranına yer verilir. Özel sektör tarafından ihraç edilen kira sertifikalarına ve borçlanma araçlarına yatırım yapan garantili ve koruma amaçlı fonların unvanlarında söz konusu sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımı belirtir bir ibareye yer verilir.

Örnek 1: Özel Sektör Kira Sertifikalarına Yatırım Yapan %102 Anapara Koruma Amaçlı Fon

Örnek 2: Özel Sektör Borçlanma Araçlarına Yatırım Yapan %98 Anapara Garantili Fon

ğ) Yukarıda verilen (b) bendi uyarınca, değişken fonların ve fon sepeti fonlarının unvanlarına, fonun portföy yönetim stratejisi çerçevesinde, varlık seçimine ve riskin dağılımına yönelik olarak kullanılan teknik/yöntemi/risk değerini yansıtacak bir ibarenin eklenmesi mümkündür.

h) Fon izahnamesinde belirtilmesi ve Kurulca uygun görülmesi koşuluyla, fon unvanına ilaveten, reklam ve pazarlama faaliyetlerinde yatırımcıları yanlış yönlendirmeyecek şekilde, fonun risk ve getiri yapısının tam ve doğru bir şekilde anlaşılmasını sağlayacak farklı bir ad kullanılabilir.

ı) - Fon toplam değerinin en az %80’inin devamlı olarak yerli ve yabancı ihraççıların döviz cinsinden ihraç edilmiş para ve sermaye piyasası araçlarından oluşması halinde, anılan fonların unvanında “(Döviz)” ibaresine yer verilir. Unvanında “(Döviz)” ibaresi yer alan serbest fonlar tarafından, döviz ve döviz cinsi varlıklara dayalı türev araçların döviz cinsi nakit teminat ve primleri ile yurt içi bankalar nezdindeki döviz cinsi vadeli/vadesiz mevduat/katılma hesaplarına yatırılan tutarlar %80 oranının hesaplanmasında dikkate alınır.

Örnek 1: Değişken (Döviz) Fon

Örnek 2: Borçlanma Araçları (Döviz) Fonu

- Ancak, unvanında “(Döviz)” ibaresi yer alan fonlar tarafından sadece yabancı ihraççıların para ve sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırım hiçbir zaman fon toplam değerinin %80’i veya daha fazlası olmayacaktır. Kurucu tarafından %80’lik oranın sadece yabancı ihraççıların para ve sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırım ile sağlanmasının planlanması halinde fonun unvanında “(Döviz)” yerine “Yabancı” ibaresine yer verilir.

i) Portföyünde yabancı para birimi cinsinden varlık ve altın ile diğer kıymetli madenler ve bunlara dayalı sermaye piyasası araçları bulunmayan yatırım fonlarının unvanında “(TL)” ibaresine yer verilir.

3.2.7. Şemsiye Fonun Kuruluşu

Borsa yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonları dışındaki yatırım fonlarının şemsiye fon şeklinde kurulması zorunludur. Kurucu, taslak içtüzük ve Kurulca esasları belirlenen başvuru formu ile Kurulca istenen diğer bilgi ve belgelerle Kurula başvurur. Şemsiye fon kuruluş başvurusu için gerekli bilgi ve belgeler Kurul tarafından belirlenerek ilan edilmekte olup, Kurul web adresinin <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=254&submenuheader=0> bağlantısından Kurulca esasları belirlenen başvuru formuna ulaşılması mümkündür.

Şemsiye fonların kuruluş izni alabilmesi için kurucu ile portföy saklayıcısı arasında yapılan saklama sözleşmesinin kurulacak şemsiye fonu da kapsamı ve içtüzüğün Kurulca onaylanması gerekmektedir. Kuruluş başvurusu kapsamında, içtüzükte yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen içtüzük standardına göre eksiksiz olması zorunludur. Kurulca belirlenen içtüzük standardına <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=254&submenuheader=0> adresinden ulaşılabilir.

Kuruluş başvuruları, gerekli belgelerin Kurula eksiksiz olarak sunulmasından itibaren iki ay içinde Kurul tarafından karara bağlanır. Yapılan inceleme neticesinde başvurunun onaylanmaması halinde, bu durum gerekçesi belirtilerek başvuru sahibine bildirilir.

Kurulca onaylanan içtüzük, Kurul kararının şirket tarafından tebellüğ edildiği tarihi izleyen altı iş günü içinde kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ettirilir ve TTSG ile KAP'ta ilan olunur.

3.2.8. Katılma Paylarının İhracı ve Halka Arzı

3.2.8.1. Katılma Paylarının İhracı

Katılma paylarının halka arz edilmesi veya belirli kişi ve/veya kuruluşlara tahsisli ya da nitelikli yatırımcılara satılması zorunludur.

Her bir fonun katılma payı ihracı için Kurulca belirlenen standartlara uygun olarak izahname ve yatırımcı bilgi formu düzenlenir ve Kurulca istenen diğer bilgi ve belgelerle birlikte kurucu tarafından Kurula başvurulur. Söz konusu izahname ve yatırımcı bilgi formları Kurulun web adresinin <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=466&submenuheader=0> bağlantısında verilmektedir. Bir şemsiye fona bağlı olarak oluşturulacak ilk fonun katılma payı ihracı başvurusunun içtüzüğün tescilinden itibaren en geç üç ay içinde yapılması zorunludur. Bu süre içinde Kurula başvuru yapılmaması durumunda, içtüzük kurucu tarafından ticaret sicilinden terkin ettirilir. Buna ilişkin belgeler 6 (altı) iş günü içinde Kurula gönderilir. Kurulca uygun görülecek makul gerekçelerin varlığı halinde, üç aylık süre bir defaya mahsus olmak üzere üç ay daha uzatılabilir.

Katılma paylarının ihraç edilebilmesi için fon izahnamesinin Kurul tarafından onaylanması gereklidir. İzahnamede bulunması gereken asgari unsurlar Tebliğin 2 numaralı Ekinde yer almaktadır. İzahnamede yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen izahname standardına göre eksiksiz olduğunun tespiti halinde izahname onaylanır ve keyfiyet ilgililere bildirilir. Yapılan inceleme neticesinde izahnamenin onaylanmaması halinde, bu durum gerekçesi belirtilerek başvuru sahibine bildirilir.

İzahnamenin onaylanması, bu belgede yer alan bilgilerin doğru olduğunun Kurulca tekeffülü anlamına gelmeyeceği gibi, ilgili fon katılma paylarına ilişkin bir tavsiye olarak da kabul edilemez.

İzahname ve yatırımcı bilgi formu, izin yazısının şirket tarafından tebellüğ edildiği tarihi izleyen 10 iş günü içinde KAP'ta ve kurucunun resmi internet sitesinde yayımlanır, ayrıca ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan edilmez. Ancak, izahnamenin nerede yayımlandığı hususu ticaret siciline tescil ettirilir ve TTSG'de ilan olunur. Yatırımcı bilgi formunda söz konusu tescil tarihi belirtilir.

Katılma payları, yatırımcı bilgi formunun KAP'ta yayımını takiben, bu formdaki esaslar çerçevesinde ve formda belirtilen satış başlangıç tarihinden itibaren, formda belirtilen dağıtım kanalları aracılığıyla yatırımcılara sunulur.

Katılma payları karşılığı yatırımcılardan toplanan para ve diğer varlıkların, takip eden iş günü izahnamede belirlenen varlıklara ve işlemlere yatırılması zorunludur. Garantili ve koruma amaçlı fonlarda talep toplanması halinde, takip eden iş günü iki iş günü olarak uygulanır ve bu sürenin hesaplanmasında talep toplamanın sona erdiği gün esas alınır.

3.2.8.2. Yatırımcı Bilgi Formu

Yatırımcı bilgi formu; yatırımcıların fonun yapısını, yatırım stratejisini ve risklerini gösteren özet formdur. Yatırımcı bilgi formu, yatırımcıların fonun yapısını, yatırım stratejisini ve risklerini makul

ölçüde anlayabilmeleri ve bilgiye dayalı olarak yatırım kararları alabilmeleri amacıyla hazırlanır. Bu form, asgari unsurları ve standardı Kurul tarafından belirlenen ve yatırım kararının alınmasında etkili olabilecek nitelikteki temel bilgileri içerir. Kurucu, bu formun içtüzük ve izahname ile tutarlılığından, içeriğinin doğruluğundan, güncelliğinin sağlanmasından ve bu formda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan sorumludur.

Yatırımcı bilgi formunun, fonun temel nitelikleri ile ilgili asgari olarak aşağıdaki bilgileri içermesi zorunludur:

- i) Fonu tanıtıcı bilgi,
- ii) Yatırım amaçlarının ve yatırım politikasının kısa tanımı ile portföy dağılımı,
- iii) Fonun varsa geçmiş performansı veya fon türüne bağlı olarak performans senaryo analizleri,
- iv) Fonun yönetim ücreti, komisyon ve diğer giderleri ile toplam gider oranı,
- v) Fonun maruz kaldığı risklerle ilgili uygun açıklamaları ve uyarıları içeren risk ve getiri profili,
- vi) Katılma paylarının alım satım esasları.

Formda, yatırımcıların içtüzük, izahname, finansal raporlar ile diğer ek bilgileri nereden ve ne şekilde elde edebilecekleri belirtilir. Form kısa, öz ve anlaşılır bir şekilde azami iki sayfa olarak hazırlanır. Formda yer alan bilgiler açık, yeterli, içtüzük ve izahname ile tutarlı olmalı ve yatırımcıyı yanıltıcı nitelikte olmamalıdır.

Diğer taraftan, 19.02.2015 tarih ve 2015/4 sayılı Kurul Bülteninde yayımlanan aynı tarih ve 4/206 sayılı Kurul İlke Kararı uyarınca, serbest şemsiye fona bağlı olarak ihraç edilecek fonların yatırımcı bilgi formu düzenlemesi ihtiyaridir. Ancak, Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu'nda (Platform) işlem görecektir serbest fonlar için Fon Tebliği'nin 12. maddesine uygun olacak şekilde yatırımcı bilgi formu düzenlenerek KAP'ta ilan edilmesi zorunludur.

3.2.8.3. Bilgilendirme Dokümanlarında Yapılacak Değişiklikler

a) İçtüzük değişiklikleri

İçtüzük değişikliklerinde aşağıdaki hususlara uyulur:

i) İçtüzük değişiklikleri Tebliğ'in 10 uncu maddesinin üçüncü fıkrası çerçevesinde incelenerek Kurul tarafından onaylanır. Yapılan inceleme neticesinde başvuruların onaylanmaması halinde bu durum gerekçesi belirtilerek başvuru sahibine bildirilir.

ii) İçtüzük değişiklikleri Kurul tarafından onaylanmasını takiben Tebliğ'in 10 uncu maddesinin beşinci fıkrası çerçevesinde tescil ve ilan edilir.

iii) Yatırımcıların yatırım yapma kararını etkileyebilecek ve önceden bilgi sahibi olunmasını gerektirecek nitelikteki içtüzük değişikliklerinin, bir duyuru metni ile izin yazısının şirket tarafından tebliğ edildiği tarihi izleyen iş günü ayrıca KAP'ta ve kurucunun resmi internet sitesinde ilan edilmesi ve yeni hususların yürürlüğe giriş tarihinin 10 iş gününden az olmamak üzere duyuru metninde belirtilmesi gereklidir.

iv) Söz konusu içtüzük değişiklikleri izahnamede değişiklik yapılmasını gerektirir nitelikte ise aşağıda belirtilen esaslar çerçevesinde izahname değişikliklerinin de yapılması gerekir.

b) İzahname Değişiklikleri

İzahname değişikliğinin yatırımcıların yatırım yapma kararını etkileyebilecek ve önceden bilgi sahibi olunmasını gerektirecek nitelikte olması halinde Tebliğ'in 11 inci maddesinin dördüncü fıkrası çerçevesinde Kurul tarafından incelenerek onaylanması ve aynı maddenin altıncı fıkrası çerçevesinde ilan edilmesi gereklidir. İzahname değişikliklerine ilişkin olarak düzenlenen duyuru metni izin yazısının şirket tarafından tebliğ edildiği tarihi izleyen iş günü KAP'ta ve kurucunun resmi internet sitesinde ilan edilir. Yeni hususların yürürlüğe giriş tarihi 10 iş gününden az olmamak üzere duyuru metninde belirtilir.

İzahname değişiklikleri yatırımcıların yatırım yapma kararını etkileyebilecek ve önceden bilgi sahibi olunmasını gerektirecek nitelikte değil ise, Kurulun onayı aranmaksızın kurucu tarafından yapılarak KAP'ta ve kurucunun resmi internet sitesinde ilan edilir ve yapılan değişiklikler her takvim yılı sonunu izleyen altı iş günü içinde toplu olarak Kurula bildirilir.

c) Yatırımcı Bilgi Formu Değişiklikleri

Yatırımcı bilgi formunda yapılacak değişiklikler için Kurul onayı aranmaz. Ancak, değişikliklerin altı iş günü önce Kurula bildirilmesi, içtüzük ile izahnameye uygun olması ve değişikliği takip eden iş günü KAP'ta ve kurucunun resmi internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

Yatırımcı bilgi formunda yapılacak bir değişikliğin izahname ve/veya içtüzük değişikliklerini de gerektirmesi yukarıda verilen izahname ve içtüzük değişikliklerine ilişkin esaslar uygulanır.

Bilgilendirme dokümanlarında yapılan açıklamalarda, Kurul onayının Kurul veya kamunun tekeffülü olarak yorumlanmasına yol açacak açık veya dolaylı bir ifade kullanılamaz.

3.2.8.4. Katılma Paylarının Değeri

Katılma payı; yatırımcının sahip olduğu hakları taşıyan ve fona katılımını gösteren, kayden izlenen sermaye piyasası aracını ifade eder. Katılma paylarının itibari değeri yoktur.

Fon birim pay değeri, fon toplam değerinin katılma paylarının sayısına bölünmesiyle elde edilir. Fon birim pay değeri, katılma paylarının alım satımına esas teşkil eden fiyattır. Fonların birim pay değerinin günlük olarak hesaplanması ve ilan edilmesi esastır. Bilgilendirme dokümanlarında hüküm bulunmak kaydı ile aynı gün içinde iki fiyat açıklanabilir. Kurul katılma payı fiyatının günlük olarak hesaplanmasına ve açıklanmasına bu Tebliğde belirtilen haller dışında da istisna getirebilir.

Para piyasası fonları ile kısa vadeli borçlanma araçları fonları dışındaki fonlarda, katılma payı alım satım emirleri, emrin verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. Para piyasası fonları ve kısa vadeli borçlanma araçları fonlarında ise, alım satım emirleri en son ilan edilen birim pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir. Bununla birlikte, bilgilendirme dokümanlarında belirtilmek koşuluyla, para piyasası fonları ve kısa vadeli borçlanma araçları fonlarında katılma payı alım işlemi ve satım işlemi farklı birim pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilebilir.

Bilgilendirme dokümanlarında belirlenen esaslara göre hesaplanan birim pay değeri, katılma paylarının alım-satım yerlerinde duyurulur. Tebliğin 31 inci maddesinin üçüncü fıkrasında belirtilen (ekonomik kriz, piyasanın kapanması ve arızalar gibi) olağanüstü durumlarda, Kurulca uygun görülmesi halinde, katılma paylarının birim pay değerleri hesaplanmayabilir ve katılma paylarının alım satımı durdurulabilir.

Fon katılma payı sahiplerine temettü dağıtılması mümkündür.

3.2.8.5. Katılma Paylarının Alım-Satımı

Katılma payı alımı, birim pay değerinin tam olarak nakden teslim edilerek ödenmesi⁴¹; katılma payı satımı, yatırımcıların paylarının bilgilendirme dokümanlarında belirlenen esaslara göre fona iade edilmek suretiyle paraya çevrilmesi şartıyla gerçekleştirilebilir. Fon toplam değerinin en az %80'i oranında altına yatırım yapan fonlarda, katılma payı alım satımında Kurulun onayı alınmak kaydıyla altın da kullanılabilir.

Katılma paylarının günlük olarak alım satımı esastır. Fon türü ve niteliği dikkate alınarak katılma paylarının günlük olarak alım satımına Kurulca istisna getirilebilir. İzahnamede ve yatırımcı bilgi formunda şartları belirlenmiş olmak koşuluyla katılma paylarının yatırımcılar tarafından alım ve satımlarında giriş-çıkış komisyonu uygulanabilir. Ancak, kurucu, yönetici ve yönetim veya sermaye bakımından bunlarla doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkili olanlar tarafından kurulan veya yönetilen fonların katılma paylarının fon portföyüne dâhil edilmesi halinde bu fonlara giriş ya da çıkış komisyonu ödenemez. Elde edilecek komisyon tutarı fon, kurucu, yönetici, katılma paylarının alım satımını yapan

⁴¹ 23.01.2015 tarih ve 2015/2 sayılı Kurul Bülteni'nde yayımlanan aynı tarih ve 2/32 sayılı Kurul İlke Kararı uyarınca, yatırım kuruluşlarının müşterileri kredi kartı ile yatırım fonu katılma payı alımı yapabilirler.

kuruluşlar veya portföy saklayıcısı arasında paylaştırılabilir.

İzahnamede hüküm bulunması ve Borsanın uygun görmesi şartı ile katılma payları Borsada işlem görebilir. Borsada işlem görmeyen katılma paylarının, Borsa dışında alım satımı bilgilendirme dokümanlarında hüküm bulunması kaydıyla mümkündür. Bu durumda kurucu dışında alım satımı gerçekleştirebilecek kuruluşların KAP'ta ilan edilmesi zorunludur.

Katılma paylarının alım satımı Kurulun aracılık ve portföy yöneticiliği hizmetine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde gerçekleştirilir.

Kurucu ve/veya yönetici tarafından katılma paylarının fon adına alım satımı esastır. Kurucu, fonun katılma paylarını kendi portföyüne dahil edebilir ve katılma paylarının satışına başlanmadan önce kurucu ve/veya yönetici tarafından fona avans tahsis edilebilir.

Kurul, katılma paylarının alım satımının borsalar ve/veya takas kurumları nezdinde kurulmuş Kurulca uygun görülen merkezi bir fon dağıtım platformu aracılığıyla da gerçekleştirilebilmesini teminen, Kurulca uygun görülen tüm fonların bu platforma dahil edilmesine ve yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri tarafından bu platformda işlem gören katılma paylarının alım satımına aracılık yapılmasına ilişkin düzenlemeler yapabilir.

Katılma payı alım satımı, fon toplam değerinin en az %80'i oranında yabancı para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan fonlar ile unvanında “(Döviz)” ibaresi yer alan fonlarda, katılma payı alım satımı TL'nin yanı sıra pay grubu oluşturulmak suretiyle TCMB tarafından günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı para birimleri üzerinden de gerçekleştirilebilir. Bu durumda, katılma payı fiyatı bağlı olduğu pay grubuna göre TL veya yabancı para birimi cinsinden açıklanır.

Yatırım kuruluşlarının müşterileri kredi kartı ile yatırım fonu katılma payı alımı yapabilirler.

Unvanında “altın” ibaresi bulunan fonlar tarafından, Kurulun onayı alınmak kaydıyla, aşağıdaki esaslar çerçevesinde katılma payı alım satımında altın kullanılabilir:

- Yatırımcıların katılma payı alım satımını gerçekleştirmek üzere banka nezdinde altın yatırımı hesabına sahip olmaları ve işlemlerin bu hesap aracılığıyla gerçekleştirilmesi zorunludur.
- Birim pay değeri, Türk Lirası ve ilgili saflık derecesindeki altın cinsinden ilan edilir.
- Tebliğ'in 19'uncu maddesinin birinci fıkrası çerçevesinde, fon portföyüne borsada işlem gören varlıkların alınması ve bu varlıkların alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur.
- Katılma payı alım satımında altın kullanımına ilişkin esaslara fon izahnamesinde yer verilir.

3.2.8.6. Pay Gruplarının Oluşturulması

Fondan alınan yönetim ücreti, portföy yönetim ücreti ve pazarlama satış dağıtım ücreti şeklinde bölünerek ve/veya fona giriş-çıkış komisyonu uygulanmak suretiyle aynı fon çatısı altında farklı pay grupları oluşturulabilir. Bu ücretler ve komisyonlar fon, kurucu, yönetici, katılma payı alım satımını yapan kuruluşlar ve portföy saklayıcısı arasında paylaştırılabilir. Pay grupları oluşturulan fonların kamuyu aydınlatmalarına ilişkin esas ve standartlar Kurulca belirlenir.

3.2.9. Portföy Sınırlamaları

3.2.9.1. Fon Portföyüne Alınacak Varlıklar ve İhraççılara İlişkin Sınırlamalar

Fon portföyüne alınacak varlıklara ilişkin sınırlamalar aşağıda verilmektedir:

a) Fonun toplam değerinin %10'undan fazlası bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına ve bu araçlara dayalı türev araçlara yatırılmaz. Bu oranın hesaplanmasında ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler dikkate alınmaz ve bu varlıklara yapılacak yatırımlar için yukarıda belirtilen oran %25 olarak uygulanır; aşağıda yer alan (b) bendindeki sınırlama ise uygulanmaz.

b) Fon toplam değerinin %5'inden fazla yatırım yapılan ihraççıların para ve sermaye piyasası araçlarının toplam değeri fon toplam değerinin %40'ını aşamaz. Ancak, 14.05.2015 tarih ve 2015/12

sayılı Kurul Bülteni'nde yayımlanan aynı tarih ve 12/588 sayılı Kurul İlke Kararı uyarınca, unvanında "iştirak" ibaresi yer alan fonlarda bu hüküm uygulanmaz.

c) Fon toplam değerinin %20'sinden fazlası Kurulun finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemeleri kapsamında, aynı grubun para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz.

((a), (b) ve (c) bentleri uyarınca yapılacak kontrollerde, para piyasası fonları haricinde aynı ihraççı nezdindeki mevduat/katılma hesapları da dikkate alınır.)

ç) Fon portföyüne bir ihraççının borçlanma araçlarının tedavülde olan ihraç miktarının %10'undan fazlası dâhil edilemez. Bu oranın hesaplanmasında ihraççının tüm borçlanma araçlarının, borçlanma aracının fon portföyüne dâhil edildiği tarihteki tedavülde olan ihraç tutarının piyasa değeri esas alınır.

d) TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı, ipotek finansmanı kuruluşları ve Türkiye Varlık Fonu tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçları için bu kısımda sayılan sınırlamalar uygulanmaz. Bu kısım kapsamında tek bir varlığa yapılan yatırım, fon toplam değerinin %35'ini aşamaz. Darphane sertifikaları için ise ihraç bazındaki söz konusu %35 sınırlaması uygulanmaz ve fonlar tarafından darphane sertifikalarına altına dayalı sermaye piyasası araçları için fon bilgilendirme dokümanlarında belirlenen yatırım sınırlamaları dahilinde yatırım yapılabilir.

e) Varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları için, ihraççı olarak fon kullanıcıları dikkate alınarak, yukarıda (a) bendinde yer alan %10'luk sınırlama %25 olarak uygulanır; (b) bendinde yer alan sınırlama uygulanmaz; (c) bendinde yer alan %20'lik sınırlama ise %35 olarak uygulanır. Diğer taraftan, 28.03.2002 tarihli ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun çerçevesinde kurulan varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları için bu kısımda sayılan sınırlamalar uygulanmaz.

Fon tek başına hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının %10'undan fazlasına, aynı yöneticinin yönetimindeki tek bir kurucuya ait fonlar ise toplu olarak, hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamaz.

Aşağıda verilen ihraççıların ihraç ettiği para ve sermaye piyasası araçlarının toplam değeri fon toplam değerinin %20'sini aşamaz:

- Yöneticinin yönetim hakimiyetine sahip olan,
- Yöneticinin yönetim hakimiyetine sahip olan tüzel kişiler ile yönetici yetkililerinin yönetim hakimiyetine sahip olduğu,
- Yöneticinin yönetim hakimiyetine sahip olan gerçek kişilerin yönetim hakimiyetine sahip olduğu.

Aracı kuruluş ve ortaklık varantları ile sertifikalara yapılan yatırımların toplamı fon toplam değerinin %10'unu aşamaz. Tek bir ihraççı tarafından çıkarılan varantlar ile sertifikaların toplamı ise fon toplam değerinin %5'ini aşamaz.

Fon toplam değerinin en fazla %10'u, 12 aydan uzun vadeli olmamak şartıyla, bankalar nezdinde açılan mevduat/katılma hesaplarında ve mevduat sertifikalarında değerlendirilebilir. Ancak tek bir bankada değerlendirilebilecek tutar fon toplam değerinin %3'ünü aşamaz. Katılım fonlarında söz konusu %10'luk oran %25, %3'lük oran ise %10 olarak uygulanır.

Öte yandan;

- Para piyasası fonlarının fon toplam değerinin azami %50'si mevduat/katılma hesaplarında değerlendirilebilir. Ancak tek bir bankada değerlendirilebilecek tutar fon toplam değerinin %6'sını aşamaz.

- Para piyasası katılım fonlarının fon toplam değerinin azami %50'si katılım hesaplarında değerlendirilebilir. Ancak tek bir bankada değerlendirilebilecek tutar fon toplam değerinin %20'sini aşamaz.

Kurucunun Kurulun finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemeleri kapsamında yer alan grup şirketlerinin borsa dışında halka arzına aracılık ettiği ortaklık paylarına, borsada işlem görmesi şartıyla, ihraç miktarının azami %10'u ve fon toplam değerinin azami %5'i oranında yatırım yapılabilir.

Fon portföylerine dahil edilebilen varlıkların değerlemesine ilişkin esaslar, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan “TSPB Kolektif Yatırım Kuruluşu Portföylerinde Yer Alan Varlıkların Değerleme Esaslarına İlişkin Yönerge” ile belirlenmiştir.

3.2.9.2. Fon Portföyüne Alınacak Kolektif Yatırım Kuruluşu Paylarına İlişkin Sınırlamalar

Fon toplam değerinin en fazla %20'si fon katılma paylarına, menkul kıymet yatırım ortaklıkları paylarına, yabancı borsalarda işlem gören borsa yatırım fonu katılma paylarına ve yabancı yatırım fonu katılma paylarına yatırılmak suretiyle değerlendirilir. Türkiye’de kurulu borsa yatırım fonlarının katılma paylarına yapılan yatırım için bu sınırlama uygulanmaz. Ancak tek bir yatırım fonunun, yabancı borsalarda işlem gören borsa yatırım fonunun ve yabancı yatırım fonunun katılma paylarına yapılan yatırım tutarı fon toplam değerinin %10'unu, Türkiye’de kurulu tek bir borsa yatırım fonunun katılma paylarına yapılan yatırım tutarı ise fon toplam değerinin %20'sini aşamaz.

Fon portföyüne, katılma payı satışına ilişkin izahnamesi Kurulca onaylanan fonların katılma paylarının dahil edilmesi esastır. Şu kadar ki, yabancı borsalarda işlem gören borsa yatırım fonlarının katılma payları için yukarıda yer verilen sınırlamalar dahilinde kalınmak kaydıyla söz konusu şart aranmaz.

Fonlar tarafından diğer yatırım fonlarına ve borsa yatırım fonlarına yapılan yatırımlar, “3.2.9.1. Fon Portföyüne Alınacak Varlıklar ve İhraççılarına İlişkin Sınırlamalar” bölümünün (a) ve (b) maddelerinde yer alan ihraççı sınırlamalarına tabi değildir.

Diğer taraftan, , yukarıdaki esaslar çerçevesinde gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonlarının katılma payları fon portföyüne dahil edilebilir. Ancak tek bir gayrimenkul yatırım fonuna ve girişim sermayesi yatırım fonuna yapılan yatırım tutarı, fon toplam değerinin %4'ünü geçemez. Serbest yatırım fonları tarafından gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonlarına fon toplam değerinin en fazla %25'i oranında yatırım yapılabilir.

3.2.9.3. Fon Portföyündeki Varlıkların Borsada İşlem Görme Esasları

Fon portföyündeki varlıkların Borsada işlem görme esasları şunlardır:

a) Fon portföyüne borsada işlem gören varlıkların alınması ve bu varlıkların alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur. İlk ihraçlarda ise borsada işlem görmesi uygun görülen sermaye piyasası araçları fon portföyüne dahil edilebilir.

b) Fon portföyüne dahil edilen katılma payları için (a) bendinde yer alan şartlar aranmaz.

c) Fon adına katılma paylarının alım satımı nedeniyle, Borsa’nın ilgili piyasasından aynı gün valörü ile aynı gün valörlü işlem saatleri dışında fon portföyüne alım veya fon portföyünden satım zorunluluğu bulunuyorsa, Borsa tarafından belirlenen işlem kurallarına uyulması şarttır.

Kamu ve özel sektör dış borçlanma araçlarının, borsa dışında yapılacak işlemler ile fon portföyüne dahil edilmesi veya fon portföyünden çıkarılması mümkündür.

Yurtdışında ihraç edilen borçlanma araçlarının ve kira sertifikalarının, tabi olduğu otorite tarafından yetkilendirilmiş bir saklayıcı kuruluş nezdinde saklanması, fiyatının veri dağıtım kanalları vasıtasıyla ilan edilmesi, derecelendirmeye tabi tutulması ve fonun fiyat açıklama dönemlerinde Finansal Raporlama Tebliği düzenlemeleri çerçevesinde gerçeğe uygun değeri üzerinden nakde dönüştürülebilecek nitelikte likiditeye sahip olması şartlarıyla, yurtdışında borsa dışından fon portföyüne dahil edilmesi mümkündür.

Yatırım fonlarının portföylerine ihraççı veya üçüncü kişiler tarafından verilen geri alım taahhüdü içeren ortaklık payı, borçlanma aracı, teminatlı menkul kıymet, varlığa veya ipoteğe dayalı menkul kıymet, kira sertifikası, gayrimenkul sertifikası ve benzeri sermaye piyasası araçlarının ihraçlarından ilgili sermaye piyasası araçlarının dâhil edilmesi halinde, söz konusu taahhüt kapsamında

fon portföylerinden yapılacak satım işlemleri, her bir işlem için gerekçeli yönetim kurulu kararı alınması şartı ile borsa dışında gerçekleştirilebilir.

3.2.9.4. Borsa Dışında Taraf Olunan Sözleşmelere İlişkin Sınırlamalar

Kurucunun fon adına ve hesabına borsa dışında taraf olduğu sözleşmelerin;

- a) Fonların yatırım stratejisine uygun olması,
 - b) Karşı taraflarının Tebliğ'in 32 nci maddesinde belirtilen derecelendirme notuna sahip olması,
 - c) Herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şekilde objektif koşullarda yapılması ve adil bir fiyat içermesi ve
 - ç) Fonun fiyat açıklama dönemlerinde gerçeğe uygun değeri üzerinden nakde dönüştürülebilir olması
- zorunludur.

Borsa dışı sözleşmelerin yukarıda yer verilen (c) bendinde yer alan ilkelere uygunluğunun temini için uygulanacak güvenilir yöntemler ve sözleşmelerle ilgili genel ilkeler içtüzük ile izahnamelerde belirlenir ve KAP'ta açıklanır.

Fon portföylerine, riskten korunma amacıyla sınırlı olarak borsa dışından türev araç ve swap sözleşmeleri dahil edilebilir. Söz konusu sınırlama, garantili ve koruma amaçlı fonlarda opsiyon dışındaki türev araçlar için uygulanmakta olup, serbest fonlar için uygulanmaz.

Serbest fonlar dışındaki fonların taraf olduğu borsa dışı türev araç ve swap sözleşmelerinin;

- i. Karşı tarafının denetime ve gözetime tabi finansal bir kurum (banka, aracı kurum v.b.) olması,
 - ii. Karşı tarafının Tebliğ'in 32'nci⁴² maddesinde belirtilen derecelendirme notuna sahip olması,
 - iii. Herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şekilde objektif koşullarda yapılması ve adil bir fiyat içermesi,
 - iv. Fonun fiyat açıklama dönemlerinde “güvenilir” ve “doğrulanabilir” bir yöntem ile değerlendirilmesi,
 - v. Fonun fiyat açıklama dönemlerinde gerçeğe uygun değeri üzerinden nakde dönüştürülebilir ve sona erdirilebilir nitelikte olması
- zorunludur.

Serbest fonlar dışındaki yatırım fonları tarafından borsada ve borsa dışında opsiyon satıcısı olarak opsiyon sözleşmesine taraf olunamaz.

3.2.9.5. Fon Portföyüne Dâhil Edilecek Varlıkların Vade Yapısına İlişkin Sınırlamalar

Borçlanma araçları fonlarının unvanlarında vade yapısına yer verilmek istenmesi durumunda, fon portföyünün aylık ağırlıklı ortalama vadesinin;

- a) 25-90 gün olması halinde “kısa vadeli”,
- b) 91-730 gün olması halinde “orta vadeli”,
- c) 730 günden fazla olması halinde “uzun vadeli”

ifadelerine fon unvanlarında yer verilir.

Para piyasası fonları ile kısa vadeli borçlanma araçları fonlarında vadeye kalan gün sayısı hesaplanamayan varlıklar fon portföyüne dâhil edilemez.

⁴² (32/1): Bu Tebliğde derecelendirme notunun arandığı durumlarda, ilgili Kurul düzenlemeleri çerçevesinde derecelendirme yapmaya yetkili derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen derecelendirme notuna sahip olunması zorunludur.

Orta vadeli ve uzun vadeli borçlanma araçları fonlarında fon portföyüne en fazla fon toplam değerinin %20'si oranında vadeye kalan gün sayısı hesaplanamayan varlıklar dâhil edilebilir.

Portföyün ağırlıklı ortalama vadesi, sermaye piyasası araçlarının vadeleri ayrı ayrı dikkate alınarak hesaplanır. Orta vadeli ve uzun vadeli borçlanma araçları fonlarında vadeye kalan gün sayısı hesaplanamayan varlıklar bu hesaplamada dikkate alınmaz.

3.2.9.6. Fonun Kredi İşlemleri, Repo ve Ters Repo İşlemleri ile Vaad Sözleşmelerine İlişkin Sınırlamalar

Fon portföylerinde yer alan repo işlemine konu olabilecek varlıkların rayiç değerinin %10'una kadar borsada veya borsa dışında repo yapılabilir, fon toplam değerinin %10'unu geçmemek üzere fon hesabına kredi alınabilir ve/veya borçlanma amacıyla Takasbank Para Piyasası ve yurtiçi organize para piyasası işlemleri yapılabilir. Kredi alınması halinde kredinin tutarı, faizi, alındığı tarih ve kredi alınan kuruluş ile geri ödeneceği tarih KAP'ta açıklanır ve Kurula bildirilir.

Ters repo sözleşmelerine ilişkin olarak;

- Fon portföyüne borsada veya borsa dışında ters repo sözleşmelerinin dâhil edilmesi mümkündür.
- Borsa dışında taraf olunan ters repo sözleşmelerine, fon toplam değerinin en fazla %10'una kadar yatırım yapılabilir.
- Unvanında "Para Piyasası" ve "Kısa Vadeli" ifadesi yer alan fonlar fon toplam değerinin %25'ini geçmemek üzere Borsa İstanbul A.Ş. Pay Senedi Repo Pazarı'nda ters repo sözleşmelerine taraf olabilirler.

Borsa dışı repo-ters repo işlemlerinin vade ve faiz oranı Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde belirlenir. Faiz oranının belirlenmesi, borsada işlem gören benzer vade yapısına sahip sözleşmelerin faiz oranlarının dikkate alınması şartıyla, kurucu ve yöneticinin sorumluluğundadır. Bu tür sözleşmelere taraf olunması durumunda, en geç sözleşme tarihini takip eden iş günü içinde sözleşmenin vadesi, faiz oranı, karşı tarafı ve karşı tarafın derecelendirme notu KAP'ta açıklanır; ilgili bilgi ve belgeler kurucu veya yönetici merkezinde sözleşme tarihini müteakip beş yıl süreyle saklanır.

Fon toplam değerinin %10'unu aşmaması kaydıyla fon portföyüne vaad sözleşmeleri dahil edilebilir. Sözleşmenin karşı tarafının, yönetim kontrolü kamu kurum ve kuruluşlarına ait olan bir banka olması ve derecelendirme yapılabilmesi için gerekli olan şartların sağlanamaması halinde notun ilk defa alınmasına kadar geçen sürede anılan banka için Tebliğ'nin 19. maddesinin üçüncü fıkrasının (b) bendinde yer alan derecelendirme şartı aranmaz.

Vaad sözleşmelerinin olası karşı tarafları ile söz konusu tarafların derecelendirme notlarına ilişkin bilgiler yatırım fonunun KAP sayfasında açıklanır ve açıklanan bilgilerde değişiklik meydana gelmesi durumunda KAP'ta yapılan bir önceki açıklama güncellenir. Söz konusu sözleşmelerin kar payı oranı ve vadesine ilişkin bilgilere ise aylık dönemler itibarıyla hazırlanan portföy dağılım raporunda yer verilir ve bu işlemlere ilişkin bilgi, belgeler sözleşme tarihini müteakip beş yıl süreyle Kurucu/Yönetici merkezinde muhafaza edilir. Karşı taraftan alınan vaad sözleşmelerine konu varlıkların ilgili düzenlemeler çerçevesinde yatırım fonunun saklama hesaplarında depo edilmesi gerekir.

3.2.9.7. Fonun Ödünç İşlemlerine İlişkin Sınırlamalar

Fonlar, Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde yapılacak bir sözleşme ile herhangi bir anda portföylerindeki sermaye piyasası araçlarının piyasa değerinin en fazla %50'si tutarındaki sermaye piyasası araçlarını ödünç verebilir.

Fon portföyünden ödünç verme işlemi, ödünç verilen sermaye piyasası araçlarının en az %100'ü karşılığında Kurulun ilgili düzenlemelerinde özkaynak olarak kabul edilen varlıkların fon adına Takasbank'ta bloke edilmesi şartıyla yapılabilir. Özkaynağın değerlemesine ve tamamlanmamasına ilişkin esaslarda Kurulun ilgili düzenlemelerine uyulur.

Fon, Kurul düzenlemeleri uyarınca yapılacak bir sözleşme çerçevesinde portföyündeki kıymetli

madenlerin piyasa değerlerinin en fazla %75'i tutarındaki kıymetli madenleri Türkiye'de kurulu borsalarda ödünç verebilir. Ayrıca, piyasada gerçekleşen ödünç işlemleri karşılığında ödünç alacaklarını temsil etmek üzere çıkarılan sertifikalar aynı oranda portföye alınabilir. Kıymetli maden ödünç işlemleri ile kıymetli maden ödünç sertifikası alım-satım işlemleri ilgili piyasadaki işlem esasları ile teminat sistemi çerçevesinde yapılır.

Fonun taraf olduğu sermaye piyasası aracı ödünç verme sözleşmelerine, sözleşmenin fon lehine tek taraflı olarak fesh edilebileceğine ilişkin bir hükmün konulması zorunludur.

3.2.9.8. Belirli Yatırımcılara Tahsis Edilmiş Fonlar ile Bir Varlık veya Varlık Grubuna Yatırım Yapan Fonlara İlişkin Sınırlamalar

Katılma payları önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlarda;

- Katılma payı yatırımcısı olarak tanımlanmış şirketlerin ihraç ettikleri para ve sermaye piyasası araçlarının toplam değeri, tek bir şirket için azami %5 olmak üzere, fon toplam değerinin %25'ini aşamaz.

- İçtüzük ve izahname değişikliklerine ilişkin duyuruların KAP'ta ilan edilmesi hükmü uygulanmaz.

Unvanında “Endeks” ibaresi yer alan fonlarda, yönetici fonu, fonun getirisi baz alınan endeksin getirisinden önemli ölçüde sapmayacak şekilde yönetmekle yükümlüdür. Bu fonlarda, Tebliğin 3 numaralı Ekinde yer alan formüle uygun olarak yapılan hesaplama çerçevesinde, baz alınan endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olmalıdır. Aksi bir durumun varlığının tespiti halinde Kurul tarafından, söz konusu fonun tasfiyesi veya başka bir fona dönüşümü istenebilir. Her ayın sonuncu gününde son üç aylık dönemler itibarıyla hesaplanan korelasyon katsayısının, belirtilen oranın altına düşmesi halinde, kurucu bu durumu, alınacak tedbirlere ilişkin olarak alınacak yönetim kurulu kararı ile birlikte, izleyen ayın ilk altı iş günü içinde Kurula bildirmekle yükümlüdür. Kurul, bu hükmün uygulanmasında, Tebliğ'in 31 inci maddesinin üçüncü fıkrasında sayılan olağanüstü olayların gerçekleştiği dönemleri dikkate almayabilir.

Unvanında “Endeks” ibaresi yer alan fonlarda, Tebliğ'in 17 nci maddesinin birinci ve üçüncü fıkralarında yer alan sınırlamalar ile aynı maddenin ikinci fıkrasında yer alan %10'luk sınırlama⁴³, söz

⁴³ **MADDE 17 – (1) a)** Fonun toplam değerinin %10'undan fazlası bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına ve bu araçlara dayalı türev araçlara yatırılmaz. Bu oranın hesaplanmasında ipotek ve varlık teminatlının menkul kıymetler dikkate alınmaz ve bu varlıklara yapılacak yatırımlar için birinci cümlede belirtilen oran %25 olarak uygulanır; bu fıkranın (b) bendinde yer alan sınırlama ise uygulanmaz.

b) Fon toplam değerinin %5'inden fazla yatırım yapılan ihraççıların para ve sermaye piyasası araçlarının toplam değeri fon toplam değerinin %40'ını aşamaz.

c) Fon toplam değerinin %20'sinden fazlası Kurulun finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemeleri kapsamında, aynı grubun para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz.

ç) Fon portföyüne bir ihraççının borçlanma araçlarının tedavülde olan ihraç miktarının %10'undan fazlası dahil edilemez. Bu oranın hesaplanmasında ihraççının tüm borçlanma araçlarının, borçlanma aracının fon portföyüne dahil edildiği tarihteki tedavülde olan ihraç tutarının piyasa değeri esas alınır.

d) TCMB, Hazine ve ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçları için bu fıkra da yer alan sınırlamalar uygulanmaz. Bu bent kapsamında tek bir varlığa yapılan yatırım, fon toplam değerinin %35'ini aşamaz.

e) Varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları için, ihraççı olarak fon kullanıcıları dikkate alınarak, bu fıkranın; (a) bendinde yer alan %10'luk sınırlama %25 olarak uygulanır, (b) bendinde yer alan sınırlama uygulanmaz, (c) bendinde yer alan %20'lik sınırlama ise %35 olarak uygulanır. Diğer taraftan, 28/3/2002 tarihli ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun çerçevesinde kurulan varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları için bu fıkradaki sınırlamalar uygulanmaz.

f) İpotek finansmanı kuruluşlarının kurucusu olduğu; konut finansmanı fonları tarafından ihraç edilen ipotega dayalı menkul kıymetler ve varlık finansmanı fonları tarafından portföylerinde yer alan tüketici kredilerinden kaynaklanan alacaklar karşılık gösterilmek suretiyle ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler için (a), (b) ve (c) bentlerinde yer alan sınırlamalar uygulanmaz. Ancak bu bent kapsamında her bir varlığa yapılan yatırım, fon toplam değerinin %35'ini aşamaz.

g) Fon portföyüne dâhil edilecek varlığa veya ipotega dayalı menkul kıymetlerin fon portföyüne dâhil edilme aşamasında ilgili Kurul düzenlemeleri çerçevesinde derecelendirme yapmaya yetkili derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen derecelendirme notunun ilk üç kademesinde nota sahip olunması zorunludur. Yatırım yapıldıktan sonraki süreçte ise, ilgili derecelendirme notunun yatırım yapılabilir seviyenin altına düşmemesi esastır. Söz konusu araçların derecelendirme notunun yatırım yapılabilir seviyenin altına düşmesi halinde ise yatırımcıların menfaati de dikkate alınarak söz konusu araçların fon portföyünden çıkarılması için kurucu ve/veya yönetici tarafından gerekli işlemlerin tesis edilmesi gerekir.”

(2) Fon tek başına hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının %10'undan fazlasına, aynı yöneticinin yönetimindeki tek bir kurucuya ait fonlar ise toplu olarak, hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamaz.

(3) a) Yöneticinin yönetim hakimiyetine sahip olan,

konusu varlıkların baz alınan endekse dahil olması halinde uygulanmaz. Aynı maddenin ikinci fıkrasındaki %20'lik sınırlamanın hesaplanmasında ise, fonların portföyünde yer alan paylar, baz alınan endekse dahil olması kaydıyla dikkate alınmaz.

Belirli bir sektörde yer alan ihraççıların para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan fonlarda, Tebliğ'in 17 nci maddesinin birinci fıkrasında yer alan %10'luk sınırlama ilgili sektörde faaliyet gösteren ihraççılar için %20 olarak uygulanır; aynı fıkranın (b) (c) bentlerinde yer alan sınırlamalar ise uygulanmaz.

Fon toplam değerinin en az %80'i oranında yabancı para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan fonlar ile unvanlarında "Döviz" ibaresi yer alan fonlar tarafından, nakit ihtiyacının karşılanması amacıyla sözleşmelere konu olabilecek varlıkların ilgili ülkenin merkezi takas ve saklama kuruluşunda saklanması kaydıyla yurt dışında borsa dışı repo sözleşmelerine taraf olunabilir.

Unvanında "İştirak" ibaresi yer alan fonlarda, Tebliğ'in 17 nci maddesinin birinci fıkrasının (c) bendi ile aynı maddenin üçüncü fıkrası uygulanmaz.

3.2.9.9. Garantili ve Koruma Amaçlı Fonların Portföy Sınırlamaları

Garantili ve koruma amaçlı fonların portföy sınırlamalarına ilişkin aşağıdaki esaslar uygulanır:

a) Fonlar tarafından portföye alınan ters repo sözleşmeleri, özel sektör tarafından ihraç edilen borçlanma araçları ve kira sertifikaları, Kurulca uygun görülen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile diğer sermaye piyasası araçları için Tebliğ'in 19 uncu maddesinin birinci fıkrasının (a) ve (b) bentleri uygulanmaz⁴⁴.

b) Fonlar tarafından, vade ve diğer sözleşme koşulları açısından borsada işlem gören eşdeğerlerinin bulunmaması halinde, borsa dışında ters repo sözleşmelerine taraf olunabilir ve Kurulca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılabilir. Borsa dışında taraf olunan ters repo sözleşmelerine ilişkin olarak Tebliğ'in 21 inci maddesinin ikinci fıkrasının (b) bendinde yer alan %10'luk sınırlama garantili ve koruma amaçlı fonlar için uygulanmaz.

c) Opsiyon sözleşmesi satın alınması hariç olmak üzere türev araçlar koruma amaçlı fonların portföyüne ancak riskten korunma amaçlı olarak alınabilir.

ç) Fonların portföylerine borsa dışından alınan sözleşmelerin Tebliğ'in 19 uncu maddesinin üçüncü fıkrasının (b) ve (ç) bentlerinde⁴⁵ sayılan niteliklere uygunluğunu tevsik edici bilgi ve belgeler, sözleşmelerin portföye dahil edilmelerini takip eden 10 iş günü içinde Kurula gönderilir. Gerekli nitelikleri taşımadığı Kurulca tespit edilen sözleşmeler fon portföyünden çıkarılarak Kurul düzenlemelerine uygun olan sözleşmeler portföye dahil edilir; bu nedenle doğan masraf ve zararlar fon malvarlığına yansıtılamaz. Türev araç sözleşmelerine ilişkin imzaların, sözleşmelerin portföye alınmasını müteakip en geç bir ay içerisinde tamamlanması ve sözleşmenin imza tarihinden itibaren beş yıl süreyle kurucu ve yönetici nezdinde saklanması zorunludur.

d) Fonların portföylerine borsa dışından alınan türev araçlar nedeniyle maruz kalınan karşı taraf riski fon toplam değerinin %20'sini aşamaz. Bu sınırlamaya uyumun yalnızca söz konusu varlıkların portföye dahil edilmeleri aşamasında sağlanması yeterlidir.

b) (a) bendinde belirtilen tüzel kişiler ile yönetici yetkililerinin yönetim hakimiyetine sahip olduğu,

c) Yöneticinin yönetim hakimiyetine sahip olan gerçek kişilerin yönetim hakimiyetine sahip olduğu

ihraççıların ihraç ettiği para ve sermaye piyasası araçlarının toplam değeri fon toplam değerinin %20'sini aşamaz.

⁴⁴ (1) a) Fon portföyüne borsada işlem gören varlıkların alınması ve bu varlıkların alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur.

İlk ihraçlarda ise borsada işlem görmesi uygun görülen sermaye piyasası araçları fon portföyüne dahil edilebilir.

b) Fon portföyüne dahil edilen katılma payları için bu fıkranın (a) bendinde yer alan şartlar aranmaz.

⁴⁵ (3) Kurucunun fon adına ve hesabına borsa dışında taraf olduğu sözleşmelerin;

a) Fonların yatırım stratejisine uygun olması,

b) Karşı taraflarının bu Tebliğin 32 nci maddesinde belirtilen derecelendirme notuna sahip olması,

c) Herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şekilde objektif koşullarda yapılması ve adil bir fiyat içermesi,

ç) Fonun fiyat açıklama dönemlerinde gerçeğe uygun değeri üzerinden nakde dönüştürülebilir olması

zorunludur.

3.2.9.10. Diğer Sınırlamalar

Fon portföyüne riskten korunma ve/veya yatırım amacıyla fonun türüne ve yatırım stratejisine uygun olacak şekilde ve Kurulca belirlenecek esaslar çerçevesinde türev araçlar dâhil edilebilir. Bu durumda, fonun portföy yöneticilerinin tümünün sermaye piyasası faaliyetleri Düzey 3 lisans belgesi ile türev araçlar lisans belgesine sahip olmaları zorunludur.

Türev araçlar nedeniyle maruz kalınan açık pozisyon tutarı fon toplam değerini aşamaz.

Para piyasası fonları ve kısa vadeli borçlanma araçları fonları ile özel sektör borçlanma araçlarına yatırım yapan koruma amaçlı ve garantili fonlarda, fon portföyüne dahil edilen banka borçlanma araçları dışındaki özel sektör borçlanma araçları ihraççısının Tebliğ'in 32 nci maddesinde belirtilen derecelendirme notuna sahip olması zorunludur.

Fon toplam değerinin en fazla %20'si Takasbank Para Piyasası ve yurtiçi organize para piyasası işlemlerinden oluşur.

Fon, açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamaz.

Portföydeki varlıkların değerinin fiyat hareketleri ve temettü dağıtımı gibi yönetici kontrolü dışında veya yeni pay alma hakları nedeniyle, fonun bilgilendirme dokümanları ile Tebliğ'de belirtilen sınırların ihlal edilmesi halinde en geç 30 gün içinde söz konusu sınırlara uyumun sağlanması zorunludur. Belirtilen süre içinde uyumun sağlanmasının imkansız olması veya büyük zarar doğuracağının belirlenmesi halinde süre Kurul tarafından uzatılabilir. Bu süre sonunda Kurula başvurmayan veya süre verilmesi Kuruca uygun görülmeyen fonların dönüşümü veya tasfiyesi Kurul tarafından istenebilir.

Kurul, fon türü bazında fon portföyüne alınacak varlık ve işlemlere ilişkin olarak Tebliğ'de yer alan oranlardan farklı asgari ve/veya azami oranlar belirleyebilir.

3.2.10. Fon Türlerine Özel Esaslar

3.2.10.1. Serbest Fonlar

Serbest fonlar, "3.2.9. Portföy Sınırlamaları" başlığı altında verilen (Tebliğ'in 17 ila 24 üncü maddesinde yer alan) portföy ve işlem sınırlamalarına tabi olmaksızın fonun bilgilendirme dokümanlarında yer alan yatırım stratejileri ve limitleri dahilinde yatırım yapabilirler. Ayrıca, Fon Tebliği ve Rehber'de yatırım yapılabilir seviyede derecelendirme notunun arandığı durumlarda serbest fonlar için derecelendirme yapılmış olması yeterlidir. Özel esaslar saklı kalmak kaydıyla, Fon Tebliği ve Rehber'de fon portföyüne dahil edilecek varlık ve işlemler için belirlenen oransal yatırım sınırlaması dışındaki diğer tüm şartlar serbest fonlar için de aranır. Örneğin, bir serbest fon borsa dışında ortaklık payı alım/satım işlemi gerçekleştiremez.

Payları serbest fonların portföylerine alınacak yabancı fonlar için ilgili otoriteden izin alınmış olma şartı aranır. Bu kapsamda, hangi ülkelerde kurulu fonların portföye alınabileceğine izahname ve yatırımcı bilgi formunda yer verilir. Kurul serbest fonların portföylerine alınacak yabancı fon paylarına ilişkin kısıtlamalar getirebilir.

Serbest fonlar için Tebliğ'in 15 inci maddesinde yer alan "*izahnamede hüküm bulunması ve Borsanın uygun görmesi şartı ile katılma payları Borsada işlem görebilir*" hükmü uygulanmaz.

Serbest fonların katılma paylarının satışını yapacak kuruluşlar, katılma payı satışlarının bu konuda yeterli bilgi ve deneyime sahip satış personeli tarafından gerçekleştirilmesini temin ederler. Söz konusu kuruluşlar, satış yapılan yatırımcıların nitelikli yatırımcı vasıflarını haiz olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek ve düzenli olarak tutmakla yükümlüdürler. Dağıtım kuruluşu söz konusu yükümlülüğünü, yatırımcının, katılma payı alım talimatı verilen serbest fonun KAP'ta yayımlanan izahnamesi ile yatırımcı bilgi formunun okunup anlaşıldığı ve fonun risklerinin algılandığına ilişkin beyanını yazılı veya elektronik ortamda alarak da yerine getirebilir.

Serbest fonun portföy yöneticilerinin tümünün sermaye piyasası faaliyetleri Düzey 3 lisans belgesi ile türev araçlar lisans belgesine ve bu fonlar konusunda gerekli bilgi ve tecrübeye sahip olmaları

gereklidir.

Serbest fonlar için Tebliğ'in "Fon Toplam Giderinin Üst Sınırının Belirlenmesi ve Kamuya Açıklanması" başlıklı 33 üncü maddesi uygulanmaz.

Serbest fonların portföyüne Tebliğde Kurulca fon portföyüne alınması uygun görülen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri olarak tanımlanan türev araçların yanı sıra swap sözleşmeleri de dahil edilebilir. Serbest fonların portföylerinde yer alan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile swap sözleşmeleri nedeniyle maruz kalınan risklere ilişkin limitler izahname ve yatırımcı bilgi formlarında belirtilir. Limitlerin aşılması halinde kurucunun yönetim kurulu tarafından limitlere uyumun sağlanması amacıyla gerekli tedbirler alınır ve katılma payı sahiplerine en uygun haberleşme vasıtasıyla bildirilir.

Serbest fonun izahnamesinde yapılacak değişiklikler, değişikliğin yürürlüğe giriş tarihinden en az 30 gün önce katılma payı sahiplerine en uygun haberleşme vasıtasıyla bildirilir. İçtüzük ve izahname değişikliklerine ilişkin duyuruların KAP'ta ilan edilmesi hükmü serbest fonlar için uygulanmaz⁴⁶.

Serbest fonların pay fiyatlarının en az ayda bir kere hesaplanması ve yatırımcılara bildirilmesi zorunludur. Birim pay değerinin hesaplanması ve ilan edilmesine ilişkin olarak Tebliğ'in 14 üncü maddesinin dördüncü fıkrasında belirtilen günlük hesaplanma zorunluluğu uygulanmaz.

Serbest fonların izahname ve yatırımcı bilgi formlarında, katılma paylarının fona iadesi için pay fiyatlarının ilan süresinden daha farklı ve uzun süreler belirlenebilir.

Serbest fonlar fon sepeti fonu şeklinde kurulabilir. Bu durumda Tebliğ'in 26 ncı maddesinde yer alan fon sepetine ilişkin hükümler uygulanmaz.

Unvanında "hisse senedi" ibaresi yer alan serbest fonların, Tebliğ'in 6 ncı maddesinin ikinci fıkrasında⁴⁷ yer alan hükümler uygulanmak kaydıyla, serbest şemsiye fona bağlı hisse senedi fon olarak ihraç edilmesi mümkündür.

Tebliğ'in 23. maddesinin birinci fıkrasında düzenlenen katılma payları önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş olan serbest özel fon niteliğindeki yatırım fonlarının katılma paylarının nitelikli yatırımcılara tahsisli olarak satılmaya başlandığı tarihten itibaren 30 iş günü içerisinde en az 600.000.000 TL'lik tutarın yatırıma yönlendirilmemiş olması durumunda söz konusu fonun dönüşümüne, başka bir fon ile birleştirilmesine veya tasfiye edilmesine izin verilmesi talebiyle 30 iş günlük sürenin bitimini takip eden 6 iş günü içerisinde Kurul'a başvurulması gerekmektedir. Ayrıca, serbest özel fonların yatırımcılarının fon ihraç başvurusu esnasında işlem yasaklı olmaması zorunludur.

Unvanında "özel" ibaresi yer almayan ve TEFAS'ta işlem görmeyen serbest fonlara ilişkin olarak Kurulun ihraca ilişkin izin yazısının verildiği ayı takip eden üçüncü ayın sonundan başlayarak her ay sonu itibarıyla fon yatırımcı sayısına ilişkin olarak portföy saklayıcısı tarafından kontrol yapılır. Kontrol yapılan aylık dönemde 15 gün ve daha fazla süre ile yatırımcı sayısının 10 ve daha az olması halinde konuya ilişkin olarak en geç 5 iş günü içerisinde Kurucu'ya ve Kurula bilgi verilir. Portföy saklayıcısı tarafından Kurula bildirim yapılmasını takip eden en geç 10 iş günü içerisinde Kurucu tarafından fonun özel fona dönüştürülmesi, başka bir fon ile birleştirilmesi, TEFAS'ta işlem görmesi veya tasfiye edilmesi talebiyle Kurula başvuru yapılır. Bu düzenlemenin yürürlüğe girdiği tarihten önce ihraç edilen tüm fonlar için söz konusu kontrol 31.03.2024 tarihinden itibaren yapılacaktır.

3.2.10.2. Fon Sepeti Fonları

⁴⁶ Platform'da işlem gören serbest fonların Fon Tebliği'nin 13. maddesinin ikinci fıkrası kapsamında yapılacak içtüzük ve izahname değişikliklerinin yürürlüğe giriş tarihinden en az 30 gün önce KAP'ta ilan edilmesi zorunludur.

⁴⁷ (2) Fon portföy değerinin en az %80'i devamlı olarak menkul kıymet yatırım ortaklıkları payları hariç olmak üzere BİAŞ'ta işlem gören ihraççı paylarından oluşan ve bu maddenin birinci fıkrasının (a) bendinin (2) numaralı alt bendinde belirtilen şemsiye fona bağlı olarak ihraç edilen fonlar "Hisse Senedi Yoğun Fon" olarak kabul edilir. Hisse senedi yoğun fonların portföylerinde yer alan ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı olarak yapılan vadeli işlem sözleşmelerinin nakit teminatları, ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı opsiyon sözleşmelerinin primleri ile borsada işlem gören ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı aracı kuruluş varantları %80'lik oranın hesaplanmasına dahil edilir. Bu Tebliğin 24 üncü maddesinin beşinci fıkrası hükümleri saklı kalmak kaydıyla, bir fonun, hisse senedi yoğun fon olarak sınıflandırılabilmesi için günlük olarak gerekli olan şartları sağlamaması halinde, sağlanmayan günlere ilişkin, fonun, yatırımcıların ve/veya yatırım fonu katılma payı alım satımını yapan kuruluşların tabi olacağı tüm yükümlülüklerin yerine getirilmesinden de kurucu ve portföy saklayıcısı müteselsilen sorumludur.

Fon sepeti fonlarında aşağıdaki düzenlemelere uyulur.

- a) Tek bir fona veya borsa yatırım fonuna ait katılma paylarının değeri fon sepeti fonunun toplam değerinin %20'sini aşamaz.
- b) Diğer fon sepeti fonlarına yatırım yapılamaz.
- c) Fon sepeti fonu portföyüne alınan fon katılma payları veya borsa yatırım fonu katılma paylarının sayısı, yatırım yapılan fonun katılma payı sayısının %25'ini aşamaz. Bu oranın hesaplanmasında katılma paylarının fon portföyüne dâhil edildiği tarihteki katılma payı sayısı esas alınır.
- ç) Fon sepeti fonu portföyüne, katılma payı satışına ilişkin izahnamesi Kurulca onaylanan fonların katılma paylarının dâhil edilmesi esastır. Yabancı borsalarda işlem gören borsa yatırım fonlarının katılma payları için söz konusu şart aranmaz.
- d) Fon sepeti fonunda yer alan serbest fonlara ait katılma paylarının değeri, fon toplam değerinin %10'unu geçemez.
- e) Fon sepeti fonlarında, portföye alınacak katılma payları için ödenen yönetim, giriş ve çıkış ücretleri de toplam gider oranının hesaplanmasında, fon sepeti fonunun bir gider kalemi olarak dikkate alınır.
- f) Fon sepeti fonları için Tebliğ'in 17 nci maddesinin üçüncü fıkrası ile 18 inci maddesindeki birinci ve ikinci fıkralarındaki fon portföyüne alınacak kolektif yatırım kuruluşu paylarına ilişkin sınırlamalar uygulanmaz.

3.2.10.3. Garantili ve Koruma Amaçlı Fonlar

Garantili ve koruma amaçlı şemsiye fona bağlı fonların vadelerinin asgari altı ay olarak belirlenmesi zorunludur.

Garantiye ve korumaya ilişkin olarak;

- a) Koruma amaçlı fonlar tarafından, yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün ya da tamamının korunmasına yönelik olarak oluşturulacak yatırım stratejisinin, kamu borçlanma araçlarına, ters repoya, kira sertifikalarına, banka borçlanma araçlarına, ipotek teminatlı ve ipotège dayalı menkul kıymetlere ve ihraççısı Tebliğ'de belirtilen derecelendirme notuna sahip olan diğer özel sektör borçlanma araçlarına veya korumayı sağlayabilecek nitelikteki Kurulca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılmasını içermesi zorunludur.
- b) Katılma payı sahiplerinin garantiden ya da korumadan yararlanabilme koşulları ve katılma paylarının vadeden önce fona iadesi halinde uygulanacak esaslar fonların bilgilendirme dokümanlarında belirlenir.
- c) Yatırımcılar tarafından, vergi hariç olmak üzere, doğrudan katılan maliyetler garanti edilen ya da korunan yatırım tutarını azaltamaz.
- ç) Garanti ya da koruma, tüm katılma payı sahipleri açısından aynı nitelikte olmalıdır. Fonların portföy yönetim stratejisinde ve türünde fonun vadesi içerisinde değişiklik yapılamaz.
- d) Garantili fonların portföy yönetim stratejilerinin oluşturulmasında (a) bendinin uygulanması zorunlu değildir. Portföy yönetim stratejilerine izahname ve yatırımcı bilgi formlarında yer verilir.
- e) Garantili ve koruma amaçlı fonlar tarafından, kamu ve özel sektör borçlanma araçlarına, kira sertifikalarına, ipotek teminatlı ve ipotège dayalı menkul kıymetlere yapılan yatırımlar için Tebliğ'in 17 nci maddesinin birinci fıkrasında yer alan sınırlamalar uygulanmaz.

Tebliğ kapsamında garantör; garantili yatırım fonları tarafından bilgilendirme dokümanlarında belirlenen esaslar çerçevesinde yatırımcılara geri ödeneceği taahhüt edilen yatırım tutarının Fon tarafından karşılanamayan kısmının yatırımcılara geri ödenmesini fona garanti eden ve Tebliğ'de belirlenen nitelikleri haiz, banka ve tabi oldukları mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla yurt dışında yerleşik banka ve sigorta şirketleri olarak tanımlanmıştır. Bu bağlamda, garantöre ve garanti

sözleşmesine ilişkin olarak aşağıdaki esaslar uygulanır:

i) Garantörün, Tebliğ’de belirtilen derecelendirme notuna sahip olması zorunludur.

ii) Garantili fon kurucusu ile garantör arasında lehdarı katılma payı sahipleri olmak üzere, garanti sözleşmesinin muacceliyetinde kurucunun talebi, kurucunun talepte bulunmaması halinde katılma payı sahiplerinden birinin talebi üzerine, ilk talepte fona ödeme garantisi içeren bir garanti sözleşmesi imzalanması zorunludur.

iii) Garanti sözleşmesinde ve fonun bilgilendirme dokümanlarında garantiye ilişkin olarak bulunması gereken asgari unsurlar Kurulca belirlenir ve bu unsurların garantili fonun vadesi boyunca korunması zorunludur. Garanti sözleşmesi ve sözleşmede yapılacak değişiklikler için Kurulun uygun görüşünün alınması zorunludur.

iv) Garanti, fona aittir ve fonun ayrılmaz bir parçasıdır. Garanti edilen tutarın ödenmesi hiçbir koşula bağlanamaz ve garantiden cayılamaz.

Özel sektör borçlanma araçlarına yatırım yapan garantili ve koruma amaçlı fonların katılma payı satışında, yatırımcılardan yatırımcı bilgi formunun okunup anlaşıldığı ve risklerin algılandığı bilgisini de içeren yazılı veya elektronik ortamda pay alım talimatları alınır.

Garantili ve koruma amaçlı fonların portföy yöneticilerinin tümünün sermaye piyasası faaliyetleri Düzey 3 lisans belgesi ile türev araçlar lisans belgesine ve bu fonlar konusunda gerekli bilgi ve tecrübeye sahip olmaları gereklidir.

Garantili ve koruma amaçlı fonların pay fiyatlarının en az ayda iki kere hesaplanması ve ilan edilmesi zorunludur. Birim pay değerinin hesaplanması ve ilan edilmesine ilişkin olarak Tebliğ’in 14 üncü maddesinin dördüncü fıkrası⁴⁸ uygulanmaz.

3.2.10.4. Unvanında “Para Piyasası” ve “Kısa Vadeli” İfadesi Yer Alan Katılım Fonları ve Serbest Fonlar

Tebliğ’nin 6. maddesinin birinci fıkrasının (c) bendinde tanımlanan “Katılım Şemsiye Fonu”na bağlı olarak “para piyasası katılım fonu” ve “kısa vadeli kira sertifikaları katılım fonu” ihraç edilebilir. Para piyasası fonları ile kısa vadeli borçlanma araçları fonlarına ilişkin olarak Tebliğ ve Rehber’de yer alan hükümler bu fonlar için de kıyasen uygulanır. Söz konusu fonlar, Fon Tebliği’nin Ek/4’ünde yer alan tabloda para piyasası fonları ile kısa vadeli borçlanma araçları fonları için belirlenmiş olan azami fon toplam gider oranına ilişkin sınırlamalara tabidir. Anılan fonlar tarafından fon portföyüne dahil edilen kira sertifikalarına ilişkin olarak Tebliğ’in 24. maddesinin ikinci fıkrasında yer alan derecelendirme şartı varsa kira sertifikaları; aksi takdirde kira sertifikalarının fon kullanıcıları için aranır. Kira sertifikasının fon kullanıcısının, yönetim kontrolü kamu kurum ve kuruluşlarına ait olan bir banka olması ve derecelendirme yapılabilmesi için gerekli olan şartların sağlanamaması halinde notun ilk defa alınmasına kadar geçen sürede anılan banka için söz konusu derecelendirme şartı aranmaz.

Ayrıca, bir serbest fon, fon izahnamesinde fon portföyünün aylık ağırlıklı ortalama vadesinin 25-90 gün olacağının ve fon portföyüne vadeye kalan gün sayısı hesaplanamayan varlıkların dahil edilmeyeceğinin belirtilmesi kaydıyla "kısa vadeli serbest fon" unvanı ile; serbest fonun portföyünün tamamının devamlı olarak, vadesine en fazla 184 gün kalmış likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçlarından oluşacağının, portföyünün günlük olarak hesaplanan ağırlıklı ortalama vadesinin en fazla 45 gün olacağının ve fon portföyüne vadeye kalan gün sayısı hesaplanamayan varlıkların dahil edilmeyeceğinin belirtilmesi kaydıyla “para piyasası serbest fon” unvanı ile ihraç edilebilir. Fonun yatırım stratejisi uyarınca fon portföyünün devamlı olarak faiz içermeyen para ve sermaye piyasası araçlarından oluşması halinde bu fonların unvanında ayrıca “katılım” ifadesi de yer alır. Bu tür fonlarda katılma payı alım satım emirleri en son ilan edilen birim pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir.

⁴⁸ (4) Fonların birim pay değerinin günlük olarak hesaplanması ve ilan edilmesi esastır. Bilgilendirme dokümanlarında hüküm bulunmak kaydı ile aynı gün içinde iki fiyat açıklanabilir. Kurul katılma payı fiyatının günlük olarak hesaplanmasına ve açıklanmasına bu Tebliğde belirtilen haller dışında da istisna getirebilir.

3.2.10.5. Unvanında Katılım İfadesi Geçen Fonlara İlişkin Esaslar

Unvanında katılım ifadesi geçen fonların portföylerine dahil edilecek ortaklık paylarının faizsiz/katılım finans ilkelerine uygunluğu onaylanmış olan endekslerde (örneğin Borsa İstanbul A.Ş. tarafından hesaplanan BIST Katılım 30 Endeksi, BIST Katılım 30 Eşit Ağırlıklı Getiri Endeksi, BIST Katılım 50 Endeksi, BIST Katılım 100 Endeksi, BIST Katılım Tüm Endeksi, BIST Katılım Sürdürülebilirlik Endeksi ve BIST Katılım Temettü Endeksi) yer alan ortaklık paylarından seçilmesi ve/veya faizsiz/katılım finans ilkelerine uygunluğunun bir danışman/danışma kurulu tarafından onaylanmış olması zorunludur.

Unvanında katılım ifadesi geçen fonların portföylerine dahil edilecek kira sertifikaları, katılma hesapları, altın ve diğer kıymetli madenler ile vaad sözleşmeleri haricindeki para ve sermaye piyasası araçları için de söz konusu şartın sağlanması esastır.

Söz konusu fonlar için bir danışman/danışma kurulundan hizmet alınması halinde, fon izahnamesinin ekinde veya fonun KAP sayfasında danışmanın kim olduğuna/danışma kurulunun kimlerden oluştuğuna, danışmanın/danışma kurulu üyelerinin faizsiz/katılım finans alanındaki bilgi ve tecrübesine ilişkin bilgiler ile danışmanın/danışma kurulunun çalışma ilkelerine (örneğin faizsiz/katılım finans ilkelerine uygunluk değerlendirmesi yapılırken esas alınan yöntemlere ilişkin bilgiler) yer verilir.

Unvanında katılım ifadesi geçen fonların izahnamelerinde gerekli açıklamalara yer verilmesi suretiyle "kaldıraç yaratan işlem riski" yerine "katılım esaslı işlem riski" ifadesine yer verilmesi mümkündür.

3.2.11. Şemsiye Fonun ve Fonun Sona Ermesi, Devri ve Yapılandırılması

3.2.11.1. Şemsiye Fonun ve Fonun Sona Ermesi

Fon, aşağıdaki nedenlerle sona erer:

- a) Bilgilendirme dokümanlarında bir süre öngörülmüş ise bu sürenin sona ermesi,
- b) Fon süresiz ise kurucunun Kurulun uygun görüşünü aldıktan sonra altı ay sonrası için feshi ihbar etmesi,
- c) Kurucunun faaliyet şartlarını kaybetmesi,
- ç) Kurucunun mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflaması, iflas etmesi veya tasfiye edilmesi,
- d) Fonun kendi mali yükümlülüklerini karşılayamaz durumda olması ve benzer nedenlerle fonun devamının yatırımcıların yararına olmayacağı Kurulca tespit edilmiş olması.

Fon mal varlığı, içtüzük ve izahnamede yer alan ilkelere göre tasfiye edilir ve tasfiye bakiyesi katılma payı sahiplerine payları oranında dağıtılır. Tasfiye durumunda yalnızca katılma payı sahiplerine ödeme yapılabilir. Fesih ihbarından sonra yeni katılma payı ihraç edilemez. Tasfiye anından itibaren hiçbir katılma payı ihraç edilemez ve geri alınamaz.

Tasfiye işlemlerine ilişkin olarak yukarıda belirtilen altı aylık süre sonunda halen fona iade edilmemiş katılma paylarının bulunması halinde, katılma payı sahiplerinin satış talimatı beklenmeden pay satışları yapılarak elde edilen tutarlar kurucu ve katılma payı alım satımı yapan kuruluş nezdinde açılacak hesaplarda yatırımcılar adına ters repoda veya Kurulca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçlarında nemalandırılır.

Şemsiye fonun tasfiyesine ilişkin olarak da bu bölüm hükümleri uygulanır.

3.2.11.2. Şemsiye Fonun ve Fonun Devri

Kurucunun iflası veya tasfiyesi halinde Kurul, fonu uygun göreceği başka bir portföy yönetim şirketine tasfiye amacıyla devreder. Portföy saklayıcısının mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflaması, iflası veya tasfiyesi halinde, kurucu fon varlığını Kurulca uygun görülecek başka bir portföy saklayıcısına devreder.

İflas veya tasfiye durumları dışında fonun başka bir kurucuya devri ancak Kurulun uygun görüşünün alınması kaydı ile mümkündür.

Kurucu değişiklikleri Tebliğ'in 30 uncu maddesinde belirtilen kurucunun değiştirilmesine ilişkin hükümlerine tabidir. Kurucu değişikliğinin gerçekleştiği tarihten önce mevzuattan kaynaklanan yükümlülüklerden her iki kurucu da müteselsilen sorumludur.

Şemsiye fonun ve fonun devri kapsamında yapılacak masraflar fona yansıtılamaz.

Şemsiye fonun devrine ilişkin olarak da bu bölüm hükümleri uygulanır.

3.2.11.3. Fonların Dönüştürülmesi, Birleştirilmesi ve Kurucusunun Değiştirilmesi

Kurucularının talebi üzerine Kurulun uygun görüşü alınarak veya Kurulca gerekli görülen durumlarda fonlar birleştirilebilir veya dönüştürülebilir; şemsiye fonların ise kurucuları değiştirilebilir.

Fonların dönüştürülmesi ve birleştirilmesi durumlarında yapılacak değişikliklere ilişkin izahname onayı için Kurula başvurulur.

Katılma payı sahiplerinin bilgilendirilmesi amacıyla, söz konusu değişikliklerin ve bu değişikliklerin gerekçelerinin yer aldığı Kurulca onaylı duyuru metni KAP'ta ve kurucunun resmi internet sitesinde Kurul tarafından verilen izin yazısını takip eden altı iş günü içerisinde ilan edilir. Duyuru metninde, değişikliklerin yürürlüğe giriş tarihinin yayım tarihinden itibaren 30 günden az olmamak üzere belirtilmesi gerekmektedir.

Duyuru metninin yayımlandığı tarih ile yeni hususların yürürlüğe giriş tarihi arasında kalan süre zarfında değişikliğe konu olan fonun katılma paylarının satışına devam edilebilmesi için başvuru sırasında yeni katılma payı alacak olan yatırımcıların dağıtım kanalı bazında bilgilendirilmesi esasları ile yeni katılma payı satışından doğacak olan tüm ihtilaflardan kurucunun sorumlu olacağına ilişkin beyanı Kurula gönderilir. Bu talebin Kurulca uygun görülmesi halinde satışa devam edilebilir, aksi takdirde bu süre zarfında yeni katılma payı satışı durdurulur.

Değişikliklerin yürürlüğe giriş tarihinde, izahnamenin nerede yayımlandığı hususu ticaret siciline tescil edilir. İzahname metni ile yatırımcı bilgi formunda yapılan değişiklikler ve güncellenen izahname ve yatırımcı bilgi formu KAP'ta ilan edilir.

Fonların dönüşümü ve birleşmesi nedeniyle yapılan tüm masraflar fon portföyünden karşılanmadan kurucular tarafından üstlenilir.

Birleşmeye ilişkin ek olarak;

a) Fonların birleştirilmesinde, birleşmeye konu olacak fonlardan bünyesinde birleşilecek fon dışında kalan fonların sona erme tarihlerine yönelik yapılacak değişikliğe ilişkin olarak izahname onayı için Kurula başvurulur. İzahname metni KAP'ta ilan edilir. İzahnamenin nerede yayımlandığı hususu ayrıca ticaret siciline tescil edilir. Bünyesinde birleşilecek fon dışındaki fonlara ilişkin değişikliklerin nerede yayımlandığı hususunun ticaret siciline tescili tarihinden itibaren, söz konusu fonların katılma paylarının satışı durdurulur.

b) Birleşme ile ilgili duyuru metninde ayrıca birleşme tarihi ve değiştirme oranının hesaplanma yöntemi, birleşme işleminin, bünyesinde birleşilecek fonun mali yapısı ve performansı üzerindeki muhtemel etkileri belirtilir.

c) Kurucu birleşme tarihinde, bünyesinde birleşilecek fonun birim pay değerini, sona erecek fonun birim pay değerine bölerek değiştirme oranını tespit eder. Sona eren fonun pay sayısı bulunan değiştirme oranına bölünür ve elde edilen pay sayısı, bünyesinde birleşilecek fonun pay sayısına eklenir.

ç) Sona eren fonların bütün mal varlığı, birleşme tarihinde bünyesinde birleşilen fona devredilir.

d) İlan edilen birleşme tarihinde yatırımcıların sahip olduğu katılma payı sayısının değiştirme oranına bölünmesi ile elde edilen sayı kadar bünyesinde birleşilen fonun katılma payı yatırımcının hesabına kaydı olarak aktarılır. Katılma paylarının iadesi halinde ise, buna tekabül eden tutar yatırımcıya

ödenir. Küsarat olması halinde, küsarat yatırımcının hesabına ödenir. Küsaratın tutarı değiştirilmenin yapıldığı günkü birim pay değeri üzerinden hesaplanır.

Şemsiye fonların kurucusunun değiştirilmesi durumunda içtüzük onayı için Kurula başvurulur. Kurulca onaylı içtüzük metni, duyuru metninde belirtilen yeni hususların yürürlüğe giriş tarihinde kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve TTSG ile KAP'ta ilan edilir. Kurucu değişikliğine ilişkin diğer hususlarda ise yukarıda yer verilen esaslar uygulanır.

Kurucu değişikliğinin gerçekleştiği tarihten önce mevzuattan kaynaklanan yükümlülüklerden her iki kurucu da müteselsilen sorumludur.

Bu kapsamda yapılacak dönüşüm, birleşme ve kurucu değişikliklerine ilişkin ilan ve tescil esaslarına fon türü ve niteliği dikkate alınarak Kurulca istisna getirilebilir.

3.2.12. Diğer Esaslar

3.2.12.1. Bilgi Verme Yükümlülüğü

Kurucu ve yönetici Tebliğ'in 17 nci maddesinin üçüncü fıkrasında⁴⁹ sayılan kişi ve ihraççıların unvanları, adresleri ve iştirak oranları ile portföy saklayıcısının Kanun kapsamındaki yükümlülüklerini yerine getirmesi için gerekli diğer bilgileri her yılın Ocak ayında ve bunlardaki değişikliklerin meydana geldiği tarihten itibaren altı iş günü içinde portföy saklayıcısına yazılı olarak bildirir.

Kurul gerektiğinde, Tebliğde yer alan sürelerle ilgili olmaksızın fonlar hakkında bilgi verilmesini isteyebilir.

Savaş, doğal afetler, ekonomik kriz, iletişim sistemlerinin çökmesi, portföydeki varlıkların ilgili olduğu pazarın, piyasanın, platformun kapanması, bilgisayar sistemlerinde meydana gelebilecek arızalar, şirketin mali durumunu etkileyebilecek önemli bir bilginin ortaya çıkması gibi olağanüstü durumların meydana gelmesi halinde, değerlendirme esaslarının tespiti hususunda kurucunun yönetim kurulu karar alabilir. Bu durumda değerlendirme esaslarının gerekçeli olarak karar defterine yazılarak, Kurula ve portföy saklayıcısına bildirilmesi zorunludur. Ayrıca söz konusu olaylarla ilgili olarak kamuya bilgi verilir.

KAP'ta ilan edilmesi gereken bilgi ve belgelerin eksiksiz olarak yayımlanması, doğruluğu ve güncel tutulması kurucunun sorumluluğundadır.

Fonun reklam ve ilanları ile ilgili olarak Kurulun bu konudaki düzenlemelerine uyulur.

3.2.12.2. Derecelendirme Notuna İlişkin Değerlendirme

Tebliğde derecelendirme notunun arandığı durumlarda, ilgili Kurul düzenlemeleri çerçevesinde derecelendirme yapmaya yetkili derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen derecelendirme notuna sahip olunması zorunludur.

Yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen derecelendirme notunun değerlendirilmesinde,

a) Türkiye'de yerleşik kuruluşlar için ulusal derecelendirme notlarının esas alınması,

b) Yurt dışında yerleşik kuruluşlar için ihraççı notlarının (issuer rating), ülkemizde kurulu derecelendirme kuruluşlarının ise buna denk derecelendirme notlarının, fonun ya da taraf olunan sözleşmenin vadesine uygun olarak uzun ya da kısa vadeli olanın esas alınması, derecelendirmeyi yapan kuruluşun notlama sisteminde bu not bazında vade ayrımı yapılmaksızın tek bir notun bulunması durumunda bu notun esas alınması,

c) Derecelendirme notu, ilgili derecelendirme kuruluşunun derecelendirme sistemine göre yatırım yapılabilir seviyenin en alt sınırında olan kuruluşlar için notun görünümünün en az durağan olması şartının aranması,

⁴⁹ (3) a) Yöneticinin yönetim hakimiyetine sahip olan,
b) (a) bendinde belirtilen tüzel kişiler ile yönetici yetkililerinin yönetim hakimiyetine sahip olduğu,
c) Yöneticinin yönetim hakimiyetine sahip olan gerçek kişilerin yönetim hakimiyetine sahip olduğu
ihraççıların ihraç ettiği para ve sermaye piyasası araçlarının toplam değeri fon toplam değerinin %20'sini aşamaz.

c) Güncel derecelendirme notunun esas alınması ve

d) Derecelendirme notunda bir değişiklik olması halinde yeni derecelendirme notunun ilgili fon için değişikliği müteakip iki iş günü içinde KAP'ta ilan edilmesi gerekir.

3.2.12.3. Fon Toplam Giderinin Üst Sınırının Belirlenmesi ve Kamuya Açıklanması

Tebliğ'in 4 numaralı ekinde yer alan fondan karşılanan, yönetim ücreti dahil izahnamede belirtilen tüm giderlerin toplamının üst sınırı fon türü bazında belirtilen azami oranları aşmayacak şekilde bilgilendirme dokümanlarında belirlenir.

Tebliğ'in 4 numaralı ekinde fon türü bazında toplam gider oranları aşağıdaki şekilde belirlenmiştir.

FON TÜRLERİ	Uygulanacak Azami Fon Toplam Gider Oranı	
	Günlük	Yıllık
Para Piyasası Fonları	Yüzbinde 4,5	%1,65
Kourma amaçlı ve garantili fonlar, kıymetli madenler fonları ile unvanında endeks ibaresi yer alan fonlar	Yüzbinde 6	%2,19
Kısa vadeli borçlanma araçları fonları ile kısa vadeli kira sertifikaları katılım fonları	Yüzbinde 7	%2,56
Fon sepeti fonları	Yüzbinde 12	%4,38
Diğer fonlar	Yüzbinde 10	%3,65

3, 6, 9 ve 12 aylık dönemlerin son iş günü itibarıyla belirlenen yıllık fon toplam gideri oranının ilgili döneme denk gelen kısmının aşılmayıp aşılmadığı, ilgili dönem için hesaplanan günlük ortalama fon toplam değeri esas alınarak, kurucu tarafından kontrol edilir. Yapılan kontrolde belirlenen oranların aşıldığının tespiti halinde aşan tutar ilgili dönemi takip eden beş iş günü içinde fona iade edilmesinden kurucu ve portföy saklayıcısı sorumludur. İade edilen tutar, ilgili yıl içinde takip eden dönemlerin toplam gider oranı hesaplamasında toplam giderlerden düşülür.

Fon toplam gider oranı limiti içinde kalırsa dahi fondan yapılabilecek harcamalar dışında fona gider tahakkuk ettirilemez.

Katılma paylarının ilgili hesaplama dönemi içerisinde ilk defa ihraç edilmesi veya fonun tasfiye olması durumunda, yukarıda belirtilen kontroller katılma paylarının satışa sunulmuş olduğu günler dikkate alınarak yapılır.

Bilgilendirme dokümanlarında belirlenen azami fon toplam gider oranı, 3, 6, 9 ve 12 aylık dönemlerin bitiminde hesaplanan fon toplam gider oranı ve varsa iade tutarı ile Kurulca belirlenen formatta düzenlenen fon toplam giderinin dağılımı ilgili dönemin bitimini takip eden altı iş günü içinde KAP'ta ilan edilir.

Fonlara uygulanan yönetim ücretinin, yatırımcıların kolaylıkla ulaşabileceği şekilde kurucunun resmi internet sitesinde ve KAP'ta ilan edilmesi gerekmektedir. Yapılan açıklamada, günlük ve yıllık yönetim ücreti oranlarının hangi şartlar dâhilinde yatırımcılardan tahsil edileceği bilgilerine ayrıntılı olarak yer verilmelidir.

Kurul, fon türü bazında yönetim ücretinin üst sınırını belirleyebilir.

3.2.12.4. İhraççısı Temerrüde Düşen, Borsada İşlem Görmekten Men Edilen veya Yeniden Yapılandırılan Özel Sektör Borçlanma Araçlarına İlişkin Değerleme Esasları

Fon portföyünde yer alan ve ihraççısı temerrüde düşen veya Borsa kotundan çıkarılan borçlanma araçları ile ilgili olarak, karşılık ayrılıp ayrılmaması, karşılık ayrılmasına karar verilmesi halinde zamanı ve oranı ile konuya ilişkin olarak KAP'ta açıklama yapıp yapılmayacağı hususları Kurucu tarafından; ihraççı şirketin mali durumu ve nihai olarak ödeme kabiliyeti, söz konusu borçlanma

aracının fon portföyünde sahip olduğu pay, fon fiyatının etkilenme düzeyi gibi hususlar ile Türkiye Muhasebe Standartları dikkate alınarak değerlendirilir ve değerlendirme sonucu yönetim kurulu kararına bağlanır.

Fon portföyünde yer alan ve yeniden yapılandırılan borçlanma araçları ile ilgili olarak da yukarıdaki esaslar uygulanır. Öte yandan, söz konusu borçlanma araçlarının borsada işlem konular edilmemesi durumunda da, Kurucu tarafından söz konusu aracın işlem gördüğü piyasada etkin bir fiyatın oluşmadığının değerlendirilmesi halinde, değerlemede ilgili düzenlemelerde belirtilen borsada oluşan en son seans ağırlıklı ortalama fiyat yerine yukarıda belirtilen esaslar uygulanabilir.

Borçlanma araçlarının ihraççısının temerrüdünden veya yeniden yapılandırılmasından kaynaklanan her tür harcama Kurucu tarafından karşılanır.

3.2.12.5. Bankaların İlave Ana Sermaye Hesaplamasına Dahil Edilecek Borçlanma Araçları

a) Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu düzenlemeleri kapsamında ilave ana sermaye niteliği taşıyan sermaye benzeri borçlanma araçları;

i. Borsada işlem görmesi kaydıyla, fon toplam değerinin en fazla %10'u, tek bir ihraççı bazında ise en fazla %5'i oranında fon portföylerine dahil edilebilir. Borçlanma araçlarına ve yoğunlaşma sınırlamalarına ilişkin olarak Tebliğ'de ve Rehber'de yer alan diğer esaslar saklıdır.

ii. Orta/uzun vadeli borçlanma araçları fonları tarafından vadeye kalan gün sayısı hesaplanmayan varlıklar kapsamında fon portföylerine dahil edilebilir.

iii. Para piyasası fonları ve kısa vadeli borçlanma araçları fonları ile ihraççının Kurul'un finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemeleri kapsamında yer alan grup şirketlerinin yöneticisi olduğu yatırım fonlarının portföylerine dahil edilemez.

b) Bu tür borçlanma araçlarının fon portföyüne dahil edilmesinden önce anılan araca özgü riskler ve söz konusu borçlanma araçları ile ilgili tüm alım-satım işlem bilgileri en geç işlemlerin yapılmasını takip eden ilk iş günü fonun KAP sayfasında açıklanır. Söz konusu risklerin eksiksiz ve doğru şekilde açıklanması Kurucu'nun sorumluluğundadır.

c) Yukarıda belirtilen hükümler serbest yatırım fonları için de uygulanır.

3.2.12.6. Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu (Platform)

Tebliğ'in 15'inci maddesinin yedinci fıkrasında yer alan "Kurul, katılma paylarının alım satımının borsalar ve/veya takas kurumları nezdinde kurulmuş Kurulca uygun görülen merkezi bir fon dağıtım platformu aracılığıyla da gerçekleştirilebilmesini teminen, Kurulca uygun görülen tüm fonların bu platforma dahil edilmesine ve yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri tarafından bu platformda işlem gören katılma paylarının alım satımına aracılık yapılmasına ilişkin düzenlemeler yapabilir." hükmü çerçevesinde Platform'da işlem görecekt fonlara ilişkin esaslar aşağıdaki gibidir:

i) Özel fon, serbest fon, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları, garantili fon ve koruma amaçlı fonlar dışındaki fonların Platform'a üye olması ve söz konusu fonların katılma payı alım satım işlemlerinin Platform üzerinde gerçekleştirilmesi zorunludur. Bununla birlikte, portföy yönetim şirketleri tarafından kendi müşterilerine ilişkin olarak gerçekleştirilecek ve kurucusu oldukları fonların katılma paylarının alım satımı işlemlerinin Platform üzerinden gerçekleştirilmesi zorunlu değildir.

ii) Para piyasası fonları, para piyasası katılım fonları, kısa vadeli tahvil ve bono fonları, kısa vadeli kira sertifikalı katılım fonları ile serbest fonların (farklı para birimleri üzerinden alınıp satılan pay grupları ayrı ayrı olmak üzere) katılma payları ise ancak kurucunun talebi olması halinde Platform kapsamına alınabilmektedir. Serbest fonların katılma payları Platform kapsamında da sadece nitelikli yatırımcılara satılabilir. Platform'da işlem gören serbest fonların katılma paylarının satışına ilişkin işlemlerin gerçekleştirilmesinden önce işlemi yapacak dağıtım kuruluşu tarafından katılma payı alım talimatı veren yatırımcının MKK nezdinde nitelikli yatırımcı olarak tanımlandığının kontrol edilmesi gerekmektedir.

iii) Yatırımcı emirlerinin dağıtım kuruluşlarına iletiminde yatırım kuruluşlarının merkez ve şubeleri ile internet şubelerinin, portföy yönetim şirketlerinin ise merkez ve şubelerinin kullanılması zorunlu olup, anılan kurumların ATM ve mobil uygulamaları üzerinden Platform'a emir iletmeleri mümkündür.

iv) Platform'da uygulanacak komisyon paylaşım oranları ve diğer esaslar aşağıdaki gibidir:

- Katılma paylarının satışını gerçekleştiren dağıtım kuruluşuna (yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri) ödenecek komisyon oranı (genel komisyon oranı) sabit olarak ilgili fonun yönetim ücretinin %35'idir.

- Kurucular ile fon katılma paylarının satışını gerçekleştiren dağıtım kuruluşları arasında fon paylarının aktif pazarlanmasına yönelik ikili özel anlaşmalar yapılması halinde, dağıtım kuruluşuna ödenecek özel komisyon oranı ise genel komisyon oranının altında olmamak üzere ilgili fonun yönetim ücretinin azami %65'idir.

- Dağıtım kuruluşları tarafından, fon içtüzüğü ve izahnamesinde belirtilenler haricinde, katılma payı alım satım işlemleri için yatırımcılardan komisyon, ücret gibi muhtelif adlar altında herhangi bir masraf alınmaz.

3.2.12.7. Risk Yönetim Sistemi

Portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen fonlara ilişkin olarak fonların yatırım stratejileri ile yatırım yapılan varlıkların yapısına ve risk düzeyine uygun bir risk yönetim sistemi oluşturulur.

Risk yönetim sistemi, portföy yönetim şirketinin iç kontrol sistemi ile bütünlük arz etmelidir. Risk yönetim sistemi;

- a) Yönetilen fonların maruz kalabileceği temel risklerin tanımlanmasını,
- b) Risk tanımlamalarının düzenli olarak gözden geçirilmesini ve önemli gelişmelere paralel olarak güncellenmesini,
- c) Maruz kalınan risklerin tutarlı bir şekilde değerlendirilmesini, tespitini, ölçümünü ve kontrolünü içeren bir risk ölçüm mekanizmasının oluşturulmasını içermelidir.

ÖRNEK SORULAR

1. I. Yatırım fonları tarafından vadeli mevduata yatırım yapılamaz.

II. Yatırım fonu katılma paylarının halka arz edilmesi veya belirli kişi ve/veya kuruluşlara tahsisli ya da nitelikli yatırımcılara satılması zorunludur.

III. Yatırım fonu portföyüne yalnızca riskten korunmak amacıyla türev araçlar dahil edilebilir.

IV. Yatırım fonu katılma payının itibari değeri yoktur.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde, yukarıdaki ifadelerden hangisi/hangileri yanlıştır?

- a) Yalnız I b) Yalnız II c) Yalnız III d) I ve II **e) I ve III**

2. Sermaye Piyasası Kurulu'nun yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde aşağıdakilerden hangisi yatırımcı bilgi formunda yer alması gereken asgari bilgilerden değildir?

- a) Fonu tanıtıcı bilgi
b) Yatırım politikası
c) Fon giderleri
d) Yatırım yapılan varlıkların değerlendirme esasları
e) Katılma payı alım satım esasları

4. TÜREV ARAÇLAR⁵⁰

4.1. Türev Araçlar

Türev araçlar, dayanak varlığın getirisine bağlı olarak getiri elde edilmesini sağlayan bir finansal araç olup, adından da anlaşılacağı üzere başka bir araçtan türetilmektedir. Bir türev aracın performansı dayanak varlığının performansına bağlıdır.

Türev araçlar başka bir varlığın getiri ya da fiyat değişimlerine bağlı olarak düzenlenen bir sözleşme ile oluşturulmakta olup, bu sözleşmeye ilgili türev aracın türüne bağlı olarak (vadeli işlem, opsiyon vb.) “türev araç sözleşmesi” denmektedir. Bu kapsamda bu bölümdeki “türev araç” kavramıyla “türev araç sözleşmesi” kastedilmektedir. Genellikle türev araçların dayanak varlığı mal, menkul kıymet, döviz, faiz oranı, değerli metal ve taş, istatistik, endeks, gösterge ve başka bir türev araç olabilmektedir. Bunun yanında, canlı hayvan fiyatından belirli bir kayak merkezine düşen kar miktarına kadar herhangi bir değişkene bağlı olarak türev araç oluşturulabilmektedir. Dayanak varlığın cari piyasa fiyatına nakit fiyat (cash price) ya da spot fiyat (spot price) denilmektedir. Türev araçlar belirli bir vadede başlamakta ve daha sonraki bir vadede sona ermektedirler.

Bazı durumlarda türev araçlar basit bir sigorta işlemi ile benzerlik göstermektedir. Bu durumda bir taraf potansiyel kayıplarına karşı koruma sağlamak için diğer tarafa bir miktar ödeme yapmaktadır. Diğer bazı durumlarda ise türev aracın taraflarından her biri diğer taraf için belirli bir edimde bulunmak için anlaşmaya varmaktadırlar.

4.1.1. Türev Araç Türleri

Geleneksel olarak türev araç denildiğinde başlıca 4 çeşit türev araçtan bahsedilmektedir. Bunları, vadeli satım sözleşmeleri (forward işlemler), vadeli işlem sözleşmeleri (futures işlemler), opsiyon işlemleri ve swap işlemleri olarak sayabiliriz.

4.1.1.1. Vadeli Satım Sözleşmeleri (Forward Contracts)

Vadeli satım sözleşmeleri de denilen forward sözleşmeleri, iki taraf arasında yapılan, taraflardan birinin (alıcı), diğer taraftan (satıcı) dayanak varlığı gelecekteki bir tarihte başlangıçta belirlenen bir fiyattan satın almaya razı olduğu işlemi düzenleyen sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerin taraflarından alıcı uzun, satıcı ise kısa pozisyonda bulunmaktadır.

Bu sözleşmelerde taraflar, sözleşmenin esaslı unsurlarını (*gelecekte teslim edilecek dayanak varlığın fiyatını, miktarını, ödeme ve teslim yerini, ödeme ve teslim zamanını ve sözleşmenin sonlandırılması usulünü-teslim şekli*) tamamen yaptıkları pazarlığa bağlı olarak kendi aralarında belirlerler. İşlemlerde bir borsa ve takas merkezi bulunmadığından sözleşme yapmak için öncelikle buna niyetli bir karşı taraf bulmak gerekecektir. Sözleşme hükümleri standart değil, taraflar arasında serbestçe belirlenebilmektedir. Sözleşmenin taraflarının diğer tarafın yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini dikkatlice değerlendirmesi gerekmektedir, çünkü bu işlem nedeniyle her bir taraf diğer tarafın yükümlülüklerini yerine getirmeme veya getirememe (temerrüt) riskini üstlenmektedir.

a) Paya Dayalı Forward Sözleşmeleri

Paya dayalı forward sözleşmeleri gelecekteki bir tarihte pay, paylardan oluşan portföy veya pay endeksi satın alımını konu eden sözleşmelerdir.

b) Tahvil veya Faiz Oranı Forward Sözleşmeleri

Tahvil üzerine forward işlem sözleşmeleri pay üzerine forward işlem sözleşmeleri ile benzerlik göstermesine rağmen tahvilin kupon faizi ödemesi, vadesinin sınırlı olması, ödenmeme riskinin olması vb. nedenlerle her iki sözleşme arasında farklılıklar bulunmaktadır.

Faiz oranı üzerine forward işlem sözleşmeleri ileri tarihli faiz oranı anlaşması (Forward Rate Agreement-FRA) olarak adlandırılır. Faiz oranı üzerine forward sözleşmeleri, sözleşmenin taraflarının belirli bir süre için anapara tutarı üzerine uygulanacak olan garanti edilmiş bir faiz oranını sağlayan

⁵⁰ Bu bölümün hazırlanmasında yararlanılan kaynaklar çalışma kitabının sonundaki kaynakçada verilmektedir.

sözleşmelerdir. Anapara varsayımsal olup, sadece faiz hesaplanmasında kullanılmakta ve taraflar açısından gelecekteki faiz oranlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanabilecek riskleri bertaraf etmek için yapılmaktadır. Vade tarihinde faiz oranı üzerine forward sözleşmesinde belirlenen faiz oranı ile vade tarihindeki piyasa faiz oranı arasındaki fark (telafi ödemesi) negatif olması durumunda alıcı tarafa, pozitif olması durumunda satıcı tarafa mutlak değer olarak anapara ile çarpılmak suretiyle ödenmektedir.

c) Döviz Forward Sözleşmeleri

Döviz forward sözleşmeleri 1970'li yıllarda belli başlı para birimleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla birlikte ciddi oranda artmaya başlamıştır. Döviz forward sözleşmesi, sahibini taraflarca sözleşme tarihinde belirlenen bir döviz tutarını, gelecekteki belirli bir tarihte, belirli bir kurdan satın almaya (ya da satmaya) zorunlu tutan bir anlaşmadır. Döviz kuru, sözleşmenin yapıldığı tarihte belirlendiği için vade sonuna kadar geçen süre içindeki kur değişimleri sözleşmede önceden belirlenen kuru etkilememektedir. Dövizlerin alım satım işlemi, vade bitiminde ve önceden belirlenen kur üzerinden gerçekleşmektedir.

ç) Emtia Forward Sözleşmeleri

Emtia üzerine yapılan forward sözleşmeleri, taraflara, sözleşmede başlangıçta belirlenen bir malı, gelecekteki belirli bir tarihte sözleşmede belirlenen fiyattan alma (ya da satma) yükümlülüğü getiren sözleşmelerdir. Sözleşmenin taraflarından alıcı, gelecekteki beklenmeyen fiyat artışlarından, satıcı ise gelecekteki beklenmeyen fiyat azalışlarından kendini korumak amacıyla bu tür sözleşmelere taraf olmaktadır.

4.1.1.2. Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Futures Contracts)

Vadeli işlem sözleşmeleri, iki taraf arasında yapılan, taraflardan birinin (alıcı), diğer taraftan (satıcı) dayanak varlığı gelecekteki bir tarihte başlangıçta belirlenen bir fiyattan satın almaya razı olduğu, sözleşmeye konu malın cinsi, büyüklüğü, ödeme ve teslim tarihi, ödeme ve teslim yeri, nakdi uzlaşmanın mümkün olup olmadığı, vb. sözleşme unsurlarının işlemin yapıldığı borsa tarafından standart bir şekilde belirlendiği sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerde çoğunlukla teslim öngörülmemekte ve taraflar esas itibarıyla sözleşme konusu hakkın alım veya satımını amaçlamaktadırlar. Bir anlamda bu sözleşmeler, işlem gördükleri borsa tarafından tarafları belirlenmemiş olan bir paket sözleşme halinde sunulmaktadır.

Forward sözleşmelerin aksine vadeli işlem sözleşmeleri isteğe ve ihtiyaca göre düzenlenmemekte, bu sözleşmeler kendilerine özgü borsa veya piyasalarda işlem görmekte, bu sözleşmelerin koşulları da işlem gördükleri borsa veya piyasa tarafından belirlenmektedir. Bu işlemin tarafları, karşı tarafın yükümlülüklerini yerine getirememeye riskine karşı takas merkezi tarafından korunmaktadırlar. Diğer bir deyişle, vadeli işlem sözleşmelerinin kurulması açısından borsa, sözleşmede karşı taraf yerine geçmesi ve sözleşmeden doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesini üstlenmesi açısından ise takas merkezi önemli bir rol oynamaktadır. İşleme ilişkin kazanç ve kayıplar günlük olarak hesaplanmakta olup, söz konusu kazanç ve kayıplar tarafların teminat hesaplarına yansıtılmaktadır.

Vadeli işlem sözleşmeleri temel olarak emtiaya dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ve finansal vadeli işlem sözleşmeleri olmak üzere iki ana gruba ayrılmaktadırlar. Emtiaya dayalı vadeli işlem sözleşmeleri tarım ürünlerine, değerli metallere ve petrol ürünlerine dayalı olarak oluşturulmaktadır. Finansal vadeli işlem sözleşmeleri ise pay, pay endeksi, tahvil (faiz) ve döviz üzerine oluşturulmaktadır.

a) Vadeli İşlem Sözleşmesinin İşleyişi

Vadeli işlem sözleşmesinin kurulması ile birlikte, sözleşme tutarının belirli bir oranının (genel olarak %10'u) başlangıç teminatı (*initial margin*) olarak yatırılması gerekir. Hesapta mevcut bulunan varlıklar başlangıç teminatının hesaplanmasında dikkate alınabilir. Başlangıç teminatı, müşteri hesabında bir alt hesap olarak saklanabileceği gibi, müşteri hesabından ayrı olarak takas üyesinin hesabında veya kimi durumlarda takas merkezinde de saklanabilir. Takas merkezinin sözleşmeye taraf olması için başlangıç teminatının yatırılması zorunludur.

Başlangıç teminatı sözleşme süresi boyunca sürekli olarak her gün piyasa fiyatları ile değerlendirilir.

Günlük ödeme (*daily settlement*) ya da piyasa fiyatları ile değerlendirme (*marking to the market*) denilen bu işlem her bir sözleşmeye karşı taraf olan takas merkezinin temerrüt riskini yönetebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Piyasa fiyatları ile değerlendirme neticesinde hesapta bulunan teminat miktarının, sözleşme değerinin veya başlangıç teminatının önceden tanımlanmış bir oranı olarak belirlenen sürdürme teminatının (*maintenance margin*) altına düşmesi halinde, takas üyesi teminat tamamlama çağrısı (*margin call*) yaparak, mevcut teminatın seviyesinin sürdürme teminatı seviyesine değil de başlangıç teminatı seviyesine çıkarılması istenir. Teminat tamamlama çağrısına neden olan mevcut teminat seviyesinin başlangıç teminat seviyesine çıkarılması için eklenmesi gerekli olan tutara değişim teminatı (*variation margin*) denilmektedir. Değişim teminatı tutarı sözleşmenin simetriği olan diğer sözleşme tarafı için ise teminat fazlalığıdır ve serbest kalır. Önceden belirli süre içerisinde teminatın tamamlanmaması halinde sözleşmenin karşı tarafı olan takas merkezi sözleşmeyi ters işlem ile (satıcı ise aynı tanımlı sözleşmeye alıcı olarak veya tam tersi şekilde) sözleşmeyi tasfiye eder.

b) Forward Sözleşmeleri ile Farkı

Önceki bölümlerde hem forward hem de vadeli işlem sözleşmeleri hakkında temel bilgiler verilmiştir. Gelecekteki belli bir tarihteki yükümlülük içeren bu iki türev araç sözleşmesi arasındaki farklara ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda genel olarak özetlenmiştir.

Tablo 5.1.: Forward Sözleşmeler ile Vadeli İşlem Sözleşmeleri Arasındaki Farklar	
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	Forward Sözleşmeleri
Borsada işlem görür	Tezgâhüstü piyasada işlem görür
Asli unsurları standartlaştırılmış sözleşme	Asli unsurları taraflar arasında serbestçe belirlenen adi sözleşme
Teslimat için belirlenmiş birçok tarih vardır	Belirlenmiş tek bir teslimat tarihi
Kâr/zarar günlük olarak hesaplanır (<i>marking to market</i>)	Kâr/zarar vade tarihinde ortaya çıkar
Pozisyon genellikle vade tarihinden önce kapatılır	Pozisyon vade tarihinde kapatılır
İşlem yapabilmek için teminat yatırmak zorunludur	Teminat zorunlu değildir
Takas kuruluşu olduğundan kredi riski yoktur veya çok düşüktür	Takas kuruluşu olmadığından tarafların sözleşmeden doğan yükümlülüklerini yerine getirememesi (kredi) riski vardır

Kaynak: <https://www.borsaistanbul.com/files/viop-hakkinda-sikca-sorulan-sorular.pdf>

4.1.1.3. Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyon sözleşmeleri, opsiyon satıcısı veya yazıcısı (*seller, writer*) ve opsiyon alıcısı (*buyer, holder*) arasında, satıcının aldığı opsiyon primi (*option premium*) karşılığında alıcıya miktarı, vadesi, teslim şartları önceden belirlenmiş olan bir malı belirli bir fiyattan satın alma (*call option*) veya satma (*put option*) hakkı verdiği sözleşmelerdir. Tanımdan da anlaşılacağı üzere söz konusu hak yalnızca opsiyon alıcısına tanınmış olup, opsiyon yazıcısı koşullu bir yükümlülük altındadır. Opsiyon alıcısının pozisyonuna uzun pozisyon (*long position*), satıcısının pozisyonuna ise kısa pozisyon (*short position*) denilmektedir. Opsiyon sahibinin bu hakkını kullanması halinde dayanak varlığın alım veya satımı için geçerli olacak önceden belirlenmiş fiyata, kullanım fiyatı (*exercise price, strike price, striking price, strike*) denilmektedir. Alıcı tarafından opsiyondan kaynaklanan hakkın kullanılmasına opsiyonun işleme konulması (*exercise, exercising the option*) adı verilmektedir.

Tablo 5.2.: Opsiyon Sözleşmelerinin İşleyişine İlişkin Özet Bilgiler

Taraflar	Opsiyon Türü	
	Alım Opsiyonu (Call Option)	Satım Opsiyonu (Put Option)
Alıcı (Buyer, Holder, Long Position)	Alma hakkı verir.	Satma hakkı verir.
Satıcı (Seller, Writer, Short Position)	Alıcı Opsiyonu işleme koyarsa dayanak varlığı satma yükümlülüğü doğar.	Alıcı opsiyonu işleme koyarsa dayanak varlığı satın alma yükümlülüğü doğar.

Alıcı, opsiyonu işleme koyarsa; alım opsiyonunda karşı taraf için dayanak varlığı satma, satım opsiyonunda karşı taraf için satın alma yükümlülüğü doğar.

Opsiyon sözleşmeleri bir sigorta mahiyetinde olup, opsiyon primi de sigorta primi yerine geçer ve sahibine bir talep hakkı verir. Opsiyon primi bu talep hakkına sahip olmanın maliyeti olup, bu hak kullanılsın veya kullanılsın opsiyon primi alıcıya geri ödenmez. Alıcının opsiyon sözleşmesini alması esnasında ödediği opsiyon primi dışında hiçbir yükümlülüğü bulunmamaktadır.

Opsiyon primini etkileyen birden fazla faktör vardır. Bu faktörlerden bazıları;

- Opsiyonun alım opsiyonu mu yoksa satım opsiyonu mu olduğu,
- Kullanım fiyatı ile opsiyona dayanak oluşturan varlığın fiyatı arasındaki fark,
- Opsiyonun vadesine kalan gün sayısı,
- Dayanak varlığın veya göstergenin volatilitesi,
- Risksiz faiz oranı ve
- Temettü oranı (endeks opsiyonları ve hisse senedi opsiyonları için) olarak özetlenebilir.

	<i>Alım Opsiyonu Fiyatı</i>	<i>Satım Opsiyonu Fiyatı</i>
<i>Dayanak Varlığın Fiyatı</i>	+	-
<i>Kullanım Fiyatı</i>	-	+
<i>Vadeye Kalan Gün Sayısı</i>	+	+
<i>Volatilité</i>	+	+
<i>Piyasa Faiz Oranı</i>	+	-
<i>Temettü</i>	-	+

Opsiyon sözleşmeleri de çoğunlukla sözleşmenin altında yatan dayanak varlığın teslimi amacıyla yapılmaz, opsiyon primi sayesinde sabit fiyat garantisi için yapılır. Bir yatırımcı gelecekte, ilgilendiği varlığın fiyatının yükseleceğini (düşeceğini) düşünüyorsa, bugünden ilgili menkul kıymetin fiyatını sabitlemek için alım (satım) opsiyonu satın alır. Vade geldiğinde alıcı taraf spot piyasadaki menkul kıymetin fiyatı ile opsiyon sözleşmesindeki fiyatı karşılaştırarak opsiyonu kullanıp kullanmayacağına karar verir. Eğer sözleşmede anlaşmaya varılan fiyat (kullanım fiyatı) spot piyasadaki fiyattan düşükse (yüksekse) opsiyonu kullanmak kârlı olacağından opsiyonun alıcısı, opsiyonun satıcısından yükümlülüğünü yerine getirmesini ister. Aksi durumda, kullanım fiyatı spot piyasadaki fiyattan daha yüksekse (düşükse) opsiyonu elinde tutan yatırımcı opsiyonu kullanmak yerine dayanak varlığı piyasadan almayı (satmayı) tercih edecektir. Alım (satım) opsiyonunu satan tarafın beklentisi, alıcının aksine fiyatların düşeceği (yükseleceği) veya tahsil ettiği primden fazla artmayacağı (azalmayacağı) yönündedir. Beklentisi gerçekleştiği takdirde uzun taraf avantajlı olmadığı için opsiyonu kullanmayacak ve opsiyon satıcısı aldığı prim kadar kâr edecektir.

Opsiyon sözleşmeleri hem organize piyasalarda işlem görebilen, hem de tezgah üstü piyasalarda işlem görebilen bir türev araç türüdür. Organize borsalarda işlem gören opsiyon sözleşmeleri belirli bir takım farklılıklar dışında vadeli işlem sözleşmelerine benzerlik gösterirler. Takas merkezi yine borsada

gerçekleştirilen (ön) sözleşmenin karşı tarafı haline gelir ve opsiyonu tanıyan yani opsiyon satıcısının teminatı yatırması ile birlikte takas merkezi ile opsiyon satıcısı ve alıcısı arasında iki ayrı sözleşme oluşur. Sözleşmenin ikisi hariç tüm unsurları (sözleşmeye konu malın cinsi, büyüklüğü, ödeme ve teslim tarihi, ödeme ve teslim yeri, opsiyonun kullanılma zamanı, nakdi uzlaşmanın mümkün olup olmadığı vb.) önceden bir paket olarak belirlenmiştir. Ancak opsiyon sözleşmelerinde taraflar opsiyon primi ve opsiyonu kullanan opsiyon alıcısının (uzun pozisyon sahibi) ödemeyi kabul ettiği tutar olmak üzere iki konu üzerinde pazarlık yaparlar. Tezgah üstü opsiyon piyasaları ise forward piyasalarına benzemektedir. Bu piyasalarda satıcının yükümlülüğünü yerine getireceğinin garantisi bulunmamaktadır. Bu nedenle opsiyon alıcısı kredi riski ile karşı karşıyadır.

a) Opsiyon Sözleşmelerinin Türleri

Opsiyon sözleşmeleri, bu sözleşmelerin bir takım özellikleri göz önüne alınmak suretiyle birden fazla şekilde sınıflandırmaya tabi tutulabilmektedir. Bu açıdan opsiyon sözleşmeleri, opsiyonun alıcısına tanıdığı haklar, opsiyonun dayanak varlığı, opsiyonun işlem gördüğü piyasalar ve opsiyonun kullanım fiyatının dayanak varlığı fiyatına göre dört farklı şekilde sınıflandırmak mümkündür.

i) Haklar Açısından Opsiyon Türleri

Haklar açısından opsiyon sözleşmelerini hakkın kullanılabilme zamanı ve hakkın türü açısından iki alt kategoriye ayırmak mümkündür.

- Opsiyon sahibinin sahip olduğu alım veya satım hakkını kullanabildiği tarihe göre opsiyon sözleşmeleri Amerika ve Avrupa tipi opsiyonlar olmak üzere ikiye ayrılır.

- Amerikan Tipi Opsiyonlar: Opsiyon sahibinin sahip olduğu hakkı opsiyon sözleşmesinin başlangıcından itibaren opsiyon sözleşmesinin vadesine kadar her an kullanabildiği sözleşmelere Amerikan Tipi Opsiyon (*American options*) adı verilir.

- Avrupa Tipi Opsiyonlar: Opsiyon sahibinin sahip olduğu hakkı ancak sözleşmenin vadesinde kullanabildiği sözleşmelere ise Avrupa Tipi Opsiyon (*European options*) sözleşmeleri adı verilir.

- Opsiyon sözleşmeleri, sözleşmenin sahibine verdiği alım ve satım hakkı açısından alım ve satım opsiyonları olmak üzere ikiye ayrılır.

- Alım Opsiyonu (call option): Alım (call) opsiyonu, alıcısına veya sahibine dayanak varlığı önceden belirlenmiş bir fiyattan satın alma hakkı verir. Alım opsiyonu satıcısına söz konusu varlığı, opsiyonun kullanılması halinde, önceden belirlenmiş bir fiyattan satma yükümlülüğü verir. Eğer opsiyon Amerikan tipi bir opsiyonsa, opsiyon sahibi vade sonuna kadar herhangi bir zamanda bu hakkını kullanabilirken, Avrupa tipi opsiyonda opsiyon sahibi bu hakkını sadece vade bitiminde kullanabilir. Opsiyon alıcısı bu hak karşılığında opsiyon satıcısına bir opsiyon primi (call premium) öder.

Alım opsiyonu sahibi anlaşma konusu varlığın spot fiyatı yükseldikçe kâr elde edecektir. Bu kâr tutarı teorik olarak sonsuzdur. Zira elinde söz konusu varlığı daha düşük fiyattan satın alma hakkı taşımaktadır. Anlaşma konusu varlığın fiyatının düşmesi halindeyse alım opsiyonu sahibi, daha yüksekten satın alma opsiyonunu kullanmayacağından sadece ödediği opsiyon primi ile sınırlı olarak zarar edecektir.

Alım opsiyonunu satan taraf ise opsiyonu alan tarafın aksine büyük zarar riskine maruz kalmaktadır. Söz konusu varlığın fiyatı ne kadar yükselirse alım opsiyonunu satan kişinin zararı artacaktır. Buna karşılık elde edeceği kâr ise spot fiyattan bağımsız olup sadece opsiyonu alan kişinin ödediği opsiyon primi ile sınırlıdır. Bu yüzden alım opsiyonunun satın alınması işlemi dayanak varlığın fiyatının yükseleceği beklentisi ile gerçekleştirilmektedir.

- Satım Opsiyonu (put option): Satım opsiyonu, satın alan kişiye söz konusu varlığı önceden belirlenmiş bir fiyattan satma hakkını verir. Opsiyonu satın alan taraf karşılık olarak satan tarafa opsiyon primi öder. Anlaşma konusu varlığın spot fiyatı düşerse opsiyon sahibi opsiyonunu kullanır ve opsiyondan kazanç sağlar.

Anlaşma konusu varlığın fiyatı ne kadar düşerse satım opsiyonu sahibinin kazancı o kadar büyük olur. Anlaşma konusu varlığın spot fiyatının sözleşme ile belirlenen fiyatı üzerine çıkması halinde

ise satım opsiyonunu alan taraf opsiyonunu kullanmaz ve ödediği opsiyon primi kadar bir kayba uğrar, opsiyon primi aynı zamanda satım opsiyonunu satan tarafın kazancını teşkil eder. Satım opsiyonu, dayanak varlığın fiyatının düşeceği beklentisi ile satın alınmaktadır.

Satım opsiyonunu satan taraf ise söz konusu varlığı belirli bir fiyattan alma yükümlülüğünün altına girmesi karşılığında opsiyonu satın alan taraftan bir opsiyon primi alır, fakat aynı alım opsiyonunda olduğu gibi, satım opsiyonu satıcısı açısından kâr sınırlı, kayıp potansiyeli ise fazladır.

ii) Dayanak Varlığı Açısından Opsiyon Türleri

Teorik olarak rastlantısal sonuçlara sahip her şey üzerine opsiyon yazılabilmektedir. Ancak uygulamada finansal araçlar üzerine yazılan opsiyonlar, vadeli işlem sözleşmeleri üzerine yazılan opsiyonlar, emtia (mal) üzerine yazılan opsiyonlar ve diğer opsiyonlar olmak üzere dört türü vardır. Finansal opsiyonlara örnek olarak; pay opsiyonları, pay endeksi opsiyonları, tahvil opsiyonları, faiz opsiyonları ve döviz opsiyonlarını sayabiliriz. Vadeli işlem sözleşmeleri üzerine opsiyon sözleşmeleri, Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde Securities and Exchange Commission (SEC) düzenlemelerine göre opsiyonlar ile dayanak varlıklarının aynı piyasada işlem görmesinin engellenmesi üzerine, CFTC (Commodity Futures Trading Commission) tarafından böyle bir yasaklamanın olmaması nedeniyle oluşturulmuşlardır. Emtiaya dayalı opsiyonlar, petrol, altın, buğday ve soya fasulyesi vb. mallar üzerine oluşturulmaktadır. Dayanak varlığına göre diğer opsiyon grubuna örnek olarak, gerçek opsiyonları (real options), hava durumu üzerine opsiyonları, iklim değişikliği üzerine opsiyonları sayabiliriz.

iii) İşlem gördükleri Piyasalar Açısından Opsiyon Türleri

Opsiyonlar işlem gördükleri piyasalara göre, organize piyasalarda işlem gören opsiyonlar ve tezgah üstü piyasalarda işlem gören opsiyonlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadırlar. Borsa opsiyonları olarak da adlandırılan ilk tür opsiyonların en önemli özelliği organize, kurallı piyasalarda işlem gören standart sözleşmeler olmasıdır. Bu piyasalar tezgah üstü piyasalardan standartlaştırma, şeffaf fiyatlandırma, takas merkezi, teminat sistemi ve likidite kolaylığı gibi özelliklerle ayrılırlar. Tezgah üstü piyasalarda işlem gören opsiyonlar ise tarafların ihtiyaçlarına göre oluşturulabilme özelliğine sahip oldukları için daha esnekler ve genellikle egzotik opsiyonların işlem gördükleri piyasalar olarak da görülebilirler.

iv) Opsiyonun Kullanım Fiyatının Dayanak Varlığı Fiyatına Göre Durumu Açısından Opsiyon Türleri

Opsiyon sözleşmeleri, kullanım fiyatının dayanak varlığı fiyatına göre durumu açısından üçe ayrılmaktadır.

- **Kârda (Kazançta) Opsiyon (In the money option):** Bir alım (satım) opsiyonunun herhangi bir tarihteki kullanım fiyatı dayanak varlığın o tarihteki spot piyasa fiyatından daha düşük (yüksek) ise, o tarih için geçerli olmak üzere, bu opsiyona kârda opsiyon adı verilmektedir. Dayanak varlığın spot fiyatı ile kullanım fiyatı arasındaki fark büyükse bu tür opsiyonlara aşırı kârda (deep in-the money) opsiyonlar denilmektedir.

- Alım opsiyonunda: Kullanım fiyatı < spot fiyat
- Satım opsiyonunda: Kullanım fiyatı > spot fiyatı

- **Zararda Opsiyon (out of the money option):** Bir alım (satım) opsiyonunun herhangi bir tarihteki kullanım fiyatı dayanak varlığın o tarihteki spot piyasa fiyatından daha yüksek (düşük) ise, o tarih için geçerli olmak üzere, bu opsiyona zararda opsiyon adı verilmektedir. Dayanak varlığın spot fiyatı ile kullanım fiyatı arasındaki fark büyükse bu tür opsiyonlara aşırı zararda (deep out-of money) opsiyonlar denilmektedir.

- Alım opsiyonunda: Kullanım fiyatı > spot fiyatı
- Satım opsiyonunda: Kullanım fiyatı < spot fiyatı

- **Başabaş Opsiyon (at the money option):** Opsiyon kullanım fiyatı ile dayanak varlığın spot fiyatının eşit olması halinde ise opsiyon başabaş (at the money) opsiyon olarak adlandırılır. Bu iki fiyat

birbirine çok yakınsa bu durumda başabaşa yakın (near the money) opsiyon olarak adlandırılır. Alım ve satım opsiyonuna göre başabaş opsiyonlar şu formülle belirlenir:

- Alım opsiyonunda: Kullanım fiyatı = spot fiyatı
- Satım opsiyonunda; Kullanım fiyatı = spot fiyatı

4.1.1.4. Swap Sözleşmeleri

İlk swap sözleşmeleri 1980'li yılların başlarında yapılmıştır. O tarihten itibaren piyasada olağanüstü büyüme görülmüştür. Günümüzde swap işlemleri tezgâhüstü türev piyasasında önemli bir yer işgal etmektedir.

İngilizce kökenli olan swap kelimesi bu dilde değiştirme, kaydırma ve takas anlamına gelmektedir. Finasta ise swap, iki tarafın edimlerinin belirli bir zaman diliminde karşılıklı olarak değişiminde anlaştıkları bir finansal işlemidir. Swap işleminin esasını oluşturan edimlerin konusu, “belirli bir miktar ve nitelikteki para, döviz, altın, finansal araç, alacak, mal vb. varlıklar” olabilir. Faiz swapında değişime konu olan ödemeler, faiz, anapara veya hem anapara hem de faiz ödemeleri olabilir. Bu nedenle, swap, iki taraf arasında yapılan faiz veya anapara ödemelerinin, koşullarını önceden belirleyerek, değişimi sağlayan bir sözleşme olarak da tanımlanabilir.

Swap işleminin temelinde, farklı kuruluşların farklı finansal piyasalardaki kredi değerliliğine bağlı olarak farklı kredi koşulları ile karşılaşmaları ve ortaya çıkan bu farklılıkları tarafların kendi yararlarına kullanmaları yatmaktadır. Özet bir ifade ile, swap işlemi dış ticaretteki karşılaştırmalı üstünlükler kuramının finans piyasalarında uygulanış şekli olarak da nitelendirilebilir.

Swap işleminin temel amacı, faiz oranı, döviz kuru ve değer değişimlerinden kaynaklanan risklere karşı güvence sağlamaktır. Sözleşme neticesinde belirlenen süre boyunca taraflar diğer tarafın sahip olduğu finansal pozisyona tabi olacak ve bunun doğurduğu hüküm ve sonuçlara katlanacaktır. Sözleşme konusu döviz, nakit akımı, tabi olunan faiz oranı vb. olabilir. Yapılan değişim sözleşmelerinde çoğunlukla International Swap Dealers Association (ISDA)'nın bu konudaki çerçeve sözleşmesine atıf yapıldığı görülmektedir.

Swap sözleşmesinin başlıca yararları şunlardır:

- Borçlanma maliyetini azaltır, sermaye maliyetinin düşürülmesine yardımcı olur.
- Değişken oranlı faizi, sabit oranlı faize çevirerek riski azaltır. Yine döviz kurundaki aşırı oynaklığa karşı tarafların pozisyonlarını, güçlü oldukları döviz kuru cinsinden almalarını sağlar.
- Döviz kurlarındaki değişimler, ulusal para birimi üzerinden borçları olan çokuluslu şirketlerin beklenen kazançlarını azaltabilmektedir. Döviz swapları ile bu şirketlerin borçlarını ve alacaklarını döviz kuru riskine karşı koruması söz konusu olur.

Değişim sözleşmelerinde taraflar başlangıçta birbirlerine ödeme yapmazlar. Taraflar arasındaki ödeme, değişim süresi sonunda tarafların birbirlerine yapacakları ödemelerin netleştirilmesi neticesinde ortaya çıkar.

Swap sözleşmelerinin bir çok farklı türü olabilmekle birlikte, iki tür swap işlemi (faiz oranı swapı ve döviz swapı) en çok tercih edilen türev araçlar arasındadır.

a) Faiz Oranı Swapları

Burada sözleşme taraflarının kredibilitelerine bağlı olarak tabi oldukları faiz uygulamalarının kendi finansal planlarına, yapılarına uymaması nedeniyle farklı faiz uygulamalarının değiştirilmesi söz konusudur.

Faiz oranı swapı, tutarı belirli, fakat kendisi mevcut olmayan bir anapara üzerinden belirli bir vade, farklı faiz oranı esaslarından hesaplanacak faizlerin iki taraf arasında el değiştirmesini öngören bir sözleşmedir. Türleri arasında aynı döviz cinsi üzerinden sabit faiz ile değişken faiz oranlarının el değiştirmesi bulunduğu gibi farklı esasa dayanan değişken iki faiz oranının el değiştirmesi de vardır. Örneğin; üç aylık LIBOR ve üç aylık ABD Hazine Bonosu faizi. Genel itibarıyla faiz swapı, iki şirket arasında gelecekteki nakit akışlarını değiş-tokuş etmek için yapılan bir sözleşmedir. Bu sözleşmede,

nakit akışlarının ödeneceği tarih ile bunların hesaplanacağı yöntem tanımlanmaktadır. En basit şekliyle faiz swapı, iki taraf arasındaki sabit ve değişken faiz ödemelerinin değişimi olup, faiz oranları riskine karşı geliştirilen, fon kullanıcılarına farklı piyasalardaki uygun fonlara erişebilme, bu fonların uygun kullanımını sağlama, riski azaltma ve sabit faizli bir fonu değişken faizli bir fonla değiştirme imkânı veren finansal bir araçtır.

Swap sözleşmeleri tezgah üstü, yani organize borsalar dışında işlem gören finansal türevlerdir. Swap piyasasının devamlılık göstermesinde ve gelişmesinde en önemli etken, bu piyasa tarafından, potansiyel kullanıcılarının diğer finansal araçlarla karşılanamayan isteklerinin karşılanmasıdır.

Faiz oranı swaplarının temelde üç amaç için yapıldığı söylenebilir:

- Faiz riskinin yönetimi
- Alternatif finansman olanağı
- Faiz ödeme ve gelirleri ile borç stokunu yeniden yapılandırma olanağı

Örneğin, 1 milyon Avro için bir Alman firmasının yıllık %5 sabit faiz ödemesi gerekirken, bir Yunan firmasının yıllık LIBOR+4 oranı üzerinden borçlanabildiğini varsayalım. Bu durumda %5 oranından sabit faiz ödeme yükümlülüğü ile LIBOR+4 oranında faiz ödeme yükümlülüklerinin değiştirilmesi neticesinde Alman firması değişken oranlı bir faiz yükümlülüğü altına girerken, Yunan firmasının ödeyeceği toplam faiz tutarı sabit/belirli olacaktır. Taraflar çeşitli gerekçelerle faiz ödeme şartlarını değiştirmiş olabilirler. Yani Yunan firması öngörülebilirlik sağlayarak geleceğe yönelik borç yönetimini geliştirebilecekken, Alman firması da LIBOR üzerinden olan alacaklarındaki düşmeye karşı korunma sağlamak için bu işlemi yapmış olabilir.

b) Döviz Swapları

Döviz swapları, faiz ve anapara ödemelerini içeren önceden belirlenmiş kurallar ve süreler içinde, iki tarafın belirli miktarlarda iki farklı para birimini sözleşmenin kurulması ile değiş tokuş etme ve sözleşmenin vadesinde geri alması konusunda anlaşmaya vardıkları bir işlemdir. Taraflar arasında yapılan anlaşma uyarınca, belirlenen dövizler cari kur üzerinden karşılıklı değiştirilmekte ve vade sonunda anaparalar iade edilmektedir. Buna bağlı olarak faiz ödemeleri de değiştirilmektedir.

Döviz swapları başlıca 3 amaç için kullanılmaktadır:

- Kur riski yönetimi
- Düşük fon maliyeti
- Piyasalara erişim ve farklı para biriminde nakit akışı

Döviz swaplarında bir peşin bir de vadeli işlem olmak üzere iki işlem bulunmaktadır. İşlemin ilk aşamasında, anlaşılan kur üzerinden (genelde spot kura eşit olur) anaparalar değiştirilir, yani karşı tarafa kullanılır. Bu kullandırma karşılığında sözleşme ile belirlenen oranda faiz de işler. Son aşamada ise, taraflar anaparaları iade ederler. Döviz swapında amaç, tarafların farklı döviz ve mali piyasalardaki borçlanma yeteneklerini kullanarak, ihtiyaç duyulan dövizlerin daha cazip fiyatlardan temin edilmesidir.

4.1.2. Türev Araçların Kullanım Yerleri

Risk yönetiminin en temel aracı türev araçlardır. Türev araçlar da aslında tüm sermaye piyasası araçları gibi yukarıda da belirtildiği üzere taraflar arasındaki bir sözleşmeden ibarettir. Türev araçların işlem görmesi türev araç sözleşmelerinin yapılmasına işaret eder. Risk yönetimin temel aracı olmakla birlikte türev araçlar riskten korunma, spekülasyon ve arbitraj olmak üzere başlıca üç amaç için kullanılabilirler.

a) Riskten Korunma (Hedging)

Türev araçların riskten korunma amacıyla kullanılmasında, finansal veya ticari bir faaliyet yapılmasına, bir sözleşme akdedilmesine neden olan öngörü ve beklentilerin gerçekleşmemesi riskinin olumsuz etkisini olabildiğince ortadan kaldırmak amacı söz konusudur. Örneğin, tarlada yetiştirmesini

beklediği ürününü sattığında elde edeceği parayı faizde değerlendirmek isteyen bir kişinin, faiz oranlarındaki düşüş riskine vadeleri denk gelecek şekilde hazine bonosu vadeli işlemi yapması riskten korunma amacıyla türev araç kullanılmasına bir örnektir. Bu örneği, döviz ve döviz fiyatı üzerinden de kurmak mümkündür. Örneğin, ABD Doları cinsinden aldığı malların bedeli olan 2.000.000 ABD Doları tutarındaki ödemeyi 3 ay sonra yapacak olan A firması vadesi 3 ay olacak şekilde 2.000.000 ABD Dolarına denk gelecek şekilde Dolar alım vadeli işlem sözleşmesi satın almak suretiyle şimdiden ödemeye razı olduğu bir TL/ABD Doları kuru düzeyinden ödeme tutarını sabitleyebilmektedir. Görüldüğü üzere, riskten korunma amacıyla yapılan türev araç sözleşmelerinde, türev araç sözleşmesinin sırf kendisinden bir kazanç veya kayıp doğmaz. Kazanç veya kayıp, risk yönetimine ya da korunma işlemine konu diğer işlem veya faaliyet ile birlikte değerlendirilerek ortaya çıkmaktadır.

b) Spekülasyon (Speculation)

Spekülasyon amacı ile türev araçların kullanılmasında, dayanak varlıkların (mal, finansal gösterge, vb.) fiyat veya oranlarındaki değişimler neticesinde türev araç sözleşmelerinin sağlayacağı kazanç hedef alınmaktadır. Burada, riskten korunma amacıyla yapılan türev araç işleminden farklı olarak işlem yapanın türev araç dışında, türev araç ile bağlantılı bir finansal veya ticari faaliyeti yani pozisyonu yoktur. Spekülasyon amacıyla türev araç işlemi yapanlar, genelde riskten korunma amacıyla işlem yapanların karşı tarafını oluştururlar. Bir başka deyişle, türev araç sözleşmesinin karşı tarafını oluşturarak türev araç işlemlerinin yapılabilirliğini ve piyasaya likidite sağlayarak riskten korunmak isteyen tarafın riskini üstlenirler.

c) Arbitraj (Arbitrage)

Arbitraj amacıyla türev araç işlemi yapanların durumu da spekülasyon amacıyla türev araç işlemi yapanların durumuna benzemektedir. Piyasada işlem gören türev araçların fiyatlarının, örneğin dayanak varlığın fiyatından hareketle bir takım özel hesaplamalara göre belirlendiği düşünülürse, türev aracın piyasada yanlış fiyatlanması halinde doğru fiyatı piyasa fiyatı haline getirmek amacıyla yapılan sözleşmeler arbitraj amacıyla yapılan sözleşmelerdir. Arbitraj işlemi iki veya daha fazla piyasada eş anlı işlemler yapılması suretiyle risksiz kâr elde etme işlemidir.

4.1.3. Türev Araçların Faydaları

Genel olarak türev araçların, fiyat oluşumuna katkı sağlama ve risk yönetimi gibi iki temel faydasının olduğu kabul edilmektedir. Ancak türev araçların dayanak varlık için piyasa etkinliğinin iyileştirilmesi ve piyasa işlem maliyetlerinin azaltılması gibi faydalarının da olduğu tartışılmaktadır.

a) Sağlıklı Fiyat Oluşumunun Sağlanması

Türev araçlar, bu araçların üzerine oluştukları dayanak varlıkların fiyatları ile ilgili olarak çok önemli bilgiler sağlamaktadırlar. Bu araçlar bu bilgileri iki şekilde sağlamaktadırlar. İlk olarak bu dayanak varlıkların çoğu coğrafi olarak farklı alanlara dağılmış piyasalarda işlem görmektedirler. Coğrafi olarak dağılmış bu piyasalarda çok sayıda farklı spot piyasa fiyatı oluşmaktadır. Vadeli işlemler piyasalarında en kısa vadeye (shortest time to expiration) sahip türev sözleşmesinin fiyatı genelde dayanak varlığın referans fiyatı olarak kabul edilmektedir. İkinci olarak işlem sözleşmelerinin fiyatı, bu piyasada işlem yapanlar tarafından belirsiz olan gelecekteki fiyat riskini almak yerine kabul edilebilir fiyat olarak kullanılmaktadır. Örneğin, pamuk satan bir kişi, iki ay sonraki pamuk fiyatının belirsizliğine katlanmak yerine, bugünden 2 ay vadeli pamuk vadeli işlem sözleşmesi yapmak suretiyle, iki ay sonra pamuk satmaya gönüllü olduğu fiyatı şimdiden sabitlemek imkânına sahiptir.

b) Risk Yönetiminde Kullanılması

Türev araçların en önemli özelliği risk yönetiminde kullanılmalarıdır. Türev araçlar kullanıcıları açısından riski arzu edilebilir bir seviyeye indirirler. Türev araçların risk yönetiminde kullanılmaları sürecine genellikle korunma işlemi (hedging) denilmektedir.

c) Dayanak Varlık İçin Piyasa Etkinliğinin Sağlanması

Etkin piyasalar adil ve rekabetçi piyasalar olup bu piyasada işlem yapan taraflardan birinin diğeri aleyhine kolaylıkla kar elde edebilme imkânını ortadan kaldırmaktadır. Örneğin, vadeli işlem sözleşmesine dayanak olan bir varlığa doğrudan yatırım yapmak yerine, aynı parayla söz konusu varlığa

ilişkin vadeli işlem sözleşmesi ve risksiz bir tahvile yatırım yapılabilir. Dayanak varlık tutarı ile vadeli işlem sözleşmesi ve risksiz tahvil ikilisinin toplam tutarının aynı olması beklenir. Farklı olması durumunda arz ve talep yoluyla söz konusu farklılık giderilir. Böylece türev araçlar sayesinde fiyatların makul düzeyinden sapması önlenmiş olmaktadır.

ç) İşlem Maliyetlerinin Azalmasının Sağlanması

Türev araçların işlem maliyetleri oldukça düşüktür. Örneğin bir dayanak varlığı satın alma maliyeti, varlığa dayalı vadeli işlem sözleşmesi ve risksiz tahvil alımı ile katlanılacak maliyet karşılaştırıldığında ikinci işlemin maliyeti çok daha düşüktür. Böylece yatırımcılar düşük maliyetle aynı faydayı sağlayabilmektedirler.

4.1.4. Türev Araçların İşlem Gördüğü Yerler

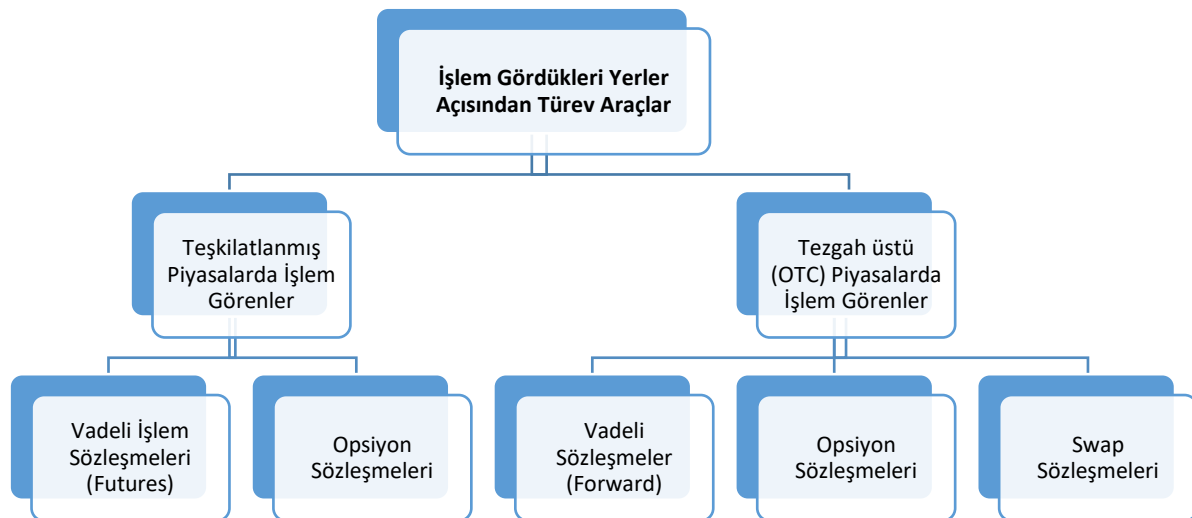
Türev araçlar işlem gördükleri yerler açısından teşkilatlanmış bir piyasada yani bir borsada veya borsanın bir pazarında işlem gören türev araçlar ve tezgah üstü (Over-the-Counter –OTC) türev araçlar olmak üzere ikiye ayrılır.

4.1.4.1. Teşkilatlanmış Piyasalarda İşlem Gören Türev Araçlar

Vadeli işlem sözleşmeleri (*futures*) ve opsiyon sözleşmeleri teşkilatlanmış (organize) piyasalarda işlem gören türev araç sözleşmeleridir. Bu sözleşmelere ilişkin nitelikler önceden belirlenerek standart hale getirilmiştir. Dolayısıyla bu sözleşmelerin büyüklükleri, asgari işlem sayıları, vade ayları, fiyatlarının belirlenmesi vb. parametreleri işlem gördükleri borsa veya Pazar tarafından standart bir şekilde önceden belirlenmiştir. Bu sözleşmeler borsa/takas üyeleri üzerinden yapıldıkları ve takas merkezi her pozisyonun karşı tarafını oluşturduğu için bu türev araçlar, borsalarda işlem gören türev aracı (*Exchange traded derivatives*) olarak adlandırılırlar.

4.1.4.2. Tezgah üstü Türev Araçlar

Tezgah üstü türev araçlar ise tarafların serbestçe belirlendiği, sözleşmenin kurulduğu belirli bir yer (elektronik platform da dâhil olmak üzere) bulunmadığı ve sözleşme şartlarının taraflar arasındaki pazarlıkla belirlendiği, önceden standart bir belirlemenin olmadığı sözleşmelerdir. Yine tezgah üstü türev işlemlerde kural olarak bir takas merkezi veya takas merkezi rolünü üstlenen bir kurum olmadığı gibi teminat mekanizması da bulunmamaktadır. Sözleşme taraflarının temerrüdü riskini içeren bu araçlar, sözleşme şartlarının taraflarca serbestçe belirlenebilmesine imkân tanımaktadır.



a) Tezgah üstü Türev Araçların Standartlaşması ve Düzenlemeye Tabi Olması

Tezgah üstü türev araçlara ilişkin standartlaşmanın olmaması, bu araçların yaygınlaştırılmasını ve bu araçlara ilişkin olarak kendi içinde sınıflandırılma, büyüklüklerinin karşılaştırma gibi bir takım işlemlerin sağlıklı bir şekilde yapılmasını zorlaştırmaktadır. Diğer taraftan, bu araçların kredi riskini barındırması, bu araçlara olan ilginin artmasına engel olmuştur. Bu ve benzeri nedenlerle tezgah üstü işlemlere yönelik asgari müşterek unsurların belirlenmesine yönelik arayışlara girilmiştir. Bu arayışların sonucunda International Swaps and Derivatives Association (ISDA) kurulmuştur.

1985 yılında kurulan ISDA tezgah üstü türev araçlar piyasasının güvenli ve etkin şekilde işlemlerini sağlamaya çalışan sivil bir kuruluştur. ISDA'nın 67 ülkeden 800'ü aşkın üyesi bulunmakta olup, söz konusu üyeler arasında şirketler dahil olmak üzere tezgah üstü türev araçlar piyasası katılımcıları, yatırım kuruluşları, devlet kurumları ve uluslararası kuruluşlar, sigorta şirketleri, reel sektör şirketleri, uluslararası veya bölgesel bankalar, takas kurumları, borsalar, veri saklama kuruluşları ve hukuk büroları bulunmaktadır. ISDA'nın temel amacı tezgah üstü türev piyasaları daha etkin ve güvenli bir hale getirmektir. ISDA'nın karşı taraf kredi riskinin azaltılması, şeffaflığın artırılması ve endüstrinin operasyonel altyapısının geliştirilmesi gibi üç kilit alandaki çalışmaları; kuruluşun sağlam, istikrarlı finansal piyasalar ile güçlü finansal hukuki çerçeve oluşturma şeklindeki birincil amaçlarına ulaşmak konusunda güçlü taahhüdünü göstermektedir⁵¹.

ISDA'nın üyelerine ISDA Çerçeve Sözleşmesi (*ISDA Master Agreement*) ve bu çerçeve sözleşmeye ilişkin diğer dokümantasyon çerçevesinde üyeler tarafından yapılan tezgah üstü türevlerden doğacak hak ve borçların netleştirilmesi ve teminatlandırma esaslarına ilişkin temel hükümlerin belirlenmesi suretiyle temerrüt riski ve hukuki riskin azaltılmasına yardımcı olacak şekilde hizmet etmektedir. Böylelikle, ISDA çerçeve sözleşmesi kapsamında taraflar sadece sözleşme detayları üzerinde yoğunlaşabilecek ve çerçeve sözleşmede yer alan hususlar üzerinde anlaşılmasına ilişkin maliyetlerden sakınabileceklerdir.

Tezgah üstü türev işlemlerin büyük bir kısmı ISDA çerçeve sözleşmesi kullanılarak yapılmaktadır. Dolayısıyla, tezgah üstü türev işlemi olmakla birlikte, işlemlerden doğacak hak ve borçların netleştirilmesi ve teminatlandırma gibi sözleşme açısından çok önemli nitelikteki unsurlar önceden belirlenmiş olup, taraflar arasında pazarlığa tabi değildir. ISDA dokümantasyonu içerisinde bulunan diğer birçok konuya ilişkin olarak da aynı durum söz konusudur.

Bu durum, dünyada gerçekleştirilen tezgah üstü türev işlemlerin, teşkilatlanmış borsalardaki kadar olmasa da, zaman kaybı ve işlemlerin doğuracağı sonuçlara ilişkin hukuki risk nedeniyle önceden belirli bir takım esaslar çerçevesinde gerçekleştirildiğini göstermektedir. Piyasadaki bu standartlaşmaya yönelik eğilim, 2008 yılında yaşanan global krizin sonucu olarak tezgah üstü türev işlemleri düzenleme ve kontrol altına alma ile birleşince, tezgah üstü türevler konusunda yavaş yavaş serbestiden, daha fazla düzenleme ağırlıklı bir yapıya doğru bir yönelim söz konusudur.

b) Tezgah üstü Türev Araçların Barındırdığı Riskler

Tezgah üstü türev araçların gerçekleştiği piyasalar dikkate alındığında bu piyasaların yeterince şeffaf olmadığı, yani taşıdığı risklerin tam olarak belirlenemediği, bu tür işlemlerin taraflarının bilgi derecesinde ciddi oranda farklılık bulunduğu, tezgah üstü türev araçların ciddi şekilde saf spekülasyon amaçları için kullanılmasının sistemik riske neden olabileceği de belirtilmelidir. Özellikle az bir prim yatırmak suretiyle ciddi boyutlarda pozisyon alınabilme imkânının (kaldıraç imkânı) kötüye kullanılabilecek olması tezgah üstü türevlerin taşıdığı potansiyel tehlikeler arasındadır.

2008 yılında başlayan global kredi krizinin en büyük nedeni olarak tezgah üstü türev araçların bilinçsiz ve kontrolsüz bir biçimde kullanımı gösterilmektedir. Krizin etkisini artırması ile alınan ulusal ve uluslararası önlemler ve inisiyatiflerin özellikle tezgah üstü türev araçların kontrol altına alınması noktasında yoğunlaştığı görülmektedir.

Örneğin global krizin etkilerinin en üst düzeyde hissedildiği bir dönemde, dünyanın en büyük 20 ekonomisinin katılımı ile oluşan G-20'nin aldığı kararlar arasında tezgah üstü türev araçların kontrol ve kayıt altına alınması bulunmaktadır ve buradan doğacak riskin yönetilebilir olması için bir dizi önlem

⁵¹ <http://www2.isda.org/about-isda/>

ortaya koymuştur. Bu önlemlerin hayata geçirilmesi yine G-20 tarafından 2008 yılının Kasım ayında daha geniş otoriteye sahip bir uluslararası kurum hale getirilen Finansal İstikrar Kurulu (*Financial Stability Board*) tarafından takip edilmiştir. Ülkeler bazında ise örneğin Amerika Birleşik Devletleri'nde 21 Temmuz 2010 tarihinde yürürlüğe giren Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Yasası 1930'lardan sonraki en kapsamlı mevzuat değişikliği olarak görülmektedir. AB'da ise üç yeni gözetim otoritesi kurulmuş⁵² ve geniş yetkiler verilmiştir. Her iki düzenlemede de tezgahüsü türevlerin merkezileştirilmesi ve denetim altına alınması önemli bir yer teşkil etmektedir.

Bütün bu gelişmeler, tezgah üstü türev araçların, kötüye kullanılabilme ihtimalinin yüksek olması nedeniyle bir borsa şeklinde olmasa da başka şekil ve usullerle kontrol altına alınması yönünde dünya çapında bir eğilim olduğunu, son global krizin bu eğilimi haklı gösterecek özellikler taşıdığını göstermektedir. Artık finansal yıkıma neden olabilecek tarzda kullanılabilen olan tezgah üstü türev araçlara ilişkin anlayışın zaman içerisinde serbestlikten düzenlenmeye doğru gelişeceği görülmektedir.

4.2. TÜREV ARAÇLARIN GELİŞİMİ

4.2.1. Türev Araçların Ortaya Çıkışı

Modern portföy teorisinin geliştirilmesi sonrasında hisse senedi piyasasında risk ve getiri ölçümlerine yönelik hesaplamaların nispeten kolay bir şekilde yapılabilmesi ve akabinde de geliştirilen varlık fiyatlama modelleri ile finansal piyasalardaki araçların getirilerinin hesaplanmasına yönelik alternatif yaklaşımların geliştirilmesi sayesinde finansal araçların risklerinin ölçülmesi ve yönetilmesi başta finansal piyasalarda işlem yapanlar ve akademik çevreler olmak üzere birçok kesim için oldukça önemli hale gelmiştir.

Diğer taraftan, sistemden kaynaklanan sorunlar nedeniyle 1973 yılında, gelişmiş ülkeler tarafından sabit döviz kuru sistemi olan Bretton Woods sisteminin terk edilerek, dalgalı döviz kuru sistemine geçilmiş olması, sonrasında döviz piyasalarında volatilitenin ve dolayısıyla riskin artmasına neden olmuştur. Bu gelişmelerin sonucunda döviz piyasalarında ortaya çıkan belirsizlik nedeniyle, bu piyasalar daha riskli hale gelmiş, firmaların ve yatırımcıların varlık ve kazançlarını kaybetme olasılığı daha da artmıştır. 1980'li yıllardan itibaren finansal piyasalardaki hızlı bütünleşme, sermaye hareketlerindeki serbestleşme ve menkul kıymetleştirme uygulamalarının sonucunda finansal piyasalarda küreselleşme olgusu ortaya çıkmıştır. Küreselleşmenin başlaması ile birlikte uluslararası ticaretin ciddi boyutta artması, yalnızca uluslararası ticaret yapan firmaların değil, bu firmalara bağlı olarak yerel ölçekte çalışan firmaların hammadde ve diğer girdi ihtiyaçları nedeniyle fiyat ve kurlarda ortaya çıkan belirsizlikten etkilenmelerine neden olmuştur. Tüm bu gelişmeler karşılaşılan risklerin kabul edilebilir bir düzeyde sınırlandırılabilmesi amacıyla etkin bir riskten korunma ve risk yönetimi arayışlarına girilmesine ve 1980 sonrasında risk yönetimi anlayışının ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Risk yönetimi, başlangıçta finansal kurumlar tarafından varlık fiyatlarındaki düşüşlerin neden olduğu gelir kaybının telafisi için kullanılmışsa da daha sonra gelişerek kur riskleri ve mal fiyatlarındaki değişimlerden kaynaklanacak kayıpların da asgariye indirilmesi amacıyla finansal olmayan, hatta kâr amacı gütmeyen kuruluşlarca da kullanılmıştır. Firmaların faaliyet konularının farklılığı, ülkelerin ve sektörlerin temelde farklılaşmaları farklı finansal gereksinimleri ortaya çıkarmış, bunlar da yeni risk yönetim tekniklerinin geliştirilmesini beraberinde getirmiştir.

Risk yönetimi esasen bir formül değildir. Risk yönetimi, firma ve yatırımcıların varlık ve yatırımlarını koruma amacına yönelik olup, belirsizliği ölçülebilir risk haline getirmeyi ve üstlenilen riskin katlanılabilir bir kayıp düzeyine kadar indirilmesini sağlamaktadır. Risk yönetimi temel olarak türev araçlar kullanılmak suretiyle gerçekleştirilmektedir. Türev araçlar riski belirli bir ölçüde sınırlandırarak öngörülebilir risk haline getirmek için kullanılmaktadırlar. Bir diğer ifade ile türev araçlar alınan riskin arzu edilebilir bir düzeye indirilmesine olanak sağlamaktadırlar.

Risk yönetimini, arzu edilebilir risk seviyesi ile gerçekte olan risk seviyesini belirlemek ve gerçekte olan risk seviyesini arzu edilen risk seviyesine indigeme süreci olarak tanımlamak mümkündür. Firmalar açısından bakıldığında, risk yönetimi, geçmişe ait veriler ışığında, bir firmanın

⁵² Avrupa Bankacılık Otoritesi (*European Banking Authority*), Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (*European Securities and Markets Authority*) ve Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Otoritesi (*European Insurance and Occupational Pension Authority*)

veya yatırımın değerini korumak amacıyla maruz kalınan risklerin sistematik bir anlayışla öngörülmesi, tanımlanması, ortaya çıkma ihtimalleri ve etkilerinin ölçülmesi ile risklerin fırsat unsurundan yararlanarak şirket değerine katkıda bulunmayı hedefleyen uygulamalar bütünüdür. Risk yönetimi getiri, maliyet, fırsat ve performans parametreleri arasında en uygun dengeyi sağlamayı hedefleyen dinamik bir süreçtir.

Geleneksel yöntemlere göre, daha avantajlı olan çağdaş risk yönetim teknikleri; daha az maliyetle ve daha esnek kullanılma olanaklarıyla risk yönetiminde önemli gelişmelerin yaşanmasına neden olmuşlardır. Risk yönetim teknikleri, finansal uygulayıcılara önemli avantajlar sağlamasının yanında, piyasada işlem yapanların, herhangi bir ekonomik göstergeye ilişkin öngörülerinin, önceden belirgin bir şekilde açıklanmasını sağlayarak, geleceğe ilişkin beklentilerin, bir ölçüde, aşırı sapmalar göstermesine engel olmakta böylece piyasalara istikrar kazandırıcı bir rol oynamaktadırlar.

4.2.2. Türev Araç ve Piyasalarının Tarihçesi

Türev araç sözleşmeleri yıllardan beri kullanılmaktadır. Bilinen en eski opsiyon sözleşmesi Aristo'nun eserlerinde yer almaktadır. Yaklaşık milattan önce 580 yılında Filozof Thales'in astronomi bilgisini kullanarak gelecek ilkbaharda zeytin rekoltesinin yüksek olacağı sonucuna vararak mevsimi gelmeden önce yöredeki tüm zeytin preslerinin kullanım haklarına ilişkin opsiyon sözleşmesi yapmıştır. Mevsimi geldiğinde rekolte yüksekliğine bağlı olarak sahip olduğu zeytin presleme haklarını kullanmış ve bu işten kazanç sağlamıştır.

Türev araçlardan ilk vadeli işlem sözleşmelerinin 1679 yılında Japonya'da gerçekleştirildiği bilgisine sahip olunmakla birlikte, vadeli işlemlerin 16. yüzyılda Hollanda'nın Antwerp Borsası'nda tahıllar üzerine yapılan sözleşmelerle başladığı kabul edilmektedir.

17. yüzyılın ilk yarısında Hollanda'da meydana gelen lale soğanı cinneti sırasında ve aynı yüzyılın ikinci yarısında Japonya'da önce Osaka, sonra Dojima'da kurulan pazarlarda pirinç biletleri üzerinden pirinç üzerine futures sözleşmeler yapılmıştır. Bu kapsamda vadeli işlemler için piyasa sayılacak ilk örgütlemenin Japonya'da olduğu söylenebilir. Vadeli sözleşmelerin yapıldığı ilk borsa Londra'daki Kraliyet Borsası'dır (Royal Exchange). Bilinen ilk resmi forward sözleşmesi ise 13 Mart 1851 tarihli, Haziran teslimli mısır sözleşmesidir.

Ancak vadeli işlemler piyasasının kökleri 1848 yılında ABD'de kurulan Şikago Ticaret Kurulu'na (Chicago Board of Trade-CBOT) dayandırılmaktadır. 1848 yılında 82 üyesi ile kurulan CBOT, dünyanın halen faaliyette olan en eski emtia üzerine vadeli işlemler borsasıdır (commodity futures exchange). CBOT, 1868 yılı itibarıyla 8 adet vadeli işlem sözleşmesi işlem görmektedir. 1874 yılında, yumurta, tereyağı, kümes hayvanları ve başkaca ürünlerin işlem gördüğü Chicago Ürün Borsası (Chicago Produce Exchange) kurulmuştur. Bu borsa 1919 yılında Şikago Ticaret Borsası (Chicago Mercantile Exchange) adını almıştır. 2007 yılında CBOT ve Chicago Mercantile Exchange birleşmiştir.

Opsiyon sözleşmelerinin organize piyasalarda işlem görmeye başlaması 1973 yılına dayanmaktadır. 1973 yılı opsiyon piyasalarının gelişimi açısından milat niteliğindedir. Opsiyon sözleşmelerinin kendi bünyesinde işlem görmesi için ABD sermaye piyasaları düzenleyici otoritesi olan SEC'den izin alamayan, dünyanın mal üzerine vadeli işlem sözleşmelerinin alınıp satıldığı en eski ve en büyük borsası olan CBOT tarafından yalnız hisse senetleri üzerine opsiyon sözleşmelerinin alım satımının yapılacağı, standartları tespit edilmiş organize bir piyasa kurulmuştur. Chicago Opsiyon Borsası Kurulu (Chicago Board Options Exchange - CBOE) olarak adlandırılan bu piyasada 26 Nisan 1973 tarihinde ilk olarak New York Borsası'nda (New York Stock Exchange) alım satımı yapılan 16 farklı hisse senedi üzerine yazılan 911 adet alım opsiyonu sözleşmeleri işlem görmüş, daha sonraları 1977 yılının Haziran ayından itibaren ilk satım opsiyonları işlem görmeye başlamıştır. CBOE borsasından sonra opsiyonlar pek çok borsada işleme açılmış ve yoğun talep gören bir enstrüman haline gelmiştir. Döviz dayalı opsiyon sözleşmeleri 1982 yılında (Montreal Borsası'nda), endekse dayalı opsiyon sözleşmeleri ise 1983 yılında işleme başlamıştır.

16'ncı yüzyılda Cenova Bankerlerinin, Antwerp para piyasası yoluyla İspanya'ya altın vermesi karşılığında gümüş alması bilinen ilk swap işlemi olarak kayda geçmiştir. Modern zamanlarda ise ilk swap işlemi 1923 yılında Avusturya Merkez Bankası tarafından İngiliz Sterlinine karşılık ulusal paranın satılıp vadeli olarak geri alınması ile denenmiştir. İkinci Dünya Savaşından sonra döviz kurlarının aşırı

dalgalanması karşısında Amerikan Merkez Bankası ile bazı Avrupa ülkelerinin merkez bankaları arasında swap sözleşmeleri yapılmış, kurulan swap örgütleri sayesinde faiz hadlerini yükseltmeden ve rezerv kaybına neden olmadan döviz ihtiyaçları karşılanmıştır. İlk resmi swap işlemi ise Venezüella hükümetinin 1977 yılında Fransız Frangı ihtiyacını karşılamak için vadeli dolar satması ve karşılığında Fransız Frangı alması ile yapılmıştır.

1850-1857 yılları arasında üretim ve deniz aşırı nakliyeyle paralel olarak gelişme gösteren endüstriyel büyümenin neden olduğu fiyat dalgalanmaları, forward sözleşmelerin belirlenen malı teslim almak isteyen kişiye varıncaya kadar birçok elden geçmesi ve kurulan borsalar dışında da forward sözleşmelerin yapılması üzerine, CBOT tarafından, vadeli işlem sözleşmeleri (futures contracts) de dâhil olmak üzere, borsada gerçekleştirilecek türev araç sözleşmelerine ilişkin olarak ilk ve bugünkü düzenlemelerin de temelini oluşturan esaslar belirlenmiştir.

Osmanlı İmparatorluğu'nda ise devlet tahvilleri ile önceki borçların vadelerinin uzatılması amacıyla çıkarılan "Eshamı Cedide"ler üzerinde gerçekleştirilen "konsolide" işlemlerin, türev araç sözleşmeleri ile bir parça da olsa paralellik taşıdığı söylenebilir.

4.3. TÜRKİYE'DE TÜREV ARAÇLAR

4.3.1. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Türev Araçlar

Mülga 2499 sayılı SPKn'nda türev araçlar açıkça sermaye piyasası aracı olarak yer almamış olup, bu araçlar diğer sermaye piyasası aracı altında değerlendirilmiştir. 6362 sayılı SPKn'nunda ise, menkul kıymetlerden sonra sermaye piyasası araçlarının ikinci kolu olarak belirlenmiş ve aşağıda görüleceği üzere çok kapsamlı bir tanıma bağlanmıştır:

"u) Türev araçlar: Aşağıda sayılan veya Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer türev araçları:

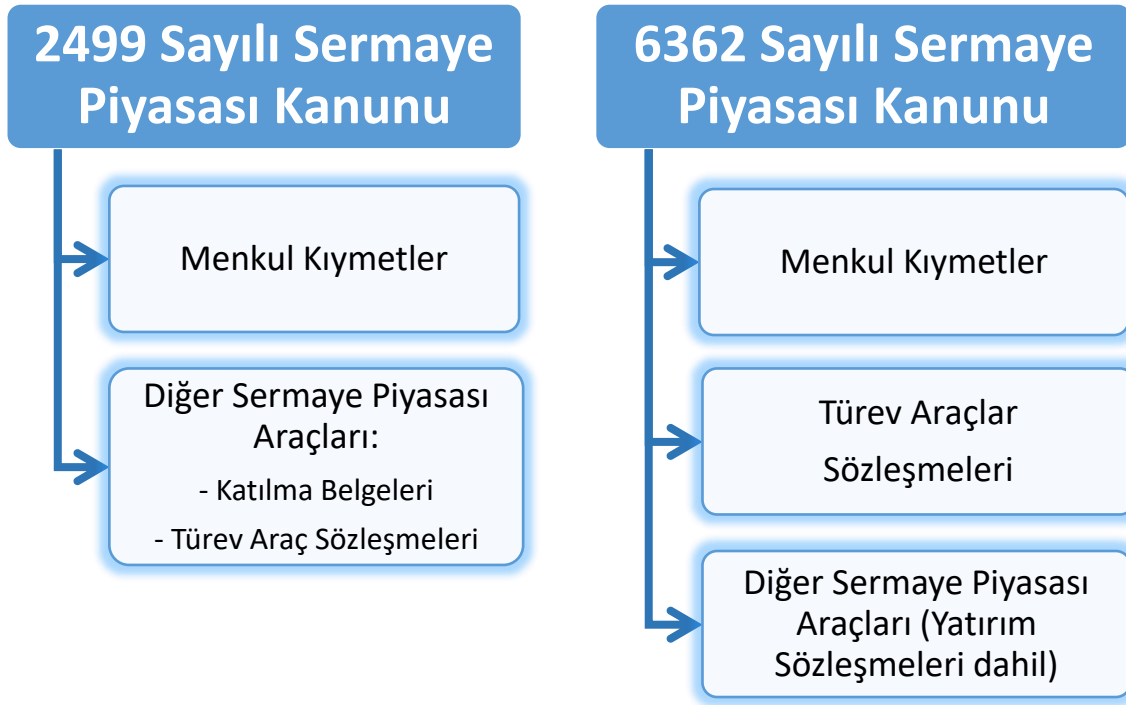
1) Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçları,

2) Değeri, bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine; bir döviz fiyatına veya fiyat değişikliğine; faiz oranına veya orandaki değişikliğe; bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değişikliğine; bir mal fiyatına veya fiyat değişikliğine; Kurulca uygun görülen kurumlarca yayınlanan istatistiklere veya bunlardaki değişikliğe; kredi riski transferi sağlayan, enerji fiyatları ve iklim değişkenleri gibi ölçüm değerleri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks seviyesine veya seviyedeki değişikliğe bağlı olan türev araçları, bu araçların türevlerini ve sayılan dayanak varlıkları birbirleri ile değiştirme hakkı veren türevleri,

3) Döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldıraçlı işlemleri,"

ifade etmektedir.

Türev araçlara ilişkin olarak 6362 sayılı SPKn ile mülga SPKn'ndaki düzenlemede yapılan sınıflandırma aşağıda şematik olarak gösterilmektedir.



Görüldüğü üzere türev araçlar hem eski hem de yeni sermaye piyasası mevzuatında sermaye piyasası aracı olarak sınıflandırılmıştır. Türev araçlar, bir menkul kıymet olmamakla birlikte, yatırımların fon ihtiyacı olanlara yönlendirilmesine hizmet eden araçlar içerisinde bir sınıfı oluşturmaktadır. Bu aşamada, sermaye piyasası araçlarının bir bölümünü oluşturan “türev araçlar” ile “menkul kıymetler” arasındaki farkın ortaya konmasında yarar görülmektedir.

Öncelikle türev araçların bir sözleşme olduğunu söylemek gerekir. Bu sözleşmelerde bir menkul kıymet veya emtia fiyatı veya endeks, faiz oranı veya benzeri bir gösterge ve/veya bunlarda gelecekte meydana gelmesi öngörülen değişiklikler temel alınır. Türev araç niteliğindeki sözleşme, temel aldığı göstergedeki, sözleşmenin kurulması ile sözleşmeden doğan borçların ifa tarihi arasındaki farkın tarafların kazanç veya kayıplarını oluşturduğu sözleşmelerdir.

Sermaye piyasası araçlarını, bir ihraççısı olan ve olmayan sermaye piyasası araçları olarak iki sınıfa ayırdığımızda, menkul kıymetlerin bir ihraççısı olan sermaye piyasası aracı, türev araçların bir ihraççısı olmayan sermaye piyasası aracı olduğu söylenebilir. İhraççının ne demek olduğuna dair SPKn Md.1-3/(ğ) ve (h) bentleri birlikte değerlendirildiğinde⁵³ kendi sermaye piyasası araçlarını satan veya kendi sermaye piyasası araçları bir başkası (mesela büyük ortağı) tarafından halka arz edilen tüzel kişiler ve bunlardan başka yatırım fonlarının ihraççı olarak belirlendiği anlaşılar. Bu fonksiyonel tanımdan çıkan sonuç, değeri kendi faaliyet sonuçlarına göre belirlenen sermaye piyasası araçlarını satan tüzel kişiler ve yatırım fonlarının ihraççı olarak adlandırıldığıdır. Dolayısıyla türev araç sözleşmesindeki satılan şeyin değeri dayanak alınan mal, sözleşme veya göstergeye göre belirlenmekte olduğundan türev araçlar ihraççısı olmayan sermaye piyasası aracı olarak kabul edilebilir.

Teorik nitelikte görülebilecek bu tartışmanın asıl önemli sonucu, türev araçların sermaye piyasalarının temel fonksiyonuna doğrudan hizmet edip etmediğidir. Bir diğer ifadeyle, türev araçlar fon fazlası olanlardan fon eksikliği olanlara sermaye benzeri (nispeten orta ve uzun vadeli, genellikle karşılığında ihraççı üzerinde bir kısım hakların kullandırılması söz konusu olan) fon transferini doğrudan veya dolaylı bir şekilde sağlamaz. Ancak sermaye piyasası açısından türev araçların önemi,

⁵³ Madde 3 – (I) Bu Kanunun uygulanmasında:

...

ğ) İhraç: Sermaye piyasası araçlarının ihraççıları tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı,
h) İhraççı: Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve bu Kanuna tabi yatırım fonlarını, ifade eder.

gelecekteki veya mevcut yatırımların veya firmanın sermayesinin veya ticari faaliyetlerinin, belirsizliklerden asgari ölçüde etkilenmelerini sağlayacak imkanlar sunmasıdır. Türev araç sözleşmeleri hangi saikle yapılırsa yapılsın toplu olarak ele alındığında türev araç piyasaları bu işlevi görmektedir. Beklenen fonksiyonu açısından değerlendirildiğinde, sermaye piyasalarındaki öngörü, yatırımın finansmanına karşılık olarak gerçekleştirilen ihracın, ihracının esas faaliyetlerinden sağlanacak faydaların mevcut durumu ve gelecekteki beklentileri üzerine kurulu bulunmaktadır. Sermaye piyasalarında yatırım kararı, yatırımın getirisinin, ihracın dayanak aldığı faaliyetlere sıkı sıkıya bağlı olarak belirlendiği kabulüne dayalıdır. Oysa türev araçların değeri söz konusu sözleşmelerin dayandığı mal, sözleşme veya göstergenin fiyatına göre belirlendiğinden türev araçlar, yatırım yapılan bir sermaye piyasası aracı olması açısından sorgulanabilir bir konumdadır.

Bu nedenle, sermaye piyasalarının ana fonksiyonunu icra eden araçların menkul kıymetler olduğu, türev araçların ise ancak bu asıl fonksiyonun daha sağlıklı bir şekilde işleyebilmesine katkıda bulundukları söylenebilir.

4.3.2. Türev Araçlara İlişkin Düzenlemeler

Türkiye’de türev araçlar konusunda ilk düzenleme 23.07.1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik” ile yapılmıştır. Bu düzenlemeyi müteakip 07.09.1995 tarihli ve 22397 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği” çıkarılmış, sonrasında ise 18.10.1996 tarih ve 22791 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği” ile İstanbul Altın Borsası’nda altın ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım-satımına ilişkin esaslar belirlenmiştir. 29.01.1997 tarih ve 22892 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nin “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik” ve “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik”leri ile hisse senedi, faiz, endeks ve diğer finansal göstergeler üzerine vadeli işlem ve opsiyon işlemleri yapılmasına ve takasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Bu Yönetmelikler daha sonra yürürlüğe konulan Yönetmelikler ile değiştirilmiş veya tamamen yürürlükten kaldırılmıştır.

6362 sayılı SPKn hükümleri çerçevesinde 2013 yılında İMKB, İstanbul Altın Borsası ve Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOBAŞ), BİAŞ bünyesinde birleşmiş ve VOBAŞ’ta işlem gören vadeli işlemler BİAŞ bünyesine alınmıştır.

Borsanın yeni yapısı içerisinde SPKn’nun 67 nci maddesine dayanılarak hazırlanan “Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği” 19.10.2014 tarihli ve 29150 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yayımlandığı tarihte yürürlüğe girmiştir. Anılan Yönetmelik’in “Borsada oluşturulan piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler” başlıklı 37 nci maddesi ile Borsa Yönetim Kuruluna, Borsada yatırım araçlarının, ihracçıların, alıcıların ve satıcıların nitelikleri, kota alma, işlem görme ya da alım satım şartları, likidite durumları ve benzeri ölçütler dikkate alınarak yatırım araçlarının işlem göreceği farklı piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler kurma konusunda karar alma yetkisi verilmiştir. Her bir piyasa, pazar ve platform için farklı işleyiş kuralları oluşturulması mümkündür. Borsa bünyesindeki piyasalar, pazarlar ve platformlar aynı sistem üzerinde işletilebileceği gibi, ayrı ayrı veya gruplandırılarak farklı sistemler üzerinde de işletilebilir. Borsa Yönetim Kurulu kararı ile piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler birleştirilebilir, kısmen veya tamamen kapatılabilir; gerektiğinde işletimde kullanılan altyapılar yenilenip, değiştirilebilir; piyasaların, pazarların, platformların ve sistemlerin emir, işlem ve işleyiş esaslarında değişiklikler yapılabilir.

Söz konusu yetki kapsamında, vadeli işlemler piyasasının işleyişine ilişkin olarak mevcut durumda “Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Yönergesi” (Yönerge) ve “Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Prosedürü” yürürlükte bulunmaktadır.

4.3.3. Türev Araçlara İlişkin Piyasalar

Türkiye’de ilk organize türev piyasalarının kurulma çalışmaları çerçevesinde, 1994 yılında İMKB⁵⁴ bünyesinde Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü oluşturulmuştur. Organize bir finansal vadeli işlem ve opsiyon piyasasının oluşturulması ve bu piyasada çeşitli sermaye piyasası araçları ile finansal göstergelere dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem görmesi amacıyla yapılan çalışmalar sonucunda 15 Ağustos 2001 tarihinde döviz (ABD Doları) üzerine vadeli işlem sözleşmeleri (*futures*) işlem görmeye başlamıştır. 30 Aralık 2003 tarihinden itibaren de Euro üzerine vadeli işlem sözleşmeleri (*futures*) yatırımcıya sunulmuştur. Ancak söz konusu sözleşmelere ilişkin sözleşme büyüklüklerinin yüksek tutarda belirlenmesi ve diğer birtakım nedenlerle bu piyasada çok fazla işlem gerçekleşmemiştir.

Türkiye’nin ilk vadeli işlemler ve opsiyon borsası ve aynı zamanda ilk özel borsası VOBAS’tır. VOBAS, Kurulun 17.08.2001 tarih ve 9/1101 sayılı kararına dayanılarak Devlet Bakanlığı’nın 03.09.2001 tarih ve 2381 sayılı yazısı üzerine 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulmuştur. Esas sözleşmesi 4 Temmuz 2002 tarihinde Ticaret Siciline tescil edilen VOBAS 4 Şubat 2005 tarihinde İzmir’de faaliyete başlamıştır.

VOBAS’ın faaliyette bulunduğu süre içerisinde söz konusu borsada sadece vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmüştür. İşlem gören vadeli işlem sözleşmelerinden en çok döviz ve endeks vadeli işlem sözleşmeleri rağbet görmüştür. Emtiaya dayalı vadeli işlem sözleşmelerine talep sınırlı düzeyde kalmıştır. Opsiyon sözleşmeleri ise VOBAS’ta işleme açılmamış olup, opsiyon sözleşmelerini düzenleme yetkisi Kurulun 2012 yılının Kasım ayında aldığı karar ile yeni adıyla BİAŞ’a verilmiştir. BİAŞ nezdinde 21 Aralık 2012 tarihinde Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) açılmıştır.

6362 sayılı SPKn’nun 138 inci maddesi çerçevesinde 2013 yılında BİAŞ ile birleşmesi nedeniyle VOBAS’ın paylarının tamamı BİAŞ tarafından devralınmıştır. Böylece, tüm aktif ve pasifiyle BİAŞ’a devrolan VOBAS’ın tüzel kişiliği sona ermiştir. VOBAS’ta işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri de 05.08.2013 tarihi itibarıyla BİAŞ’a devredilmiştir.

VİOP açıldıktan sonra opsiyon sözleşmeleri ilk defa bu piyasada işlem görmeye başlamıştır. 21 Aralık 2012 tarihinde ilk etapta 10 hisse senedi üzerine opsiyon sözleşmeleri işleme açılmıştır. Türkiye’deki ilk endekse dayalı opsiyon sözleşmeleri ise BIST 30 Endeksine dayalı olarak oluşturulan ve 5 Nisan 2013 tarihinde VİOP’da işlem görmeye başlayan opsiyon sözleşmeleridir. Paya dayalı opsiyonlar Amerikan tipi olarak, Endeks opsiyonlar ise Avrupa tipi olarak işleme açılmıştır. Ancak 1 Nisan 2014 itibarıyla paya dayalı opsiyonlar da Avrupa tipine dönüştürülmüştür.

Bunun yanında, dünya genelinde tezgah üstü türev araçların denetim altına alınması eğilimi ülkemizde de çeşitli girişimlerde bulunulmasına yol açmıştır. Örneğin, mülga 2499 sayılı SPKn’na 03.02.2011 tarih ve 6111 sayılı Kanun ile eklenen (g) bendi ile kaldırılacak işlemler sermaye piyasası faaliyeti sayılmak suretiyle düzenleme ve denetim kapsamına alınmıştır. Buna ek olarak 6362 sayılı SPKn’nda daha ileri düzenlemeler yer almış, türev araçlar sermaye piyasası aracı olarak sayılmış ve türev araçları düzenleme yetkisi Kurula verilmiştir. Ülkemizdeki merkezi takas kurumu olan Takasbank’ın merkezi karşı taraf olabilmesine ilişkin düzenlemeler, yatırımcı tazmin merkezinin tazmin kapsamının genişletilmesi, veri depolama kuruluşlarına ilişkin düzenlemeler, BİAŞ ile VOBAS’ın birleştirilmesine ilişkin düzenlemeler, tezgah üstü türev araçların gözetim altına alınmasına da hizmet edecek nitelikteki düzenlemeler olarak görülmektedir.

4.3.4. VİOP’ta İşlem Gören Sözleşmeler ve Piyasanın İşleyişi⁵⁵

VİOP’ta çeşitli dayanak varlıklar üzerine düzenlenmiş olan “vadeli işlem sözleşmeleri” ve “opsiyon sözleşmeleri” alınıp satılmaktadır.

VİOP’ta işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri aşağıda verilmiştir:

- Pay Vadeli İşlem Sözleşmeleri

⁵⁴ Yeni unvanı Borsa İstanbul A.Ş.’dir. “Borsa İstanbul Anonim Şirketi” 6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun yürürlüğe girmesiyle birlikte kurulmuş olup, esas sözleşmesinin 3/4/2013 tarihinde doğrudan tescil ve ilan edilmesiyle faaliyet izni almıştır.

⁵⁵ Bu bölümde Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Prosedürü ve Borsa İstanbul A.Ş. internet sitesinde yer verilen bilgilerden yararlanılmıştır.

- Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Fiziki Teslimatlı Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Kıymetli Madenler Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Enerji Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Yabancı Endeksler Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- 1 Aylık TLREF Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Fiziki Teslimatlı DİBS Vadeli İşlem Sözleşmeleri

VİOP'ta işlem gören opsiyon sözleşmeleri aşağıda verilmiştir:

- Pay Opsiyon Sözleşmeleri
- Endeks Opsiyon Sözleşmeleri
- DolarTL Opsiyon Sözleşmeleri
- Fiziki Teslimatlı DolarTL Opsiyon Sözleşmeleri

Piyasada işlem görecekt sözleşmelerin her biri için sistemde sözleşme kodu tanımlanır. Söz konusu sözleşme kodları aşağıdaki bilgileri içermekle birlikte, sözleşmelerin niteliğine göre kodlarda ilave bilgiler yer alabilir.

Vadeli işlem sözleşmelerinde sözleşme kodu; sözleşme grubu, gerekmesi halinde uzlaşma şekli kodu, dayanak varlık kodu, mini sözleşme bilgisi kodu ve vade tarihi bilgilerini içerir.

Vadeli İşlem Sözleşmeleri Sözleşme Kodu

Kod	Açıklama
F_	Sözleşme grubu (Vadeli İşlem Sözleşmeleri)
P_	Uzlaşma şekli kodu (P: Fiziki teslimat)
XAUTRY	Dayanak varlık kodu
M	Mini sözleşme bilgisi kodu
-	Fiziki Teslimatlı DİBS VİS için vade ayracı
0317	Vade tarihi (Örn. Mart 2017)

Opsiyon sözleşmelerinde sözleşme kodu ise; sözleşme grubu, gerekmesi halinde uzlaşma şekli kodu, dayanak varlık kodu, mini sözleşme bilgisi kodu, opsiyon tipi, vade tarihi, opsiyon sınıfı ve kullanım fiyatı bilgilerini içerir.

Opsiyon Sözleşmeleri Sözleşme Kodu

Kod	Açıklama
O_	Sözleşme grubu (Opsiyon Sözleşmeleri)
P_	Uzlaşma şekli kodu (P: Fiziki teslimat)
XU030	Dayanak varlık kodu
E	Opsiyon tipi (A: Amerikan - Sözleşme ile tanınan hak vade sonu dahil olmak üzere vade sonuna kadar herhangi bir tarihte kullanılabilir. E: Avrupa - Sözleşme ile tanınan hak vade sonunda kullanılabilir.)
0417	Vade tarihi (Örn. Nisan 2017)
C	Opsiyon sınıfı (C: Alım opsiyonu P: Satım opsiyonu)
1240.00	Kullanım fiyatı

Özsermaye hali uyarlamasına tabi olan ve böylelikle unsurları standart sözleşme unsurlarından farklılaşan pay vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde sözleşme kodlarının sonuna özsermaye hali uyarlamasına bağlı olarak ilgili sözleşmenin standart olmayan sözleşme olduğunu belirten bilgi (N1, N2, N3 vb.) ayrıca eklenir.

Vadeler arası strateji emirleri sözleşme kodu yerine özellikleri aşağıdaki gibi belirlenen strateji emri kodu kullanılarak Sisteme gönderilir.

Vadeler Arası Strateji Emri Kodu

Kod	Açıklama
F_	Vadeler arası strateji emri sözleşme grubu (Vadeli İşlem Sözleşmeleri)
XU030	Dayanak varlık kodu
M2-M1	Strateji emrinin hangi vade aylarını içerdiği (M1:en yakın vade ayı – M2: en yakın vadeden sonraki vade ayı)

Borsa tarafından tespit edilen limitler dahilinde vade tarihi ve kullanım fiyatı kullanıcılar tarafından belirlenerek oluşturulabilen esnek opsiyon sözleşmelerinin kodu aşağıdaki alanlardan oluşur.

Esnek Opsiyon Sözleşmeleri Sözleşme Kodu

Kod	Açıklama
TM_O_	Esnek opsiyon sözleşmesi
P_	Uzlaşma şekli kodu (P: Fiziki teslimat)
XU030	Dayanak varlık kodu
E	Opsiyon tipi (A: Amerikan - Sözleşme ile tanınan hak vade sonu dahil olmak üzere vade sonuna kadar herhangi bir tarihte kullanılabilir. E: Avrupa – Sözleşme ile tanınan hak vade sonunda kullanılabilir.)
250419	Vade tarihi (Örn. 25 Nisan 2019)
C	Opsiyon sınıfı (C: Alım opsiyonu P: Satım Opsiyon sınıfı opsiyonu)
1235.00	Kullanım fiyatı

Borsa tarafından tespit edilen limitler dahilinde vade tarihi kullanıcılar tarafından belirlenerek oluşturulabilen esnek vadeli işlem sözleşmelerinin kodu aşağıdaki alanlardan oluşur.

Esnek Vadeli İşlem Sözleşmeleri Sözleşme Kodu

Kod	Açıklama
TM_F_	Esnek vadeli işlem sözleşmesi
P_	Uzlaşma şekli kodu (P: Fiziki teslimat)
USDTRY	Dayanak varlık kodu
261020	Vade tarihi (Örn. 26 Ekim 2020)

Özsermaye hali uyarlamalarına konu olan esnek sözleşme kodlarının sonuna sözleşmenin standart olmayan sözleşme olduğunu belirten bilgi (N1, N2, N3 vb.) ayrıca eklenir.

VİOP'ta işlemler borsa üyesi aracı kurum ve bankalar vasıtasıyla yapılmaktadır. Yatırımcıların VİOP'ta doğrudan işlem yapabilmesi mümkün değildir. VİOP'ta işlem yapılabilmesi için, VİOP üyesi bir kuruluştaki hesap açılması, alım satım kararlarının üyeye ulaştırılması ve gerekli teminatın yatırılması yeterlidir.

Sisteme gönderilen emirlerin çok fiyat yöntemi ile eşleşmesi esnasında uygulanacak öncelik kuralları aşağıdaki gibidir:

a) Fiyat Önceliği Kuralı: Daha düşük fiyatlı satım emirleri, daha yüksek fiyatlı satım emirlerinden; daha yüksek fiyatlı alım emirleri, daha düşük fiyatlı alım emirlerinden önce karşılanır.

b) Zaman Önceliği Kuralı: Fiyat eşitliği halinde, zaman açısından işlem sistemine daha önce gelen emirler önce karşılanır.

Sisteme emir gönderilirken aşağıda belirtilen emir yöntemlerinden birinin seçilmesi zorunludur:

a) Limit: Belirlenen limit fiyat seviyesine kadar işlem gerçekleştirmek için kullanılan emir yöntemidir. Bu yöntem kullanıldığında fiyat ve miktar girilmesi zorunludur.

b) Piyasa⁵⁶: Emrin girildiği anda ilgili sözleşmede piyasada bulunan en iyi fiyatlı emirden başlayarak emrin karşılanması amacıyla kullanılan emir yöntemidir. “Piyasa” emir türü “Gerçekleşmezse İptal Et” ya da “Kalanı İptal Et” emir geçerlilik süreleri seçilerek Sisteme iletilir.

c) Piyasadan Limite: Piyasa emirleri gibi fiyatsız olarak sadece miktar belirtilerek girilen emirlerdir. Karşı taraftaki sadece en iyi fiyat kademesinde bekleyen emirlerle eşleşerek işleme dönüşürler. Ancak işleme dönüşmeyen kısım, gerçekleşen son işlem fiyatını alarak limit fiyatlı emre dönüşür ve emir defterinde beklemeye geçer. Sürekli işlem seansında girilen bir piyasadan limite emir, karşı tarafta bekleyen bir emir olmaması durumunda hemen iptal edilir.

İşlem günü bölümlerine göre girilebilecek emir yöntemleri VİOP Prosedürü ekinde yer almaktadır.

Bunların yanında, işlem gören vadeli işlem sözleşmelerinin farklı vade aylarına (spread fiyatıyla girilecek tek bir emir üzerinden) aynı anda ters yönlü otomatik iki emir gönderilmesine imkan sağlayan vadeler arası strateji emirleri ile emir girilirken belirtilen koşulun sağlandığı anda aktif hale gelen şarta bağlı emirler bulunmaktadır.

Şarta bağlı emirlerde koşul olarak, emrin girildiği veya aynı grupta yer alan başka bir sözleşmedeki son, en iyi alış ve en iyi satış fiyatı kullanılabilir. Şarta bağlı emirlerin özellikleri aşağıda yer almaktadır:

- i. Belirli bir fiyat (son fiyat, en iyi alış veya satış) koşuluna bağlı olarak girilirler.**
- ii. Belirlenen fiyat koşulundan emir girilmesi veya işlem gerçekleşmesi durumunda şarta bağlı emir aktif hâle gelir yani belirtilen koşul gerçekleştiğinde emir tetiklenir.**
- iii. Emrin girildiği anda aktivasyon koşulunu sağlayan bir emrin Sistemde bekliyor olması veya son işlem fiyatının aktivasyon koşulunu sağlıyor olması durumunda emir sisteme girildiği anda aktif hâle gelir.**
- iv. Emir aktif hâle gelene kadar emir defterinde yer almaz.**
- v. Emrin girildiği sözleşmeler ile koşul olarak kullanılan sözleşmelerin aynı grupta yer almaları gerekir. FixAPI aracılığıyla iletilen şarta bağlı emirlerde BISTECH sistemi içerisinde işlem gören diğer enstrümanlar koşul olarak kullanılabilir. Bu şekilde iletilen emirlerin emir detayları için FixAPI kanalından gelen mesajlar esas alınmalıdır. Kullanıcı menü hakları nedeniyle bu emirlere ilişkin bazı detaylar işlem terminallerinde gösterilmeyebilir. VİOP’ta işlem gören sözleşmelere dayanak varlık olması açısından Sistemde oluşturulmuş ancak işlem görmeyen enstrümanları (örneğin D_XU030D, D_USDTRY vb. gibi) koşul olarak kullanan şarta bağlı emirler, koşul sağlansa bile aktif hale gelmezler.**
- vi. Günlük fiyat limitleri dışında alt limit fiyatından daha düşük alış emirleri, üst limit fiyatından daha yüksek fiyatlı satış emirleri Sisteme gönderilebilir. Söz konusu emirler aktif hâle geldiği anda “Durdurulmuş” statüsü Sistem tarafından kabul edilir. Ayrıca şarta bağlı emirlerde günlük alt limit fiyatının altında satış, günlük üst limit fiyatının üstünde alış emirleri de girilebilir. Fiyat limitlerine ilişkin kontroller emir aktif hâle geldiği anda Sistem tarafından yapılır.**
- vii. Maksimum emir büyüklükleri ile fiyat adımına ilişkin kontroller emir girişi sırasında Sistem tarafından yapılır.**

Buna ek olarak sisteme gönderilecek emirlerde aşağıda belirtilen emir geçerlilik sürelerinden

⁵⁶ 1 Mart 2021 tarihi itibarıyla “Piyasa” emir yönteminin kullanılmasına izin verilmemektedir.

birinin seçilmesi zorunludur:

a) Gün: Emir, girildiği günde geçerlidir. Gün sonuna kadar eşleşmezse sistem tarafından otomatik olarak iptal edilir.

b) İptale Kadar Geçerli: Emir iptal edilene kadar geçerlidir. Bu emir süresi seçildiğinde, emrin iptal edilmediği ve eşleşmediği durumda, emir sözleşmenin vade sonuna kadar geçerli olur ve vade sonunda Sistem tarafından otomatik olarak iptal edilir.

c) Tarihli: Emir, sisteme girilirken belirtilen tarihe kadar geçerlidir. Belirtilen tarihe kadar eşleşmezse ya da iptal edilmezse, bu tarihte gün sonunda sistem tarafından otomatik olarak iptal edilir. Sistemde, sözleşmenin vade sonundan daha ileri bir tarih girilmesine izin verilmez.

ç) Gerçekleşmezse İptal Et: Girildiği veya aktif olduğu anda, pasifte karşı tarafta bekleyen emirlerin durumuna göre emrin tamamının gerçekleşmesi, aksi takdirde tamamının iptal edilmesi için kullanılan emir türüdür.

d) Kalanı İptal Et: Girildiği veya aktif olduğu anda, pasifte karşı tarafta bekleyen emirlerin durumuna göre emrin tamamının veya bir kısmının gerçekleşmesi, gerçekleşmeyen kısmının iptal edilmesi için kullanılan emir türüdür.

Günlük fiyat limitleri dışında alt limit fiyatından daha düşük alış emirleri, üst limit fiyatından daha yüksek fiyatlı satış emirleri sisteme gönderilebilir. Gerçekleşmezse İptal Et ve Kalanı İptal Et emir geçerlilik süresine sahip olanlar dahil söz konusu emirler “Durdurulmuş” statüyle Sistem tarafından kabul edilmekte olup, fiyat değişim limitleri içine girdiklerinde aktif hâle gelerek işleme konu olurlar ve geçerlilik süreleri/gerçekleşme koşulları emirler aktif olduğu anda kontrol edilir.

Piyasa üyelerinin temsilcileri/baş temsilcileri emirlerini kendi isteği ile askıya alıp gün içerisinde istediği zaman tekrar aktif hâle getirebilirler. Ayrıca piyasa üyelerinin talebi halinde kullanıcılarının bağlantılarının kopması gibi belirli koşullar için kullanıcıları tarafından girilmiş olan tüm emirlerin sistem tarafından otomatik olarak askıya alınabilmesi amacıyla sistemde gerekli tanımlamalar Borsa tarafından yapılabilir. Emirlerin askıya alınması sistem açısından emrin iptal edilmesi ile eşdeğerdir. Askıya alınan emirler yalnızca temsilcilerin/baş temsilcilerin bilgisayarlarında tutulmakta ve istenilirse tekrar sisteme gönderilebilmektedir. Aktif hâle getirilen emirler zaman önceliğini kaybedip yeni bir emir numarası alırlar ve emir defterinde yeniden sıralanırlar. Emirler sadece işlem terminali kullanıcıları vasıtasıyla askıya alınabilir. Bununla birlikte, FixAPI Drop-copy kullanıcıları inaktif edilen emirler ile ilgili mesajları alabilecektir. İşlem terminali kullanıcıları emir girişi ekranı aracılığıyla inaktif emirler oluşturabilecek, istedikleri anda emirleri aktifleştirmek suretiyle Sisteme iletebileceklerdir.

Sistemde açık olarak bekleyen emirler ya da kısmi olarak gerçekleşmiş olan emirlerin gerçekleşmemiş olarak bekleyen kısımları günlük iş akışında belirtilen süreler içerisinde iptal edilebilir ya da askıya alınabilir. Temsilciler kendi emirlerini, baş temsilciler ise yetkilendirildikleri Piyasa üyesine ait tüm emirleri, yetkili Borsa personeli ise sistemdeki tüm emirleri iptal edebilir ya da askıya alabilir.

İşlem öncesi risk yönetimi çerçevesinde, emirler sistem tarafından iptal edilebilir. Ayrıca piyasada işlem yapma yetkileri geçici olarak kaldırılanlara veya kapatılanlara ait “iptale kadar geçerli” ya da “tarihli” emirler, Borsa tarafından başka bir uyarıya gerek kalmaksızın sistemden silinir.

VİOP’ta kullanılan fiyatlara ilişkin tanımlara aşağıda yer verilmektedir:

- Alış fiyatı: Herhangi bir ürünün alınması için alıcının teklif etmiş olduğu fiyattır.
- Satış fiyatı: Herhangi bir ürünün satılması için satıcısının teklif etmiş olduğu fiyattır.
- Ortalama fiyat: Alım satım konu olan ürünün, bir seans içerisinde gerçekleşen işlemlerde oluşan fiyatlarının aritmetik ortalamasıdır.
- Ağırlıklı ortalama fiyat: Alım satım konu ürünün, bir seans içerisinde gerçekleşen işlemlere ilişkin fiyatlarının, ilgili fiyatlardan gerçekleşen işlem hacimleri ile ağırlıklandırılarak hesaplanan ortalamasıdır.

- Cari fiyat: Alım satıma konu ürünün içinde bulunulan anda gerçekleşen işlem fiyatıdır.
- Kapanış fiyatı: Alım satıma konu ürünün seans sonunda gerçekleşen son işlem fiyatıdır.
- En düşük fiyat: Alım satıma konu ürünün seans süresi içerisinde en düşük fiyatla gerçekleşen işlem fiyatıdır.
- En yüksek fiyat: Alım satıma konu ürünün seans süresi içerisinde en yüksek fiyatla gerçekleşen işlem fiyatıdır.
- Uzlaşma fiyatı: Vadeli işlem ve opsiyon piyasalarında alım satıma konu sözleşmelerde gün sonunda teminatların güncellenmesi ve geçici kar zararların hesaplanmasında baz alınan değerlendirme fiyatıdır. Bu fiyat kapanış fiyatından farklı olabilir.
- Son işlem günü (vade sonu) uzlaşma fiyatı: Vadeli işlem ve opsiyon piyasalarında işlem gören sözleşmelerde işlemlerin yapılabildiği son işlem günü sonunda tarafların yükümlülüklerini yerine getirmesinde baz alınacak uzlaşma fiyatıdır.
- Spot fiyat: Spot işlemlerde o an için geçerli piyasa fiyatıdır.
- Vadeli fiyat: Alım satıma konu ürünün fiyatının bugünden tespit edilerek teslim ve tesellümün gelecekte yapılacağı sözleşmelerde (vadeli işlemlerde) belirlenen fiyattır. Vadeli fiyat taşıma maliyetini de içerir.
- Kullanım fiyatı: Bir ürünü belli bir vadede veya belli bir vadeye kadar alma veya satma hakkı veren opsiyon sözleşmelerinde alım veya satımda uygulanacak fiyattır.

VİOP işlemlerinin takası T günü seans sonu ile birlikte başlar. Fiziki teslimata konu olan pay vadeli ve pay opsiyon sözleşmelerinde vade sonunda takas yükümlülüğünün Pay Piyasası esaslarına göre yerine getirilmesi gerekmektedir. Elektronik Ürün Senetlerine (ELÜS) dayalı fiziki teslimata konu vadeli işlem sözleşmelerinde ise vade sonunda yükümlülükleri dolayısıyla kıymet borcu bulunan üye ilgili borcunu MKK sisteminde yerine getirir. Kıymet borcunu tamamlayan üye nakit alacağı Takasbank nezdindeki serbest hesabına aktarılır. Nakit borcu olan üye, ilgili yükümlülüğünü Takasbank nezdindeki serbest hesabı aracılığıyla yerine getirir. ELÜS fiziki teslimat yükümlülükleri hesap bazında netleştirilir ve şartlı virman sistemi ile takas sonuçlandırılır. Takas son saati vade sonunu takip eden beşinci işlem günü saat 17:00'dır.

Vadeli işlem sözleşmelerinde kar ve zararlar uzlaşma fiyatına göre gün sonunda hesaplanır ve teminat hesaplarına yansıtılır. Opsiyon işlemlerinde ise, ödenen veya alınan prim tutarı işlem günü hesabın bulunması gereken toplam teminatına etki eder. İlgili hesap net opsiyon primi alacaklı ise, bu tutar portföydeki diğer pozisyonlar veya alınacak yeni pozisyonlar için kullanılabilir. Primi işlem yapıldığında ödenen opsiyon işlemleri için gün sonunda kar/zarar hesaplaması yapılmaz.

Pay vadeli işlem, pay opsiyon, fiziki teslimatlı DolarTL vadeli işlem, fiziki teslimatlı DolarTL opsiyon, fiziki teslimatlı DİBS vadeli işlem ve ELÜS'e dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin vade sonu uzlaşma yöntemi olarak fiziki teslimat uygulanırken diğer vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin uzlaşma yöntemi nakdi uzlaşıdır. Nakdi uzlaşılı vadeli işlem sözleşmeleri için vade sonunda oluşan kar/zarar nakdi olarak taraflar arası el değiştirir. Nakdi uzlaşılı opsiyonlar için ise vade sonundaki oluşan kar/zarar, opsiyonun kullanım fiyatıyla vade sonunda oluşan uzlaşma fiyatı arasındaki fark kadardır ve ilgili hesaplara kullanım kar/zararı olarak yansıtılır. Fiziki teslimat ile son bulan opsiyon sözleşmeleri için kullanım kar/zararı hesaplanmaz.

VİOP'ta yapılan işlemler Karşı Taraf Riskini en aza indirmek üzere 3 Mart 2014 tarihinde Merkezi Karşı Taraf olan Takasbank'ın güvencesi altına alınmıştır. Merkezi Karşı Taraf Hizmeti, Takasbank'ın, alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı ise alıcı konumuna geçerek, bu hizmeti verdiği piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin takasının tamamlanmasını teminat, garanti fonu ve tahsis edeceği sermayesi ile garanti ettiği hizmettir. Merkezi Karşı Taraf olan Takasbank, VİOP'ta portföy bazlı teminatlandırma yöntemini kullanır. Portföy bazında teminat hesaplamasına esas teşkil edecek parametreler Takasbank tarafından belirlenir ve duyurulur. Takasbank, portföy bazında teminatlandırma işlemlerinde portföy bazlı risk yönetimi algoritmasını baz alan BISTECH Marjın Yöntemini kullanır. VİOP'ta her işlem sonrası hesap bazında teminat yeterliliği kontrolü yapılırken, kullanılabilir teminatı

yetersiz hesapların sadece pozisyon kapatıcı emir girişlerine izin verilmektedir. Hesap bazında teminat kontrolü yapılması ve işlemlerin merkezi karşı taraf garantisinde bulunması da VİOP'un güvenli ve şeffaf bir piyasa olmasını sağlamaktadır.

4.3.4.1. Vadeli İşlem Sözleşmeleri⁵⁷-Örnek

Her vadeli işlem sözleşmesinde uzun ve kısa olmak üzere iki taraf vardır. Vadeli işlem sözleşmesinde uzun taraf dayanak malı alma yükümlülüğüne sahip olan, kısa taraf ise bunu teslim etmekle yükümlü olan taraftır. Uzun pozisyon almış olan bir yatırımcı fiyatların artması halinde kar elde ederken, kısa pozisyon almış olan bir yatırımcı fiyatların düşmesi sonucunda karlı duruma geçecektir.

Örnek olması açısından VİOP'da işlem gören BIST 30 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmelerinin unsurları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 5.3.: BIST 30 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri	
Dayanak Varlık	BIST 30 Fiyat Endeksi
Sözleşme Büyüklüğü	Her bir endeks vadeli işlem sözleşmesi 10 adet dayanak varlığı temsil eder. (Örneğin (BIST 30 Endeksi)*10 TL=(8.240,00)*10=82.400,00 TL)
Fiyat Kotasyonu ve Minimum Fiyat Adımı	Emir defterinde fiyat teklifleri 1 adet dayanak varlık bazında gösterilir. Diğer bir ifadeyle, işlem sisteminde bir adet dayanak varlık için verilen fiyat üzerinden girilir. Sözleşme fiyatı, virgülden sonra iki basamak olacak şekilde işlem sistemine girilir (Örnek: 8.240,25) ve bir defada gerçekleşebilecek en küçük fiyat adımı 0,25'dir (Örnek: 8.240,25; 8.240,50 vb.). Miktar teklifleri bir adet sözleşme ve katları şeklinde girilir.
Vade Ayları	Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık. Piyasada aynı anda, içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Bu üç vade ayından biri Aralık değilse, Aralık vade ayı ayrıca işleme açılır.
Uzlaşma Şekli	Nakdi uzlaşma

⁵⁷ Bu bölümün hazırlanmasında Borsa İstanbul A.Ş.'nin <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/117/vadeli-islem-sozlesmeleri> web sayfasında yer alan bilgilerden yararlanılmıştır

Günlük Uzlaşma Fiyatı	Seans sonunda hesapların güncellenmesinde kullanılan günlük uzlaşma fiyatı aşağıdaki şekilde hesaplanır ve en yakın fiyat adımına yuvarlanır: a) Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir. b) Eğer son 10 dakika içerisinde ondan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son on işlemin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı alınır. c) Seans içerisinde ondan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı, d) Seans içerisinde hiç işlem yapılmamışsa, bir önceki günün uzlaşma fiyatı günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir. Seans sonunda yukarıda belirtilen yöntemlere göre günlük uzlaşma fiyatının hesaplanamaması veya hesaplanan fiyatın piyasayı doğru yansıtmadığına kanaat getirilmesi durumunda, aşağıda belirtilen yöntemler tek başına ya da birlikte kullanılarak günlük uzlaşma fiyatı tespit edilebilir. a) Seans sonundaki en iyi alış ve satış kotasyonlarının ortalaması, b) Dayanak varlığın spot fiyatı veya sözleşmenin diğer vade ayları için geçerli olan günlük uzlaşma fiyatları da dikkate alınarak hesaplanacak “teorik” fiyatlar. Özel İşlem Bildirimleri yukarıdaki hesaplamalara dahil edilmez. Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından günlük uzlaşma fiyatının değiştirilme durumu saklıdır.
Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı	Vade sonu uzlaşma fiyatı, dayanak varlık olarak kabul edilen BIST 30 Endeksinin son işlem gününde spot piyasada seansa sürekli müzayedenin son 30 dakikası süresince ilan edilen endeks değerlerinin zaman ağırlıklı ortalaması ile BIST 30 Endeks kapanış değerinin sırasıyla %80 ve %20 oranlarıyla ağırlıklandırılması ile hesaplanan değer en yakın fiyat adımına yuvarlanması ile elde edilen değerdir. Son işlem gününde, spot piyasada seansın ve/veya kapanış seansının kısmen veya tamamen kapalı olması veya spot piyasada endeks değerinin hesaplanamaması durumunda vade sonu uzlaşma fiyatı, Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından belirlenir.
Son İşlem Günü	Her vade ayının son iş günü. Yurt içi piyasaların resmi tatil nedeniyle yarım gün olması durumunda son işlem günü bir önceki iş günüdür.
Vade Sonu	Her vade ayının son iş günü. Yurt içi piyasaların resmi tatil nedeniyle yarım gün olması durumunda vade sonu bir önceki iş günüdür.
Takas Süresi	Takas süresi T+1 olarak uygulanır. Zararlar hesaplardan T günü sonunda tahsil edilirken, karlar hesaplara T günü sonunda aktarılır.

Baz Fiyat ve Günlük Fiyat Değişim Limiti	Baz fiyat, günlük fiyat değişim limitlerinin hesaplanmasında kullanılan ve sözleşmenin işleme açıldığı gün Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından belirlenen fiyat, diğer işlem günleri için ise bir önceki günün uzlaşma fiyatıdır. Akşam seansında işlem gören sözleşmelerin baz fiyatı, normal seans sonunda hesaplanan uzlaşma fiyatıdır. Günlük fiyat değişim limiti, her bir sözleşme için belirlenen baz fiyatın $\pm\%15$ 'i*, akşam seansında $\pm\%3$ 'üdür. Bu yöntemle hesaplanan alt veya üst limitin fiyat adımına tekabül etmemesi halinde üst limit bir alt fiyat adımına, alt limit ise bir üst fiyat adımına yuvarlanır.
İşlem Saatleri	İşlemler BORSA İSTANBUL A.Ş. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON PİYASASI PROSEDÜRÜ Ek/3 te verilen süre içinde gerçekleştirilmektedir.
İşlem Teminatı Esasları	Takas Mevzuatı çerçevesinde belirlenir.

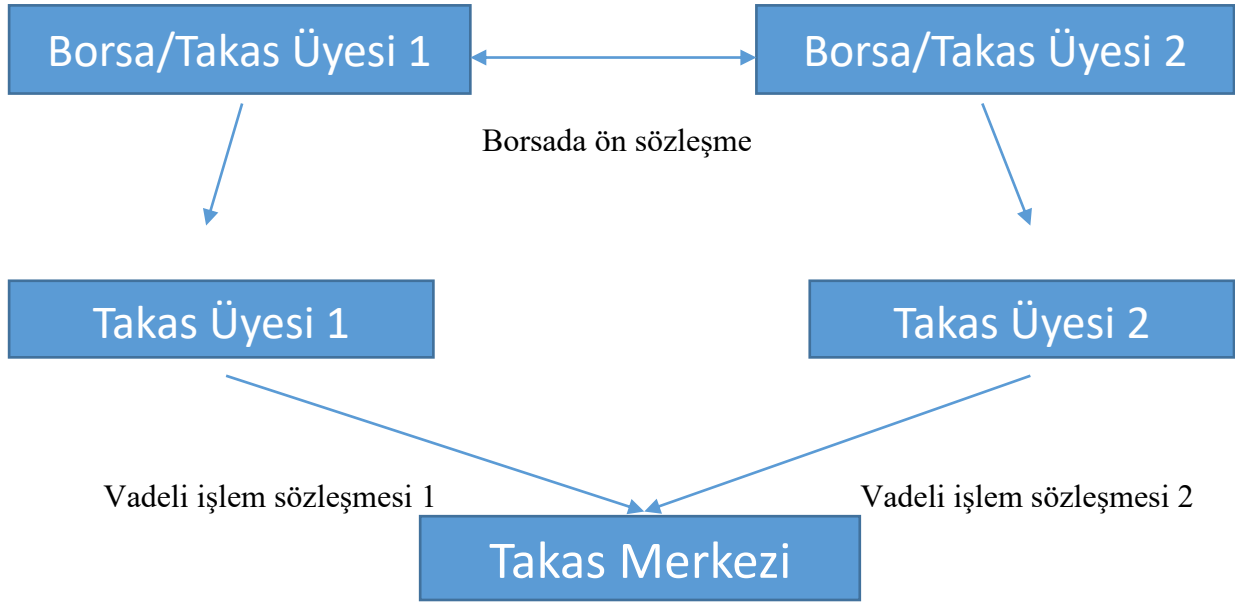
() 12/03/2020 tarihli ve 2020/20 sayılı Borsa Duyurusu ile pay endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde uygulanan günlük fiyat değişim limitleri ikinci bir duyuruya kadar geçerli olmak üzere $\pm\%10$ olarak uygulanmaktadır.

KAYNAK: BORSA İSTANBUL A.Ş. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON PİYASASI PROSEDÜRÜ.

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere vadeli işlem sözleşmesine ilişkin birçok unsurun önceden belirlenmiş olması sebebiyle taraflar hangi paket sözleşmeyi yapmak istediklerini belirledikten sonra, sözleşmeye ilişkin olarak sadece fiyat konusunda tercih yapabilmektedirler. Bir vadeli işlem sözleşmesinin tarafları birbirlerini tanımazlar, buna gerek de yoktur.

Vadeli işlem sözleşmesi alım satım sürecinin işleyişi aşağıdaki şekilde açıklanabilir. Borsa üyeleri⁵⁸ müşterilerinden aldıkları vadeli işlem sözleşmesi yapma talimatını, talimatta belirli sınırlar içerisinde yerine getirirler. Fiyat konusunda anlaşılması ile tarafların karşılıklı iradeleri eşleşir ve böylelikle bir vadeli işlem sözleşmesine yönelik bir ön sözleşme kurulmuş olur. Aşağıda işleyişi anlatılan teminatın yatırılması ile birlikte devreye takas merkezi girer ve alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı yükümlülüklerini (pozisyonunu) üstlenerek sözleşmede alıcı ve satıcının karşı tarafı haline gelir. İki borsa üyesi arasındaki tek bir sözleşme varken bu aşamada takas merkezi her iki tarafın karşı tarafı haline gelir ve artık birbirinin simetrisi olarak tanımlanabilecek olan iki sözleşme kurulur. Bu aşamayla birlikte tarafların her türlü hak ve borçlarının muhatabı takas merkezidir. Vadeli işlem sözleşmelerinin gerçekleştirilmesinde önce borsa/takas üyeleri arasında, sonra da ilk aşamada üzerinde anlaşılan hususlara bağlı olarak takas merkezi ile takas üyesi arasında iki aşamalı üçlü bir ilişkinin olduğu söylenebilir. Ancak bahsedilen bu aşamalar ancak konunun anlaşılması açısından teorik bir önem taşımakta, işlemlerin elektronik olarak gerçekleştirildiği borsalarda bahsedilen bu aşamalar saniyeler içerisinde gerçekleşmektedir.

⁵⁸ Söz konusu borsa üyesi, duruma göre aynı zamanda takas merkezi nezdinde kurulmuş olan sözleşmeye bağlı işlem gerçekleştirme yetkisi tanınmış takas üyesi de olabilir. Böyle olmadığı durumlarda borsa üyelerinin takas merkezi nezdindeki bu işlemleri başka bir takas üyesi üzerinden yapmaları gerekmektedir.

Vadeli İşlem Sözleşmesi Alım Satım Süreci**4.3.4.2. Opsiyon Sözleşmeleri**

Opsiyon sözleşmesi, iki taraf arasında yapılan ve alıcıya, ödeyeceği belli bir tutar (opsiyon primi) karşılığında, belirli bir vadeye kadar (veya belirli bir vadede), bugünden belirlenen bir fiyat (kullanım fiyatı) üzerinden opsiyona dayanak teşkil eden bir malı, kıymeti veya finansal göstergiyi satın alma veya satma hakkı tanıyan, satıcıya da alıcının bu sözleşmeden doğan hakkını kullanması durumunda sözleşmeye dayanak teşkil eden malı, kıymeti veya finansal göstergiyi satma veya alma yükümlülüğü getiren sözleşmedir.

Örnek olması açısından VİOP’da işlem gören BIST 30 Endeks Opsiyon Sözleşmelerinin önceden belirlenmiş unsurları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 5.4.: BIST 30 Endeks Opsiyon Sözleşmeleri	
Dayanak Varlık	BIST 30 Fiyat Endeksi
Opsiyon Sınıfı	Alım ve Satım Opsiyonları
Opsiyon Tipi	Avrupa (Sözleşme ile tanınan hak vade sonunda kullanılabilir)
Sözleşme Büyüklüğü	Her bir endeks opsiyon sözleşmesi 10 adet dayanak varlığı temsil eder. (Örneğin (BIST 30 Endeksi)*10 TL = (8.240,00)*10 = 82.400,00 TL.)
Fiyat Kotasyonu ve Minimum Fiyat Adımı	Fiyat, yukarıdaki yöntemle hesaplanan bir adet dayanak varlığın opsiyon primi olarak, virgülden sonra iki basamak olacak şekilde işlem sistemine girilir. Minimum fiyat adımı 0,01’dir. Miktar teklifleri bir adet sözleşme ve katları şeklinde girilir.
Vade Ayları	Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık. Piyasada aynı anda, içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür.

	Standart vade aylarına ek olarak, en fazla 180 güne kadar esnek vade tarihli sözleşmeler kullanıcılar tarafından işleme açılabilir.
Uzlaşma Şekli	Nakdi uzlaşma
Günlük Uzlaşma Fiyatı	Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı aşağıdaki şekilde hesaplanır ve en yakın fiyat adımına yuvarlanır: a) Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı, b) Eğer son 10 dakika içerisinde ondan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son on işlemin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı, c) Seans içerisinde ondan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı, d) Seans içerisinde hiç işlem yapılmamışsa, dayanak varlık ve dayanak varlığa bağlı diğer sözleşmelerdeki fiyatlar dikkate alınarak hesaplanan teorik fiyatlar günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir. Seans sonunda yukarıda belirtilen yöntemlere göre günlük uzlaşma fiyatının hesaplanamaması veya hesaplanan fiyatların piyasayı doğru olarak yansıtmadığına kanaat getirilmesi halinde Borsa tarafından, teorik fiyat, bir önceki günkü uzlaşma fiyatı veya seans sonundaki en iyi alış ve satış fiyatları dikkate alınarak günlük uzlaşma fiyatı tespit edilebilir. Özel İşlem Bildirimleri yukarıdaki hesaplamalara dahil edilmez. Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından günlük uzlaşma fiyatının değiştirilme durumu saklıdır.
Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı	Alım opsiyonları için vade sonu uzlaşma fiyatı, dayanak varlık olarak kabul edilen BIST 30 Endeksinin son işlem gününde spot piyasadaki seansta sürekli müzayedenin son 30 dakikası süresince ilan edilen değerlerinin zaman ağırlıklı ortalaması ile BIST 30 Endeksinin kapanış değerinin sırasıyla %80 ve %20 oranlarıyla ağırlıklandırılması ile hesaplanan değer (BIST 30 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri için ilgili vade ayı için hesaplanan vade sonu uzlaşma fiyatı) ile opsiyon kullanım fiyatı arasındaki farkın en yakın fiyat adımına yuvarlanması sonucunda bulunur. Satım opsiyonları için vade sonu uzlaşma fiyatı, opsiyon kullanım fiyatı ile dayanak varlık olarak kabul edilen BIST 30 Endeksinin son işlem gününde spot piyasadaki seansta sürekli müzayedenin son 30 dakikası süresince ilan edilen değerlerinin zaman ağırlıklı ortalaması ile BIST 30 Endeksinin kapanış değerinin sırasıyla %80 ve %20 oranlarıyla ağırlıklandırılması ile hesaplanan değer (BIST 30 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri için ilgili vade ayı için hesaplanan vade sonu uzlaşma fiyatı) arasındaki farkın en yakın fiyat adımına yuvarlanması sonucunda bulunur. Son işlem gününde, spot piyasada seansın ve/veya kapanış seansının kısmen veya tamamen kapalı olması veya spot piyasada endeks değerinin hesaplanamaması durumunda vade sonu uzlaşma fiyatı, Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından belirlenir.

Son İşlem Günü	Standart vade ayları için her vade ayının son iş günüdür. Esnek vade tarihli sözleşmeler için son işlem günü sözleşmenin vade tarihidir. Yurt içi piyasaların resmi tatil nedeniyle yarım gün olması durumunda son işlem günü bir önceki iş günüdür.																						
Vade Sonu	Standart vade ayları her vade ayının son iş günüdür. Esnek vade tarihli sözleşmeler için vade sonu sözleşmenin vade tarihidir. Yurt içi piyasaların resmi tatil nedeniyle yarım gün olması durumunda vade sonu bir önceki iş günüdür.																						
Takas Süresi	Takas süresi T+1 olarak uygulanır. Prim borçları hesaplardan T günü tahsil edilir, prim alacakları hesaplara T günü aktarılır.																						
Günlük Fiyat Değişim Limiti	Baz fiyat, günlük fiyat değişim limitlerinin hesaplanmasında kullanılan ve sözleşmenin işleme açıldığı gün Takasbank tarafından belirlenen teorik fiyat, diğer işlem günleri için ise bir önceki günün uzlaşma fiyatıdır. Günlük fiyat değişim limitleri BORSA İSTANBUL A.Ş. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON PİYASASI PROSEDÜRÜ Ek/14 te belirtildiği şekilde uygulanmaktadır.																						
Kullanım Fiyatları	İşlem sisteminde oluşturulan sözleşmelerin kullanım fiyatları aşağıdaki tabloya göre belirlenir. <table border="1"> <thead> <tr> <th>Kullanım Fiyatı Aralığı (TL)</th><th>Kullanım Fiyat Adımı (TL)</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0,01-99,99</td><td>1,00</td></tr> <tr> <td>100,00-249,99</td><td>2,50</td></tr> <tr> <td>250,00-499,99</td><td>5,00</td></tr> <tr> <td>500,00-999,99</td><td>10,00</td></tr> <tr> <td>1.000,00-2.499,99</td><td>25,00</td></tr> <tr> <td>2.500,00-4.999,99</td><td>50,00</td></tr> <tr> <td>5.000,00-9.999,99</td><td>100,00</td></tr> <tr> <td>10.000,00-24.999,99</td><td>250,00</td></tr> <tr> <td>25.000,00-49.999,99</td><td>500,00</td></tr> <tr> <td>50.000,00 ve üzeri</td><td>1.000,00</td></tr> </tbody> </table>	Kullanım Fiyatı Aralığı (TL)	Kullanım Fiyat Adımı (TL)	0,01-99,99	1,00	100,00-249,99	2,50	250,00-499,99	5,00	500,00-999,99	10,00	1.000,00-2.499,99	25,00	2.500,00-4.999,99	50,00	5.000,00-9.999,99	100,00	10.000,00-24.999,99	250,00	25.000,00-49.999,99	500,00	50.000,00 ve üzeri	1.000,00
Kullanım Fiyatı Aralığı (TL)	Kullanım Fiyat Adımı (TL)																						
0,01-99,99	1,00																						
100,00-249,99	2,50																						
250,00-499,99	5,00																						
500,00-999,99	10,00																						
1.000,00-2.499,99	25,00																						
2.500,00-4.999,99	50,00																						
5.000,00-9.999,99	100,00																						
10.000,00-24.999,99	250,00																						
25.000,00-49.999,99	500,00																						
50.000,00 ve üzeri	1.000,00																						

	Dayanak varlık olan endekslerin bir önceki işlem gününde spot piyasadaki seansta oluşan kapanış değeri baz alınarak teorik fiyat hesaplama yöntemi kullanılmak suretiyle her bir vade ayı için başabaşta kullanım fiyatı seviyeleri belirlenir ve biri “başabaşta”, ikisi “karda”, sekizi “zararda” olmak üzere onbir farklı kullanım fiyatı seviyesinden sözleşmeler işleme açılır. Standart kullanım fiyatlarına ek olarak, işleme açık sözleşmelerin standart vadeleri içerisindeki en düşük/en yüksek standart kullanım fiyatlarının %20 altı/üstü fiyat seviyesi arasında olmak kaydıyla esnek kullanım fiyatlı sözleşmeler kullanıcılar tarafından işleme açılabilir.
İşlem Saatleri	İşlemler BORSA İSTANBUL A.Ş. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON PİYASASI PROSEDÜRÜ Ek/3 te verilen süre içinde gerçekleştirilmektedir.
İşlem Teminatı Esasları	Takas Mevzuatı çerçevesinde belirlenir.

KAYNAK: BORSA İSTANBUL A.Ş. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON PİYASASI PROSEDÜRÜ.

Organize borsalarda işlem gören opsiyon sözleşmelerinin teminatlandırma sistemi vadeli işlem sözleşmelerine nazaran farklı işlemektedir. Opsiyon alıcısı opsiyon primini ödeme yükümlülüğü altındayken, opsiyon satıcısı teminatlandırma uygulamasına tabidir. Zira opsiyon sözleşmesinin kurulması ile birlikte opsiyon sahibi için opsiyon primi ödeme borcu kesin olarak doğarken, vade tarihinde dayanak varlığın piyasa fiyatına göre opsiyonun alıcısı tarafından opsiyonun kullanılmasına karar verilmesi halinde, sözleşme şartları çerçevesinde opsiyon satıcısının yükümlülüğü doğmaktadır.

ÖRNEK SORULAR

1. Aşağıdakilerden hangisinin fiyatı bir başka ürünün fiyatına bağlıdır? (2014 I. Dönem)

a) Türev

b) Pay senedi

c) Tahvil

d) Bono

e) Faiz

2. Aşağıdakilerden hangisi vadeli işlemlerin gerçekleştirildiği piyasalara ilişkin sınıflandırmalardan biridir? (2013 II. Dönem)

a) Birincil Piyasa-İkincil Piyasa

b) Tezgah üstü Piyasa-Organize Piyasa

c) Spot Piyasa-Gelecek Piyasa

d) Tezgah üstü Piyasa-Spot Piyasa

e) Nakit Piyasa-Spot Piyasa

3. Aşağıdakilerden hangisi vadeli işlem sözleşmelerinden biri değildir? (2013 II. Dönem)

a) Akreditif Sözleşme

b) Alivre (Forward) Sözleşmesi

c) Swap Sözleşmesi

d) Opsiyon Sözleşmesi

e) Futures Sözleşmesi

5. KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI

Kamu maliyesi kapsamında borçlanma genellikle bütçe açığının finansmanında kullanılmaktadır. Ancak borçlanma oluşturduğu faiz yükü nedeniyle bütçe harcamalarını da artıran bir unsurdur. Bu açıdan borçlanma ve bütçe politikaları karşılıklı etkileşime sahiptir (Cangöz ve Balıbek, 2012).

Geniş tanımıyla kamunun gelir ve giderleri arasında farkın yani kamu açıklarının giderilmesi yöntemlerinden biri olan borçlanmanın, bütçe haricinde de ekonomi üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Borcun milli gelire oranı olan borç yükünün aşırı artmasının bir sonucu olarak yatırımcıların risk algıları ve yatırım kararları negatif etkilenebilmektedir. Bu durum yatırımlar yoluyla büyüme ve istihdamı olumsuz etkilemektedir (Özyıldız, 2020). Bu açıdan borcun analizi, risk değerlendirmesi ve borç yönetimi gibi başlıklar ekonomide karar alıcılar ve politika yapıcılar için önem arz eden konuların başında gelmektedir.

Ülkelerin sektörel bazda (hanehalkı, finansal ve finansal olmayan şirketler ile kamu) borçları Uluslararası Finans Enstitüsü⁵⁹ (IIF) tarafından yayımlanmaktadır. Borç yönetiminde ve borçla ilgili yapılacak analizlerde hangi borcun (iç borç-dış borç ayrımı) hangi sektöre ait olduğunun, borcun yapısı ve vadesi gibi hususların belirlenmesi gerekmektedir.

5.1. KAMUNUN BORÇLANMASI

Klasik devlet anlayışından modern devlet anlayışına geçişle birlikte, devlete düşen görevler artmıştır. Temel nitelikteki dışarda devlete yüklenen mali, ekonomik ve sosyal fonksiyonların artmasına bağlı olarak kamu giderlerinde de artış kaçınılmaz olmuştur. Az gelişmiş ülkelerde kamu harcamalarının artışı, geniş ölçüde birçok hizmetin devlet tarafından yapılması şeklinde belirlenirken, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik ve siyasal politikaların daha çok kamusal refahın sağlanmasına yönelik olarak kullanılmasından kaynaklanmaktadır. Diğer yandan, ülkelerin gelişmişlik seviyesi ilerledikçe daha çok nitelikli kamu hizmeti talep edilmektedir. Dolayısıyla halkın kamu hizmetlerine yönelik bu tür talepleri kamu harcamalarını artırıcı etki doğurmaktadır. Bu artan harcamalar ise daha fazla gelir elde etme ihtiyacını beraberinde getirmiştir.

Kamu harcamalarının görünüşte⁶⁰ artış nedenleri şunlardır:

- Paranın satın alma gücündeki azalma (enflasyon)
- Bütçeleme tekniğinde meydana gelen değişimler (Harcamaların gösterilme yöntemlerinin değişmesi)

- Aynı ekonomiden para ekonomisine geçiş

Kamu harcamalarının gerçekte artış nedenleri ise şunlardır:

- Ekonomik büyüme,
- Savaş ve savunma harcamaları,
- Bilimsel ve teknolojik gelişmeler,
- Devlet anlayışındaki değişimler

⁵⁹ Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF), finans sektörünün küresel düzeydeki birliği olup, 60'tan fazla ülkeden gelen yaklaşık 400 üyesi bulunmaktadır. (<https://www.iif.com/About-Us>)

⁶⁰ Kamu harcamalarının görünüşte artışı, harcamaların parasal olarak artmasına karşın, sunulan hizmet kalite ve miktarında herhangi bir değişikliğin meydana gelmemesidir.

Kamu harcamalarının gerçekte artışı ise harcama tutarının artması ile birlikte yerine getirilen kamu hizmetlerinin miktar ve kalitesinin de artmasıdır.

- Nüfus artışı ve demografik değişiklikler

Kamu harcamalarının finansmanı konusunda devletin üç temel alternatifi içerisinde en önemli ve sağlam kaynağı *vergilerdir*. Ancak, kamu harcamalarının sürekli artma eğiliminde olması; buna karşılık vergi gelirlerinin aynı oranda artırılamaması, yeni gelir kaynakları bulma zorunluluğunu ortaya çıkarmıştır. İkinci alternatif kaynak *emisyon* yani para basmaktır. Emisyon ile finansmanın özellikle enflasyon ile mücadele eden ülkelerde çok riskli olduğu da bilinen bir gerçektir. Bu nedenle her zaman başvurulabilecek bir yöntem değildir. Üçüncü alternatif ise *devletin borçlanmasıdır*. Devlet, artan kamu harcamalarının finansmanında kullanılmak üzere çeşitli kaynaklardan borçlanma yoluna başvurabilir.

Devletin borçlanma yolunu seçmesinin temel gerekçesi artan kamu harcamalarının finansmanı olmakla birlikte, devletin borçlanma yolunu seçmesinin çeşitli başka gerekçeleri de bulunabilir. Bunlar şöyle sınıflandırılabilir:

c) Kamu harcamalarının finansmanı amacıyla yapılan borçlanma

- Bütçenin cari giderleri ile cari gelirleri arasındaki uyumun sağlanması
- Vadesi gelmiş veya gelecek borçların karşılanması
- Savunma giderlerinin karşılanması
- Olağanüstü giderlerin karşılanması

Maliye politikası olarak borçlanma

- Konjonktürel olarak meydana gelen dalgalanmalara müdahale edilmesi
- Gelişmekte olan ülkelerde kalkınmanın finansmanı
- Piyasada oluşan aşırı talebe bağlı enflasyonist baskıların ortadan kaldırılması

Kamu borcu iç borç-dış borç, kısa-uzun vadeli borç ve isteğe bağlı-zorunlu borç olarak farklı ayrımlar altında değerlendirilebilir.

5.1.1. İç ve Dış Borçlanma

Devletin borçlandığı kaynağa göre kamu finansmanı iç veya dış borçlanma şeklinde gerçekleştirilebilir. İç ve dış borçlanma ayrımında borç verenin uyruğu veya borcun sağlandığı piyasa kriteri⁶¹ uygulanır. IMF tanımına göre temel olarak dış borç, yerleşiklerin yerleşik olmayanlara olan yükümlülükleridir. Yerleşiklik ise borçlu ve alacaklının uyrukları yerine ekonomik menfaat merkezlerinin temelde nerede olduğuna göre belirlenmektedir (IMF, 2013). Ülkemizde bu ayrım IMF tanımları ile uyumlu bir şekilde yapılmaktadır. Borçlanma işleminin yapıldığı ülkeye göre diğer bir ifadeyle borç temini ülke dışından ve yabancı bir ülke mevzuatı da dikkate alınarak yapılıyorsa o borç, dış borç olarak kabul edilmektedir (Özyıldız, 2020).

• İç Borçlanma

Kamu finansmanının yurt içi kaynaklardan sağlanması halinde iç borçlanmadan bahsedilir. Teknik olarak devlet hazinesinin ödemesi gerekli borçlar ile ödenmesine kefil olduğu bono ve tahvil tutarı iç borç olarak belirtilebilir. İç borçlar, gerek alınmasında gerek geri ödenmesinde milli gelirin miktarını etkileyen bir özellik taşımazlar. Çünkü iç borçlanmada ülke içinden sağlanan kaynaklar, yine ülke içine aktarılmaktadır. Kamu kesimi, kendi sınırları içinde borçlanırken farklı kaynaklara başvurabilir. Bunlar bireyler ve bazı özel kuruluşlar, bankalar, Merkez Bankası kaynakları, bazı sosyal güvenlik kuruluşları ve öteki kuruluşlardır. Gelişmiş ülkelerde yurt içi tasarrufların yüksek olması

⁶¹ Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yayımlanan dış borç istatistiklerinde borcun temin edildiği piyasa (birincil) kriteri esas alınmaktadır.

nedeniyle iç borçlanma daha ön plandadır. Yerel tasarruflar yeterliyse yerel para ile borçlanması tercih edilmelidir (Özyıldız, 2020). Böylece ülkelerin para politikalarını nispeten etkin kullanabilecekleri değerlendirilmektedir.

4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun (4749 sayılı Kanun) 3 üncü maddesinde “Devlet iç borcu” Hazine⁶² tarafından yurt içinde ihraç olunan Devlet iç borçlanma senetleri⁶³ (DİBS), Hazinesinin geçici nakit ihtiyacını karşılamak için yurt içi piyasalardan yaptığı borçlanmalar ve senede bağlı olup olmadığına bakılmaksızın Hazine tarafından üstlenilen her türlü mali yükümlülük olarak tanımlanmıştır.

Bu tanımdan devlet iç borçlanmasına ilişkin şu sonuçlara varılabilir:

- Devlet hazinesinin geçici nakit ihtiyacını sağlamak için yurt içi piyasalardan yapılmaktadır.
- Devlet iç borçlanma senetleri vasıtasıyla yapılmaktadır.
- Hazine tarafından üstlenilen her türlü mali yükümlülükleri kapsamaktadır.

• Dış Borçlanma

Kamu finansmanının yurt dışı kaynaklardan sağlanmasını ifade eder. Gelişmekte olan ülkelerde yurt içi tasarrufların genel olarak düşük olması nedeniyle dış borçlanma daha yoğunluktadır. Gelişen uluslararası ilişkiler, uluslararası finansman kuruluşları ve sağlam bir sermaye piyasasının yokluğu dış borçlanmayı artırıcı niteliktedir. Dış borçlanma milli geliri artırıcı nitelik taşısa da, geri ödemeleri ters bir etki yapar. Devletin dış borçlanması kaynaklarına göre;

- 1) Yabancı devletler ve uluslararası kuruluşlardan sağlanan dış borçlar,
 - 2) Uluslararası para ve sermaye piyasalarından sağlanan dış borçlar,
- olarak ikiye ayrılır.

Birinci gruptaki finansman kaynaklarından uygun koşullu (düşük faiz, uzun vade) finansman sağlanırken, ikinci grup kaynaklardan piyasa koşullarında finansman sağlanabilmektedir. Ayrıca dış borçlanma, amacına göre proje ve program finansmanı olarak da sınıflandırılabilir.

Kamu finansmanına ilişkin esas ve usuller 4749 sayılı Kanun ile belirlenmiştir. Burada da dış finansman ve kaynağının tanımı şu şekilde yapılmıştır (Madde 3):

“Dış finansman: Herhangi bir dış finansman kaynağından sağlanan Devlet dış borcu, garantili imkân ve hibe veya münferiden bunların her birini,

Dış finansman kaynağı: Dış finansman sağlayan yabancı ülkeler, ülkelere oluşturulan birlikler, resmî finansman fonları, uluslararası ve bölgesel kuruluşlar ile uluslararası sermaye ve finansman piyasalarında faaliyet gösteren yatırım bankaları da dahil olmak üzere bankalar, satıcı veya alıcı kredisi sağlayan kuruluşlar ile firmalar veya münferiden bunların her birini...” ifade etmektedir.

4749 sayılı Kanunun yine aynı maddesinde “Devlet dış borcu” terimi Hazine tarafından; herhangi bir dış finansman kaynağından belirli bir itfa planına göre geri ödenmek üzere sağlanan finansman imkânları ile borç üstlenimi ve Hazine garantileri kapsamında üstlenilen her türlü mali yükümlülük olarak tanımlanmıştır. Bunun dışında, 4749 sayılı Kanunun 7 nci maddesinde Türkiye Cumhuriyeti adına, herhangi bir dış finansman kaynağından Devlet dış borcu sağlamaya ve mali koşulları da dahil olmak üzere şartlarını tespit etmeye ve bu şartlar çerçevesinde malî yükümlülük altına girmeye Bakan (Hazine ve Maliye Bakanı) yetkilidir. Bu tanımlardan devlet dış borçlanmasına ilişkin

⁶² Hazine, Bakanlık ya da Müsteşarlık, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığını ifade etmektedir.

⁶³ Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı yurtiçi piyasalarda ihraç edilen Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarının ortak adıdır.

şu sonuçlara varılabilir:

4749 sayılı Kanunda tanımlanan dış finansman kaynağından geri ödemek üzere sağlanmaktadır. Söz konusu dış finansman kaynakları yabancı ülkeler, uluslararası kuruluşlar, uluslararası sermaye ve finansman piyasalarında faaliyet gösteren bankalar olabildiği gibi alıcı ve satıcı kredisi sağlayan kuruluş ve firmalar da olabilir. Bu kapsamda, Türkiye Cumhuriyeti adına dış finansman sağlamaya Hazine ve Maliye Bakanı yetkilidir.

Son olarak, 4749 sayılı Kanunun 8. Maddesi kapsamında tanımlanan projeler kapsamında söz konusu projelerin uygulama sözleşmelerinin süresinden önce fesih edilerek ilgili İdareye devredilmesinin öngörülmesi halinde borç üstlenimi taahhüdü verilebilir. Hazine garantili krediler ve borç üstlenimi taahhüdü, üstlenimin gerçekleşmesi halinde Devlet Dış Borcu niteliği kazanır.

5.1.2. Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanma

Borcun geri ödeneceği vade dikkate alınarak yapılan ayırmadır. Kısa ve uzun vade ayrımı borcun orijinal vadesine göre yani anlaşmanın yapıldığı tarih esas alınarak, anlaşma tarihi ile borcun ödeneceği son tarih (vade) arasındaki süreye göre ya da ilgili tarihten (bugünden) borcun ödenmesine kalan süreye göre de yapılabilmektedir. Bu ayrımın yapılması sıklıkla karıştırılan bir durum olarak ortaya çıkabilmektedir. Bu açıdan analiz yapılırken kısa vade olarak ifade edilen borcun orijinal vadeye göre mi kalan vadeye göre mi olduğuna dikkat edilmelidir.

d) Kısa Vadeli Borçlanma

Bir sınıflandırmaya göre vadesi 1 yıla (365 güne) kadar, bir başka sınıflandırmaya göre ise vadesi 5 yıla kadar olan borçlanmalar kısa vadeli borçlanma olarak adlandırılırlar⁶⁴. IMF'nin Devlet Mali İstatistikleri Kılavuzuna (IMF GFSM, 2014) göre uzun vadeli borçlar aynı zamanda vadeye kalan süreye göre;

- a) Vadesine 1 yıl ve daha kısa süre kalan borçlar,
- b) Vadesine 1 yıldan uzun süre kalan borçlar,

olarak iki alt başlık altında sınıflandırılmaktadır.

Böylece uzun vadeli borçların vadesine kalan süresi 1 yıl ve daha kısa olan bölümü ile orijinal vadesi kısa vadeli olan borçlar toplamı, kısa vadeli borç olarak değerlendirilebilmektedir.

Normal şartlar altında kısa vadeli borçların faiz oranı, uzun vadeli borçların faiz oranına kıyasla düşüktür. Ayrıca borçlanmanın karşılığında prim, ikramiye gibi olanaklar da tanınabilir. Kısa vadeli borçlar, sürekli olarak artış ve azalış gösterdikleri için bunlara dalgalı borçlar da denmektedir. Genellikle kamu harcamalarının yapılması ile gelirlerin elde edilmesi arasındaki uyumsuzluk nedeniyle kısa vadeli borçlanmaya başvurulur. Genel ekonomik durum da kısa vadeli borçlanmayı gerekli kılabilir.

- Kısa vadeli borçlar para piyasalarından elde edilirken, uzun vadeli borçlar sermaye piyasalarından elde edilir.

- Kısa vadeli borçlar, Merkez Bankası avansları, müteahhit (yüklenici) bonoları, adi emanetler, bütçe emanetleri, Hazine kefaletini haiz bonolar, Hazine Bonoları şeklinde görünüm alırlar⁶⁵.

⁶⁴ Vadesine göre borçlanma Kısa Vadeli, Orta Vadeli ve Uzun Vadeli olarak sınıflandırıldığında, vadesi 1 sene ile 5 sene arasında olan borçlanmalar orta vadeli borçlanma olarak adlandırılmaktadır.

⁶⁵ Hazine bonoları ve emanetler halen geçerliliği olan uygulamalardandır. Ancak 1211 sayılı Kanunun 50 ve 51. maddelerinde yer alan merkez bankasından avans uygulaması ve hazine kefaletini haiz bonolar 25.04.2001 - 4651 sayılı Kanun ile yürürlükten kaldırılmıştır. Müteahhit bonolarının 1990 yıllarda uygulama örnekleri olsa da günümüzde uygulaması bulunmamaktadır (Çomak, 2019).

•

Uzun Vadeli Borçlanma

Uzun vadeli borçlar, süresi bir yıl ve daha uzun olan borçlardır. Uzun vadeli borçlanmada amaç, yürürlükte olan bütçenin gelir bakımından yetersiz olduğu durumlarda, gelirdeki yetersizliği borçlanma yolu ile gidermek ve sonraki dönemlere aktarmaktır. Uzun vadeli borçlanma, borç veren açısından likiditeden uzun süreli vazgeçmeyi gerektirir ve faiz oranı normal şartlar altında kısa vadeli borçlanmaya kıyasla daha yüksektir. Uzun vadeli borçların, sermaye piyasalarından sağlanması asıl ise de bazı durumlarda para piyasalarından borçlanılmaktadır.

Uzun vadeli borçlar, süreli ve süresiz borçlanma olmak üzere ikiye ayrılır.

bb) Süresiz borçlanma: Yalnızca faiz ödeme süre ve biçiminin belirlendiği, anapara geri ödeme süre ve biçiminin Devlet tarafından tek taraflı olarak belirlendiği borçlanma türüdür.

Bu borçlanma türünde, anaparanın geri ödenme zamanı belli olmayıp, alacaklılar anaparayı değil belirlenen faiz haddinden borcun faizini isteme hakkına sahiptirler. Devlet anaparayı ne zaman ve ne şekilde geri ödeyeceğini kendisi tek taraflı olarak belirler. Bu borçlanma devlet açısından oldukça faydalıdır. Çünkü devlet anaparayı ödeme külfetinden uzun dönemde kurtulmuş olacaktır. Ayrıca, anaparanın geri ödenme zamanını kendisi belirlediğinden dolayı, borç ödemenin ekonomi üzerinde yaratacağı olumsuz etkileri kontrol etme şansına sahip olacak veya piyasada cari faiz haddi düştüğü dönemlerde borcunu ödeyip, düşük faizle yeniden borçlanabilecektir.⁶⁶

bc) Süreli borçlanma: Faiz ve anapara geri ödemelerinin süre ve biçiminin belirli olduğu borçlanma türüdür.

Süresiz borçların aksine borçlanma sözleşmesinin yapıldığı sırada borç anapara ve faizlerinin geri ödenme biçimi ve zamanının belirlendiği borçlanma türüdür. Geri ödeme, itfa planı adı verilen bir plan dahilinde gerçekleştirilir ve borçlar belirlenen süre sonunda tamamen ödenerek kapatılmış olur. Devlet borcun vadesi geldiğinde anaparanın tamamını bir defada ödeyebilir. Fakat, borcun vadesi geldiğinde devlet hazinesinde para yoksa, borcun ödenmesi için ayrılmış ödenek yeterli gelmezse ya da ekonomide enflasyonist baskılar varsa bu borçların geri ödenmesi kademeli olarak yapılabilir. Borçların ödenmesi vergi gibi normal gelirlerle yapılamadığı zaman yeni borç alınarak ödenmesi gerekecektir. Bu durum borçların çevrilmesi ve sürdürülebilirliğini önemli hale getirecektir.⁶⁷

5.1.3. İsteğe Bağlı - Zorunlu Borçlanma

Temel olarak borç isteğe bağlı olarak tarafların karşılıklı rızaları ile sağlanmaktadır. Bu açıdan vergi gibi zorunlu nitelikte olmayan katılımın isteğe bağlı olduğu ancak miktarı, faizi, itfa koşulları, ihraç şekilleri, yan hakları vb. unsurların kamu otoritesi tarafından belirlendiği ve genellikle de bir senet şeklinde sunulan borçlanma, isteğe bağlı borç olarak kabul edilir. Ancak sunulan bu senetlerin bazı kurumlar tarafından satın alınması zorunlu tutulabilmekte ve bunun karşılığında faiz, vergi istisnası gibi bazı hakların sunulduğu borçlanma ise zorunlu borçlanma olarak adledilmektedir (Zerenler, 2003). İsteğe bağlı borçlanmadan farklı olarak borçlanmanın zorunlu nitelikte olması zorunlu borçlanmayı vergiye yakınlaştırmaktadır. Ancak zorunlu da olsa karşılık olarak bir ödeme yapılması yani vergi gibi karşılıksız olmaması açısından da vergiden ayrılmaktadır. Bu çerçevede devletin, bankalar üzerinden piyasa yapıcılığı mekanizması ile zorunlu olarak tahvil satışı gerçekleştirmesi günümüzdeki zorunlu borçlanma uygulamasına bir örnek olarak verilebilir.

⁶⁶ Dilbaz Kemalettin, Türkiye’de Kamu Borçlanma Gereğinin Sermaye Piyasasına ve Özellikle Halka Açılmaya Etkileri, İstanbul Üniversitesi Doktora Tezi, s. 38

⁶⁷ Dilbaz Kemalettin, Türkiye’de Kamu Borçlanma Gereğinin Sermaye Piyasasına ve Özellikle Halka Açılmaya Etkileri, İstanbul Üniversitesi Doktora Tezi, s. 3

5.2. KAMU SEKTÖRÜ VE KAMU FİNANSMANI DÜZENLEMELERİ

Kamu finansmanının sermaye piyasası mevzuatı ile arasındaki ilişkiyi ortaya koyabilmek için önce “kamu” kavramının kapsamının belirlenmesi yerinde olacaktır. Burada kamu sektörüne ve borcuna ilişkin tanımlamalar yapılırken kamu borcuna ilişkin istatistiklerin yayımlanmasında baz alınan uluslararası standartları esas alan bir yaklaşım benimsenmiştir.

5.2.1. Kamu Sektörü ve Diğer Sektörler

IMF, OECD, Eurostat gibi uluslararası kuruluşlarca ortaklaşa hazırlanmış olan “Kamu Sektörü Borç İstatistikleri Kılavuzu”nda (Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users) toplam ekonomi beş temel sektöre ayrılmaktadır (Turan, 2013):

1. Finansal olmayan işletmeler,
2. Finansal işletmeler,
3. Genel yönetim,
4. Hanehalkı,
5. Hanehalkına hizmet veren kâr amacı olmayan işletmeler.

Her ne kadar kamu sektörünün kapsamı ve tanımı ülkeden ülkeye değişebilse de bu tanımın standart bir hale getirilmesinin faydalı olacağı tabiidir. Ancak, ülke uygulamalarına göre genel yönetim farklılaşabilmekte ve bütçe dışı kurumlar ve/veya eyaletler gibi alt sektörler genel yönetim kapsamının dışında tutulabilmektedir (Turan, 2013). Türkiye’deki düzenlemelere göre yayımlanan kamu sektörüne ilişkin istatistiklerde de bu ayrım büyük ölçüde uluslararası standartlara uyumlu olarak yapılmaktadır.

Kamu finansmanına ilişkin temel düzenlemeleri içeren 4749 sayılı Kanunda “Kamu” ifadesinin kapsamına ilişkin açık bir tanım bulunmamaktadır. Ancak 2020 yılında Resmi İstatistik Programı (RİP) kapsamında kamu sektörüne yönelik tanım, kavram ve kapsam farklılıklarını gidermek ve yayımlanan istatistikleri standartlaştırmak amacıyla kamu sektörünün kapsamı⁶⁸ belirlenmiştir.

Kamu sektörünün dinamik bir yapıya sahip olması nedeniyle belirli aralıklarla bu kapsam güncellenmekte ve güncellemeler RİP aracılığıyla sunulmaktadır. Bu sayede kamu sektörü uluslararası standartlarla uyumlu kriterlere göre belirlenmekle birlikte istatistiki çerçevede Kamu sektörü, Genel Yönetim ile Finansal ve Finansal Olmayan Kamu Şirketlerinin bütünü olarak tanımlanmaktadır⁶⁹.

5.2.2. Kamu Finansmanı Temel Düzenlemeleri

Türkiye’de kamu finansmanına yönelik temel düzenlemeler 2001 Krizinden sonra ortaya çıkmıştır. Daha önceleri dağınık bir yapıda farklı düzenlemeler altında yer alan yetki ve sorumluluklar, borçlanma kavramlarına ilişkin muğlaklıklar 2002 yılındaki 4749 sayılı Kanun ile giderilmiş ve şeffaflık, hesap verilebilirlik, mali disiplin ve borç yönetiminde etkinlik yaklaşımı esas alınarak ortaya konulmuştur.

Türkiye’de kamu finansmanına ilişkin temel düzenlemeler Resmi Gazetede ilk yayımlanma tarihlerine göre aşağıdaki gibi sayılabilir.

A. Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar (11.08.1989 tarih ve 20249 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.)

⁶⁸ 28 Ocak 2020 tarih ve 31022 sayılı (mükerrer) Resmi Gazetede yayımlanan Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile “İstatistiki Sınıflamalar Yönetmeliği”nde kamu sektörünün kapsamı yayımlanmıştır.

⁶⁹ Kamu sektörü sınıflamasına erişim için:

<https://biruni.tuik.gov.tr/DIESS/SiniflamaSurumListeAction.do?turId=47&turAdi=10.%20Ulusal%20hesaplar>

Bu düzenlemenin kamu finansmanı açısından önemi, yurtdışından kredi kullanılmasında kimlerin hangi yükümlülöklere tabi olduğu ve bu kredilerin hangi koşullarda temin edilebileceğine ilişkin hususlara yer vermesidir.

B. 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun (09.04.2002 tarih ve 24721 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.)

Kamu borçlanması ve dolayısıyla kamu borçlanma araçlarına ilişkin temel mevzuat 4749 sayılı Kanun ve bu Kanun çerçevesinde düzenlenen ilgili yönetmeliklerden oluşmaktadır. Yukarıda da yer verildiğı üzere 4749 sayılı Kanun, kamu finansmanı ve borç yönetimine ilişkin esas ve usulleri, yetkili kişi ve kurumları düzenlemekte olup, Hazine iç ve dış borçlanmaya gitme konusunda yetkili kurumdur.

4749 sayılı Kanunun “Amaç” başlıklı birinci maddesi şöyledir:

“Bu Kanunun amacı: ülkenin kalkınma hedeflerini dikkate alarak, piyasalarda güven ve istikrarı koruyarak ve makro ekonomik dengeleri gözeterek, Devletin iç ve dış borçlanmasına, hibe almasına, borç ve hibe vermesine, nakit yönetiminin maliye ve para politikaları ile koordineli bir şekilde yürütülmesine, verilecek garantilerin, bu borçlanma ve garantilerden doğan finansal alacaklar ile Devlet iç ve Devlet dış borcunun etkin bir şekilde yönetimine ve izlenmesine, Hazine Müsteşarlığı ile 2 nci Maddede yer alan kuruluşlar arasındaki malî ilişkilerin düzenlenmesine ve bu hususlar dâhil olmak üzere Müsteşarlık tarafından üstlenilen her türlü malî yükümlülüğün geri ödenmesi, ilgili bütçe hesaplarına kaydedilmesi ve raporlanmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemektir.”

Anılan Kanunun 4 üncü maddesinde ise, kamu finansmanının sağlanmasında ve kamu tarafından yapılacak olan hibe ve borç alınması ve verilmesi, hazine garantisi verilmesi ve nakit yönetimi gibi konularda yetkili makamlar belirlenmiştir. Bu kapsamda;

“Türkiye Cumhuriyeti adına Devlet iç borcu ve Devlet dış borcu almaya, Hazine geri ödeme garantisi, Hazine karşı garantisi vermeye ve verilen garantilerin şartlarında değişiklik yapmaya, dış finansman temini izni vermeye hibe almaya, dış finansman imkânlarını dış borcun devri, anlaşmanın malî şartlarına bağlı kalarak dış borcun ikrazı, dış borcun tahsisi yoluyla kullandırmaya ve yeni malî yükümlülük yaratmaya, bu borç ve yükümlülükler ile bunlardan kaynaklanan Hazine alacaklarını yönetmeye Bakan yetkilidir.”

Ayrıca 4749 sayılı Kanunun üçüncü bölümünde genel yönetimin borçlanma limitleri sınırlandırılmıştır. Bunun için Madde 5’e göre ancak ilgili yıl bütçe kanunun başlangıç ödenekleri toplamı ile tahmin edilen gelirler arasındaki fark miktarı kadar net borç kullanımı yapılabilmekte, bu limit yıl içinde en fazla **yüzde beş** oranında Bakan tarafından, yeterli olmadığı durumlarda ise ilave **yüzde beş** oranında Cumhurbaşkanlığı tarafından artırılabilir.

C. 4749 Sayılı Kanun Kapsamında Dış Finansman Sağlanmasına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik (25.12.2014 tarih ve 29216 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.)

Bu yönetmelik, 4749 sayılı Kanunda belirtilen maddelerin uygulanmasına yönelik açıklanmaları içermektedir.

D. 1 Sayılı Cumhurbaşkanlığı Teşkilatı Hakkında Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi (10.07.2018 tarih ve 30474 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.)

1 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile Cumhurbaşkanlığı Hükümet Sisteminde borçlanma işlemleri ile borç stoku kütüğünün tutulmasından sorumlu kurumlar ve birimlerin görevleri sayılmaktadır. Bu çerçevede,

Madde 221-1-a’ya göre “Devlet hesaplarının kayıtlarını tutmak, uygulamaları izlemek, dönem sonuçlarını çıkarmak, değerlendirmek ve yayımlama” ve 1-b’ye göre “Genel yönetim kapsamındaki kamu idarelerinin ve bunlara bağlı döner sermayeli işletmelerin, Devlet sermayesi ile kurulmuş

işletmelerin ve fonların muhasebe sistemlerini, gerektiğinde ilgili idarelerle birlikte belirlemek, bu konudaki mevzuat düzenlemeleri ile ilgili hazırlıkları yapma” görevi Muhasebat Genel Müdürlüğüne aittir.

Madde 223-1-ğ’ye göre *“Borç yönetiminin hesabını tutmak, Türkiye'nin dış borç veri tabanını oluşturmak, bu amaçla dış borç kütüğü tutmak, muhtelif kanun ve diğer mevzuat çerçevesinde hazine garantisi verilmesi ile ilgili işlemleri yürütmek, gerekli kayıtları tutmak, garanti ve devir şartlarını belirleme*” görevi Hazine ve Maliye Bakanlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğüne aittir.

Madde 223/A 1-a’ya göre *“Devletin iç borçlanmasını yürütmek, Devlet tahvili, Hazine bonosu ve diğer iç borçlanma senetleri çıkarmak, ihale yöntemi, sürekli satış yöntemi ve diğer yöntemlerle satışını yapmak ve yaptırmak, bunların satış miktarlarını, değerlerini ve faizlerini belirlemek, bunlara ilişkin her türlü hazırlık, akit ve diğer işlemleri yürütme*”

Madde 223/A 1-b’ye göre *“Türkiye Cumhuriyeti adına uluslararası sermaye piyasalarından tahvil ve benzeri enstrümanlarla borçlu ve garantör sıfatıyla borç almak ve bunlara ilişkin akit ve garanti işlemleri ile her türlü temas ve müzakereleri yürütme*” görevleri ise Hazine ve Maliye Bakanlığı Borçlanma Genel Müdürlüğüne aittir.

5.2.3. Kamu Finansmanı Mevzuatı ile Sermaye Piyasası Mevzuatı İlişkisi

Kamu finansmanı mevzuatı ile sermaye piyasası mevzuatının kesiştiği yerler ve bu konulara ilişkin hükümler aşağıda açıklanmaktadır.

a) Sermaye Piyasası Kanunu Madde 31/2

6362 sayılı SPKn’nun “Borçlanma Aracı Niteliğindeki Sermaye Piyasası Araçlarının İhraç Limiti ve Yetkisi” başlıklı 31 inci maddesinin ikinci fıkrası şöyledir:

“(2) 8/6/1984 tarihli ve 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname hükümleri saklı kalmak ve 22/2/2005 tarihli ve 5302 sayılı İl Özel İdaresi Kanununun 51 inci maddesi ile 3/7/2005 tarihli ve 5393 sayılı Belediye Kanununun 68 inci maddesinde belirtilen limitler hariç olmak üzere diğer kanunlarda belirlenen ihraç limitleri uygulanmaz.”

Bu madde, genel olarak borçlanma aracı ihraç sınırını Kurul düzenlemelerine tabi tutarken, ikinci fıkrası ile istisnalar belirlemiştir. Buna göre borçlanma aracı ihraç limiti uygulamasında borçlanma aracı ihraç hükmü ihtiva eden diğer kanunlardaki hükümler uygulanmayacak ancak,

- 8/6/1984 tarihli ve 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname hükümleri ,

- 22/2/2005 tarihli ve 5302 sayılı İl Özel İdaresi Kanununun 51 inci maddesinde yer alan ihraç limitleri,

- 3/7/2005 tarihli ve 5393 sayılı Belediye Kanununun 68 inci maddesinde belirtilen ihraç limitleri

uygulama alanı bulacaktır.

Dolayısıyla, yukarıda sayılan kanunlara tabi olarak yapılacak borçlanma aracı ihraçlarında Kurul tarafından belirlenen ihraç limitleri uygulanmayacak, anılan mevzuattaki özel hükümler uygulanacaktır. Bunun dışında bu ihraçlar sermaye piyasası mevzuatının diğer hükümlerine tabi olmaya devam edecektir.

b) Sermaye Piyasası Kanunu Madde 136/2

SPKn’nun “*Saklı Tutulan Hükümler ve İstisnalar*” başlıklı 136 ncı maddesinin ikinci fıkrası uyarınca, T.C. Merkez Bankası ve Hazine tarafından veya 4749 sayılı Kanun çerçevesinde kurulan

varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak izahname veya ihraç belgesi hazırlanmasına ve finansal raporlama ve bağımsız denetim, kamunun aydınlatılmasına ilişkin yükümlülükler ile tahvil ihraç limitleri geçerli değildir. Bunun gibi bu araçların borsa yönetimi veya piyasa işleticisi tarafından işlemlerinin durdurulması veya kottan çıkarılması da söz konusu olmayacaktır. Bu sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi ile merkezi saklama kuruluşlarında saklanmasına ilişkin usul ve esaslar Kurul tarafından belirlenir.

c) 4749 Sayılı Kanun Madde 4/5

Mahalli idareler tarafından yapılan borçlanmaya ilişkin olarak 4749 sayılı Kanunun 4 üncü maddesinin beşinci fıkrasında:

“Genel yönetim kapsamındaki mahalli idareler ile bağlı kuruluşları ve iktisadi teşebbüslerinin yurtiçi piyasalarda yapacakları tahvil ihraçları Müsteşarlığın iznine tabidir. Bu iznin verilmesi Hazine garantisi sağlandığı anlamına gelmez. Söz konusu izin sürecine ilişkin usul ve esaslar Müsteşarlık tarafından hazırlanacak bir yönetmelikle belirlenir. Sermaye piyasası mevzuatı hükümleri saklıdır.” denilmek suretiyle aşağıdaki kurumların yurt içi piyasalarda tahvil ihraç yoluyla borçlanmaları Hazinesinin iznine tabi olmakla beraber konuya ilişkin sermaye piyasası mevzuatı hükümleri de saklı tutulmuştur. Hazine bu izni, kendi hazırladığı ve 15.03.2012 tarihli ve 28234 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Genel Yönetim Kapsamındaki Mahalli İdareler ile Bunların Bağlı Kuruluşları ve İktisadi Teşebbüslerinin Yurtiçi Piyasalarda Yapacakları Tahvil İhraçlarının İzin Sürecine İlişkin Usul ve Esaslara Dair Yönetmelik” çerçevesinde vermektedir. Söz konusu Yönetmelik yayımı tarihinde yürürlüğe girmiştir.

Yurt içi piyasalarda tahvil ihraçları Hazinesinin iznine tabi olan kurumlar şunlardır:

- Genel yönetim kapsamındaki mahalli idareler⁷⁰.
- Genel yönetim kapsamındaki mahalli idarelere bağlı kuruluşlar.
- Genel yönetim kapsamındaki mahalli idarelerin iktisadi teşebbüsleri.

ç) 4749 Sayılı Kanun Madde 7/A-1

4749 sayılı Kanunun varlık kiralama şirketi kurulması ve bu şirketlerin kira sertifikası ihracına ilişkin hususları düzenleyen 7/A maddesinin birinci fıkrasının ilgili bölümü şu şekildedir:

“...Bu fıkra kapsamındaki kira sertifikaları, 14/1/1970 tarihli ve 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu ve sermaye piyasası mevzuatı bakımından Müsteşarlık tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin olarak ilgili mevzuatta yer alan usul ve esaslara tabidir.”

Buna göre, 4749 sayılı Kanunun 7/A maddesi kira sertifikası ihraç etmek üzere kendi hukukuna tabi bir varlık kiralama şirketi kurulmasını düzenlemiş ve bu şirketler tarafından ihraç edilecek kira sertifikalarının mevzuatta Hazine tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin usul ve esaslara, dolayısıyla da istisnalara tabi olacağı ifade edilmiştir.

Yukarıda verilen hükümler bir arada değerlendirildiğinde, kamu finansmanı için ihraç edilen borçlanma araçları hakkında şu sonuçlara ulaşılmaktadır:

- Devlet adına Hazine tarafından yapılacak iç ve dış borçlanma için ihraç edilecek sermaye piyasası araçları sermaye piyasası mevzuatına tabi değildir.
- 4749 sayılı Kanun çerçevesinde kurulan varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen kira sertifikaları için de Hazine tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarına ilişkin mevzuat uygulanır. Dolayısıyla, bunlar da sermaye piyasası mevzuatına tabi değildir.

⁷⁰ İl, belediye veya köy halkının mahalli müşterek ihtiyaçlarını karşılamak üzere kuruluş esasları kanunla belirtilen ve karar organları, genel kanunda gösterilen, seçmenler tarafından seçilerek oluşturulan kamu tüzel kişilerini ifade eder.

- Genel yönetim kapsamındaki mahalli idareler, genel yönetim kapsamındaki mahalli idarelere bağlı kuruluşlar ve genel yönetim kapsamındaki mahalli idarelerin iktisadi teşebbüsleri tarafından ihraç edilecek borçlanma araçları Hazinesin iznine tabidir.

- Genel yönetim kapsamındaki mahalli idareler, genel yönetim kapsamındaki mahalli idarelere bağlı kuruluşlar ve genel yönetim kapsamındaki mahalli idarelerin iktisadi teşebbüsleri tarafından ihraç edilecek borçlanma araçları Hazinesin izni dışında sermaye piyasası mevzuatına da tabidir. İhraççı kurumun SPKn md. 31/2’de sayılan kanunlardan birisinin hükümlerine tabi olması halinde Kurul tarafından belirlenen tahvil ihraç limitleri uygulanmaz.

d) 4749 Sayılı Kanun Kapsamında Dış Finansman Sağlanmasına İlişkin Usul Ve Esaslar Hakkında Yönetmelik Madde 5

4749 sayılı Kanunun dış borçlanma hususlarını düzenleyen 7 nci maddesinde Türkiye Cumhuriyeti adına herhangi bir dış finansman kaynağından Devlet dış borcu sağlamaya ve mali koşulları da dahil olmak üzere şartlarını tespit etmeye ve bu şartlar çerçevesinde malî yükümlülük altına girmeye Hazinesin bağlı bulunduğu Bakanın yetkili olduğu, söz konusu Devlet dış borcuna ilişkin anlaşmalar ve ilgili dokümanlara dair her türlü hazırlık, temas ve müzakerelerin ise Hazine tarafından yürütölüp sonuçlandırılacağı hüküm altına alınmıştır.

Dış finansman sağlanmasına ilişkin olarak Hazine tarafından hazırlanan 4749 Sayılı Kanun Kapsamında Dış Finansman Sağlanmasına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik 25.12.2014 tarihli ve 29216 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yayımı tarihinde yürürlüğe girmiştir.

Söz konusu Yönetmeliğin projelere dış finansman temini iznine ilişkin 5 inci maddesinin birinci fıkrasında, Yönetmeliğin 2 nci maddesinde sayılan kuruluşların, dış finansman ile gerçekleştireceği projeler için dış finansman temini amacıyla Hazineye müracaat etmeleri gerektiği, bununla birlikte yurt dışı tahvil ihraçlarına ilişkin işlemlerde Sermaye Piyasası Kurulunun görüşünün alınması hüküm altına alınmıştır.

5.3. KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI

Kamu borcunun en dar kapsamlı tanımı merkezi yönetim borcu olarak kabul edilmektedir. Türkiye’de merkezi yönetim borcunun temel dayanağı ise 5018 sayılı Kamu Maliye Yönetimi ve Kontrol Kanunu’dur. Kanun ekinde yer alan I, II ve III sayılı cetvellerde sayılan kurumlar merkezi yönetimi oluşturmaktadır (Turan 2013). Bu kapsamda merkezi yönetim, genel bütçe kapsamındaki kamu idareleri (I), özel bütçeli idareler ve diğer idareler (II) ile düzenleyici denetleyici kurumlardan (III) oluşmaktadır.

5.3.1. Borçlanma Araçları

Borçlanma araçları IMF’nin yayımlamış olduğu Devlet Mali İstatistikleri Kılavuzunda (IMF GFSM, 2014) aşağıdaki 8 başlık altında sınıflandırılmaktadır.

1. Özel Çekme Hakları (SDR)
2. Para ve Mevduatlar
3. Borçlanma Senetleri
4. Krediler
5. Sigorta, Emeklilik ve Standartlaştırılmış Garantiler
6. Diğer Yükümlülük Hesapları
7. Hisse Senetleri ve Yatırım Fonları Payı
8. Mali Türevler ve Çalışanların Stok Opsiyonları

Ülke uygulamaları incelendiğinde kamu sektörünün borcu içindeki ağırlığı açısından borçlanma senetleri ön plana çıkmaktadır.

5.3.2.Borçlanma Senetleri ve Sınıflandırmaları

Borçlanma senetleri, anapara ve faiz ödemesi içeren, yurtiçinde ihraç edilen DİBS'ler ile uluslararası piyasalarda ihraç edilen Euro Bondlardan oluşmaktadır.

4749 sayılı Kanunun 3 üncü maddesine göre Hazinesin yurt içinde ihraç ettiği borçlanma senetlerine Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) adı verilmektedir. DİBS, Hazine tarafından ihraç edilen Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarının ortak adıdır. Hazine genel olarak bütçe açığını finanse etmek amacıyla DİBS ihraç etmekle beraber, zaman zaman özel tertip DİBS de ihraç etmektedir.

Kanunun 6 ncı maddesi uyarınca çıkarılacak DİBS çeşitlerine, satış yöntemlerine, faiz koşullarına, vadelerine, basım ve ödemelerine ilişkin her türlü esasları ve bunlara ilişkin diğer şartları belirlemeye Hazine ve Maliye Bakanı yetkilidir. DİBS'lerin yurt içi piyasalarda ihracı öngörölmüş olup, vadeleri piyasa koşullarına ve ihtiyaca göre belirlenmektedir.

Borçlanma senetleri şu ayrımlara göre sınıflandırılabilir:

- A. Kupon durumuna göre kuponlu kuponsuz senetler,
- B. Senet tipine göre devlet tahvili, hazine bonosu ve kira sertifikası,
- C. Döviz yapısına göre TL, döviz ve altına dayalı senetler,
- D. Faiz tipine göre değışken ve sabit faizli senetler,
- E. Vadesine göre kısa ve uzun vadeli senetler,
- F. Nakit girişı durumuna göre nakit girişı sağlayan ve nakit girişı sağlamayan senetler,
- G. Tahvilin ihraç edildiği öлкеye göre yurt içinde ve yurtdışında ihraç edilen senetler.

A. Kupon durumuna göre⁷¹:

DİBS'ler kuponlu ve kuponsuz olarak ihraç edilebilirler. Kuponsuz senetler, iskonto esasına göre satışa sunulurken, kuponlu senetler üzerinde yazılı nominal değeri üzerinden iskontolu veya primli olarak satılabilir. Kuponlu olarak ihraç edilen DİBS'lerin belli dönemlerde kupon ödemeleri mevcuttur.

a) Kuponlu senetler: İtfa olana kadar senedi elinde bulunduran yatırımcısına belirli dönemlerde nakit akımı sağlayan senetler olarak ifade edilebilir. Kuponlu senetler sabit veya değışken faiz ödemeli olarak ihraç edilebilir. Sabit Faizli Kuponlu Senetler, Sabit nakit akışı sağlayan ve belirlenen tahvil kupon oranı ile itfa tarihine kadar sabit oranda kupon getirisi elde edilen senetlerdir. Örneğin yazılı değeri 100 TL olan yıl sonlarında %12 sabit kupon ödemeli bir tahvil, yatırımcısına ilk yılın sonunda kupon ödemesi olarak 12 TL (100*%12) ödeyecek, vade sonunda, yani ikinci yılın sonunda, ikinci kupon ödemesi olan 12 TL'nin yanı sıra anapara ödemesi olan 100 TL'yi de ödeyecektir. Sabit faiz ödemeli DİBS'ler için kupon ödeme dönemlerinde veya vade sonlarında ödenecek faiz miktarları, senetlerin ihraç gününde belliyken, değışken faiz ödemeli DİBS'lerde ilgili büyüklükleri "bir değere endekslemek" söz konusudur. Söz konusu senetlerde ayrıca ek bir getiri (spread) uygulamasına da yer verilebilir.

b) Kuponsuz senetler: DİBS'ler iskontolu ve kuponsuz senetler olarak da ihraç edilebilirler. Kuponsuz senetlerde senedin net değeri (iskontolu değeri) ödenir. Buradaki getiri (faiz), senedin yazılı değeri (par value) ile iskontolu değeri arasındaki fark olup anapara ve faiz ödemesi tek seferde vade tarihinde yapılmaktadır. Senetlerin satış fiyatları ile her bir senedin vade sonunda ulaşacağı nominal tutar arasındaki fark senedin üzerinde taşıdığı ve yatırımcının elde edeceği faiz kazancı olacaktır. Örneğin yatırımcı 100 TL nominal değeri, 12 ay vadeli bir Hazine Bonosunu 90 TL'ye (iskontolu değeri) satın alıyorsa, yatırımcının vade sonundaki faiz geliri (100 TL - 90 TL) 10 TL'dir. Getiri oranı ise (10 TL / 90 TL) %11,11'dir.

⁷¹ <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri> [Erişim tarihi:17.08.2023]

B. Senet Tipine göre:

Senet tipine göre borçlanma senetlerini temelde üçe ayırabiliriz.

a) Devlet Tahvili: İhraç edildikleri tarih itibarıyla bir yıl ve daha uzun vadeli Devlet iç borçlanma senetleridir (4749 sayılı Kanun Madde 3).

b) Hazine Bonosu: İhraç edildikleri tarih itibarıyla vadeleri bir yıldan kısa olan Devlet iç borçlanma senetleridir (4749 sayılı Kanun Madde 3).

c) Kira sertifikası⁷²: Varlık kiralama şirketlerince, kendi namına ancak sertifika sahiplerinin hesabına ve yararına, satın almak veya kiralamak suretiyle devralınan varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlenen ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymetlerdir. Hazine Varlık Kiralama Anonim Şirketi (HMKVKS) tarafından ihraç edilen kira sertifikaları, 4749 sayılı Kanunun 7/A maddesinde: *“Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören emtiaya ve bu Kanun kapsamındaki halka açık olmayan kurum ve kuruluşlara ait menkul kıymet ile taşınır ve taşınmazlar ile kullanma, yararlanma, işletme ve sair haklar gibi maddi olmayan varlıklara ilişkin, ilgili kurumların görüşleri alınarak alım, satım, geri alım, kiraya verme, geri kiralama, bedelli veya bedelsiz devir, inşa etmek ve inşa ettirmek ve benzeri işlemleri mevzuatta yer alan şekil kurallarına tabi olmaksızın tesis etmeye ve bu işlemleri aynı usule tabi olarak yapmak üzere 13/1/2011 tarihli ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununun kuruluş, tescil, denetleme, sermaye, tasfiye ve işleyişe ilişkin hükümlerine bağlı olmaksızın özel hukuk tüzel kişiliğini haiz varlık kiralama şirketleri kurmaya veya özel hukuk tüzel kişiliğini haiz varlık kiralama şirketleri kurmak üzere kamu sermayeli kurumları görevlendirmeye Bakan yetkilidir. Bu madde kapsamında, sermayesinin tamamı Bakanlığa ait olan varlık kiralama şirketleri kendilerine devredilen varlıkların, kamu yatırım projelerinin finansmanı da dâhil olmak üzere ihraç amacına uygun olarak değerlendirilmesini teminen bu madde kapsamında sayılan varlıkları yüklenici sıfatıyla inşa ettirebilir, alt yükleniciler ile inşa anlaşması yapabilir, bu varlıklara ilişkin imtiyaz haklarını devralabilir, bu varlıkları geliştirebilir, varlıkları yönetici sıfatıyla yönetebilir ve söz konusu varlıkları devralmış oldukları veya diğer kurum ve kuruluşlara devredebilirler. Bakan tarafından kurulmasına karar verilen ve sermayesinin tamamı Hazine ve Maliye Bakanlığına ait olan varlık kiralama şirketlerinin ana sözleşmesi ve değişiklikleri Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi’nde yayımlanır. Bu şirketler 2/7/1964 tarihli ve 492 sayılı Harçlar Kanununa bağlı (1) sayılı tarifenin “C) Ticaret Sicili harçları:” başlıklı bölümünde sayılan, ticari işletme rehni dâhil her türlü ticaret sicili harçlarından ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi’nde yapılacak her türlü ilana ilişkin ilan ücretlerinden muaftır. Bu şirketlerin yurt içinde ihraç ettiği kira sertifikalarına ilişkin şirket ile gerçek ve tüzel kişiler arasındaki ihtilaflarda Ankara Asliye Ticaret Mahkemeleri yetkilidir. Bu şirketler söz konusu taşınır ve taşınmazlar ile maddi olmayan varlıklara dayalı olarak, hasılatı Bakanlığa aktarılacak veya ulusal ve uluslararası borsalar, diğer likit piyasalar ile borsa dışında işlem yapmak üzere yurt içi ve yurt dışı piyasalarda kira sertifikası ihraç edebilir. Bu ihraçlara konu olan varlıklar üzerinde, ihracın vadesi süresince ihraç koşullarına aykırı herhangi bir hukuki işlem tesis edilemez. Bu husus, ilgili taşınmazın tapu kütüğüne şerh edilir. İlgili kurumlar, bu madde kapsamındaki varlık kiralama şirketlerinin bu madde kapsamındaki taşınır ve taşınmazlar ile haklar ve diğer maddi olmayan varlıklarda tasarruf etmesini teminen tapu sicilinde değişiklik dâhil gerekli her türlü işlemleri münhasıran Müsteşarlığın yazılı başvurusu üzerine gerçekleştirirler. Bu fıkra kapsamındaki işlemlere konu olan kamu varlıklarının kullanımıyla ilgili bakım, onarım, işletme, inşaat ve benzeri iş ve işlemler ilgili kurum ve kuruluşlar tarafından yapılır ve buna ilişkin harcamalar kendi bütçelerinden karşılanır. Bu fıkra kapsamındaki kira sertifikaları, 14/1/1970 tarihli ve 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu ve sermaye piyasası mevzuatı bakımından Müsteşarlık tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin olarak ilgili mevzuatta yer alan usul ve esaslara tabidir. Bu sertifikalar, 4/1/2002 tarihli ve 4734 sayılı Kamu İhale Kanununun uygulamasında teminat olarak kabul edilir.”*

hükmü yer almaktadır.

Bu kapsamda ihraç edilen kira sertifikasına ilişkin aşamalar aşağıda açıklanmaktadır⁷³.

⁷² <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri> [Erişim tarihi: 17.08.2023]

⁷³ Sıralama kira sertifikasına ilişkin genel işleyişi göstermekte olup zaman sıralaması anlamına gelmemektedir.

1. 4749 sayılı Kanunun 7/A maddesi kapsamında, kamuya ait taşınmazların HMKŞ'ye satış yoluyla devri yapılmaktadır. Aynı zamanda, tapu kayıtlarında taşınmazların HMKŞ adına tescil işlemi gerçekleştirilmektedir.

2. HMKŞ'ye devri yapılan taşınmazların ilgili kurumlarca kullanımları aynen devam etmek üzere, Hazine ile HMKŞ arasında 1 inci maddedeki satış yoluyla devir işleminden bağımsız ayrı bir kira sözleşmesi yapılmaktadır. Ayrıca, söz konusu taşınmazların kira süresi sonunda geri alımına ilişkin Hazine tarafından geri alım taahhütnamesi düzenlenmektedir. Diğer taraftan, ihracın öncesinde HMKŞ tarafından, söz konusu varlıkları kendi namına ve sertifika sahipleri hesabına ve yararına muhafaza edeceğine dair bildiri düzenlenmektedir.

3. HMKŞ tarafından satın alınan varlıkların Hazineye kiralanması karşılığında, sertifika sahiplerinin payları oranında kira geliri hak etmelerini sağlayan kira sertifikası ihraç edilmektedir.

4. Yatırımcıların kira sertifikası karşılığında ödedikleri tutar HMKŞ'ye aktarılmaktadır.

5. HMKŞ tarafından kira sertifikası ihracından elde edilen hasılat, devralınan varlıklara karşılık Hazineye aktarılmaktadır.

6. Hazine ile HMKŞ arasında yapılan kira sözleşmesi ve geri alım taahhütnamesi çerçevesinde, Hazine tarafından HMKŞ'ye kira sözleşmesi süresince kira ödemeleri ve kira sözleşmesinin vadesi dolduğunda taşınmazların geri alımı karşılığında taşınmaz satış bedeline ilişkin ödeme yapılmaktadır.

7. HMKŞ tarafından kira sertifikası sahiplerine payları oranında kira gelirleri ve kira sertifikası bedelleri dağıtılmaktadır.

Kira sertifikalarının genel özellikleri aşağıda yer almaktadır⁷⁴.

- Kira sertifikaları doğrudan satış yöntemi ile ihraç edilecektir.
- TL cinsi kira sertifikalarının her biri nominal 100 TL değerinde olacaktır.
- Kira sertifikaları 6 ayda bir kira ödemeli olarak ihraç edilecektir.
- Kira sertifikaları, Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasasında işlem görecektir.
- Kira sertifikaları, 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu uygulamasında teminat olarak kabul edilecek ve Hazinece satılan Milli Emlak bedellerinin ödenmesinde kabul edilecektir.
- Kira sertifikaları, mevcut vergi mevzuatına tabi olup Gelir Vergisi Kanununun Geçici 67 nci maddesi uyarınca vergilendirilecektir.
- Kira sertifikalarının gösterge niteliğindeki fiyatları günlük olarak Resmi Gazete'de yayımlanacaktır.
- HMKŞ, kiraya verdiği taşınmazları gerekli ve faydalı gördüğünde eş değeri bir varlık ile takas, satın alma ve satma gibi yollarla tasarrufa yetkilidir.

• İhraçta kazandığı halde, yükümlülüğünü kısmen veya tamamen yerine getirmeyen katılımcı en az 4 doğrudan satışa yüzde 20 teminatla katılmak zorundadır. Yüzde 20 teminatla ihraca gelen katılımcı, ihraçta kazandığı tutarın ardından teminatın üzerine yatırması gereken tutarı yatırmadığı takdirde, sonraki ihraçlara yüzde 100 teminatla katılmak zorundadır. Yükseltilmiş teminatla en az 4 ihraca katılımın ardından Hazinesinin uygun görüşü ile ihraçlara katılım tekrar teminatsız olarak gerçekleşir.

Hazine tarafından Sabit Kira Ödemeli Kira Sertifikası yanında, TÜFE'ye Endeksli ve Altına Dayalı Kira Sertifikası ihracı da yapılabilmektedir.

• TÜFE'ye Endeksli Kira Sertifikasına ilişkin tüm ödemelerde, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından ilan edilen Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) kullanılmaktadır.

⁷⁴ <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Sabit-Kira-Ödemeli-Kira-Sertifikası-Yatırımcı-Kılavuzu.pdf> web sitesinde yer verilen bilgilerden yararlanılmıştır.

- Altına Dayalı Kira Sertifikası, yurtiçi piyasada ihraç edilen diğer kira sertifikalarında olduğu gibi gayrimenkul alım satımına ve söz konusu gayrimenkulün kiralanmasına dayalı bir yatırım aracıdır. Altına Dayalı Kira Sertifikası, sertifika sahiplerine, gayrimenkulün kiralanmasından elde edilen kira gelirini, payları oranında dağıtmaktadır. Altına Dayalı Kira Sertifikasında kira geliri kira sözleşmesi uyarınca altın fiyatına endeksli olarak belirlenmekte olup yatırımcısına altın fiyatına endeksli Türk Lirası cinsi bir kira getirisi sağlamaktadır. Altına Dayalı Kira Sertifikasından sadece bireysel yatırımcılar (gerçek kişiler) yararlanabilecek olup kurumsal yatırımcılar (tüzel kişiler) Altına Dayalı Kira Sertifikasına yatırım yapamayacaktır.

C. Para Cinsine göre:

DİBS'ler yerli para cinsinden veya yabancı para cinsinden ihraç edilebilir.

a) TL cinsi

b) Döviz cinsi ve dövize endeksli senetler: Döviz üzerinden gerçekleştirilen ihraçlar ya döviz cinsinden ya da dövize endeksli olarak yapılmaktadır. Döviz cinsi ve dövize endeksli senetler arasındaki en belirgin fark, döviz cinsinden senetlerin borçlanma ve ödemelerine ilişkin işlemlerin dövizle yapılmasına karşın dövize endeksli senetlerin borçlanma ve ödemelerinin belirlenen kur üzerinden hesaplanan TL üzerinden yapılmasıdır.

c) Altın cinsi: Bu kapsamda, Hazine tarafından ayrıca fiziki altına yatırım yapmış olan bireysel yatırımcılara belirli bir getiri sağlayarak yastık altındaki altınların ekonomiye kazandırılması ve ülke rezervlerinin artırılmasına yönelik olarak Altın Tahvili ihraç edilmektedir. Altın Tahvilleri, yatırımcısına, satın aldığı Tahvil karşılığında altın fiyatına endeksli Türk Lirası cinsi getiri sağlayan bir yatırım aracıdır.

D. Faiz Tipine⁷⁵ göre:

a) Sabit faizli senetler: Sabit faizli kuponlu senetleri ifade etmekte olup, sabit nakit akışı sağlayan bir enstrümandır.

b) Değişken faizli senetler: Değişken faiz oranlarında kupon ödeyen senetleri ifade etmekte olup kupon ödemelerinin değişken olması sebebiyle yatırımcıların faiz riskinden korunmalarına imkan sağlayan enstrümanlardır. İlk defa Temmuz 1999'da yapılan ihalede sunulmuştur. Bu enstrüman ile iç borç stokunun ortalama vadesinin uzatılması hedeflenmektedir. Tahvili alan taraf faiz riskini üstlenmemekte, faiz riski Hazine tarafından üstlenilmektedir (Özyıldız, 2020).

c) Enflasyona endeksli senetler: Yatırımcılara enflasyon üzerinde bir getiri (reel getiri) garantisi vermek suretiyle farklı bir varlık seçeneği sunmaktadır. Söz konusu tahviller enflasyondaki değişimlere rağmen değişiklik göstermeyen öngörülebilir net getiri sağlaması bakımından yatırımcılar açısından tercih edilen yatırım araçlarıdır.

Senetlerin anapara ödemeleri herhangi bir şekilde değer kaybına uğramamaktadır. Dolayısıyla yatırılan anaparanın satın alma gücü herhangi bir sabit getirili yatırım aracında enflasyon etkisiyle aşınabilirken, Enflasyona Endeksli Devlet Tahvillerinde anapara nominal olarak korunmakla kalmayıp satın alma gücü de korunmaktadır.

Bu tür senetler, değişken faizli senetler başlığı altında sınıflandırılabilirdiği gibi ayrıca enflasyona endeksli senetler olarak da sınıflandırılabilirler.

d) Diğer :Enflasyon dışında bir değişkene endeksli senetlerdir.

E. Vadesine göre:

Vade ayrımı daha önceki bölümde “Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanma” başlığı altında bahsedildiği üzere orijinal vadeye göre ve kalan vadeye göre de yapılabilmektedir. Farklı düzenlemelere göre sürelerin uzunluğu değişse de genel kabul olarak kısa vade 1 yıldan az süre için tanımlanmaktadır.

⁷⁵ <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri> [Erişim tarihi: 13.08.2023]

4749 sayılı Kanun Madde 3'te yer alan ve uzun vadeli kabul edilen devlet tahvilleri için 364 gün ve üzeri uzun vade olarak tanımlanmış, diğer süreler kısa vade olarak tanımlanmıştır.

F. Nakit girişi sağlamasına göre:

e) Hazineye Nakit Girişi Sağlayan DİBS'ler

Hazineye nakit girişi sağlayan DİBS'ler Devlet Tahvili ve Hazine Bonosundan oluşmaktadır. Devlet Tahvilleri, ihraç edildikleri tarih itibarıyla bir yıl (364 gün⁷⁶) ve daha uzun vadeli DİBS'lerdir. Devlet tahvili, vadesinin bir yıl ya da daha fazla olması itibarıyla uzun vadeli kamu finansman yöntemi olarak kabul edilebilir.

Hazine Bonoları ise ihraç edildikleri tarih itibarıyla vadeleri bir yıldan kısa (364 günden az) olan DİBS'lerdir. Hazine Bonoları, para piyasası araçlarının en önemlilerindendir. Birçok ülkede hazine bonolarının alım satımı, para piyasalarındaki günlük işlem hacminin en büyük kısmını teşkil eder. Hazine bonolarına uygulanan faiz oranları para piyasasının faiz oranları için önemli bir göstergedir.

Hazineye Nakit Girişi Sağlamayan DİBS'ler

Özel tertip DİBS'lerdir. Bunlar ikrazen ihraç edildiklerinde Hazine ile senet sahibi arasında bir borç ilişkisi doğururlar. İkrazen ihraç edilenler hariç olmak üzere, özel tertip DİBS'ler, ancak karşılığında ilgili yıl bütçe kanununda yeterli ödenek olması kaydıyla ihraç edilir. Yıl içinde ortaya çıkan ve önceden öngörülmemiş gelişmeler için çıkarılacak özel tertip DİBS'ler ise ancak ödenek kalemleri arasında aktarma yapılarak ihraç edilebilir.

G. Tahvilin ihraç edildiği ülkeye göre:

f) Hazine Tarafından Yurtiçinde İhraç Edilen Tahviller,

İç borç - dış borç ayrımı başlığında da belirtildiği üzere yurt içinde yapılan borçlanma işlemlerinde Hazine bir tahvili yurt içinde ihraç ediyorsa bunlar iç borç olarak kabul edilmekte ve iç borç stokunu oluşturmaktadır. Burada tahvilin döviz cinsi ya da yerli para cinsi olmasına dair bir ayırım yapılmamaktadır. Diğer bir ifadeyle, eğer bir tahvil döviz cinsinden de olsa iç piyasada ihraç ediliyorsa iç borç olarak, Türk Lirası cinsinden bir tahvil Londra'da ihraç ediliyorsa dış borç olarak kaydedilir (Özyıldız 2020).

g) Hazine Tarafından Yurtdışında İhraç Edilen Tahviller:

Hazine, diğer dış finansman kaynaklarının yanı sıra 4749 sayılı Kanun kapsamında uluslararası sermaye piyasalarında ihraç ettiği tahviller ile dış finansman sağlayabilmektedir. Söz konusu tahviller 1 ila 30 yıl arasında değişen vade aralığında olup, yatırımcıya sabit getiri imkanı sunmaktadır. Borçlanıcıların kendi ülkeleri dışında ihraç ettiği tahviller ihraç edildikleri piyasaya göre Eurobond, Samurai Bond ve Yankee Bond gibi isimler almaktadırlar. Örneğin, uluslararası piyasalarda ihraç ediliyorsa Eurobond, Japonya piyasasında ihraç ediliyorsa Samurai Bond ismini almaktadır.

Buraya kadar borçlanma araçlarından borçlanma senetlerinin özellikleri ve senetlerin özelliklerine göre sınıflandırılmalarına ilişkin bilgiler verildi.

Bunun yanında, borçlanma senetlerinin bir özelliği de analiz aracı olarak kullanılabilirlerdir. Bunun için de borçlanma senetlerine ait verilerden zamana göre değişen getirilerinden bir gösterge (verim eğrisi) oluşturulabilir ve bu gösterge üzerinden beklentilere yönelik bir değerlendirme yapılabilir.

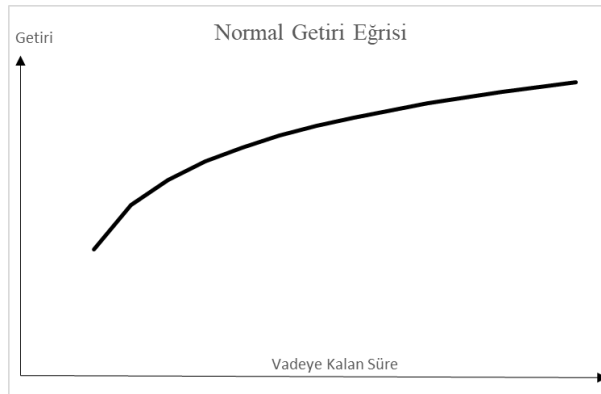
5.3.2. Getiri (Verim) Eğrisi

Sabit getirili menkul kıymetlerdeki fiyat veya getiri, diğer tüm finansal araçlarda olduğu gibi piyasa koşulları altında oluşan arz ve talebin bir sonucu olarak belirlenmektedir. Bir yatırımın getirisi genel olarak yıllık bazda hesaplanır ve yatırımdan sağlanan gelirin, yatırımın maliyetine oranının

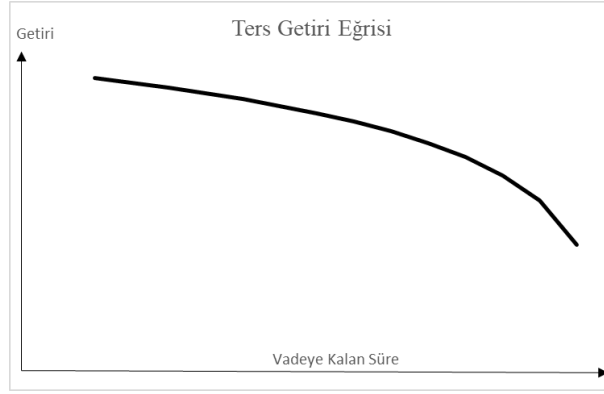
⁷⁶ 4749 sayılı Kanunda bir yıl 364 gün olarak kabul edilmiştir. Ancak, sermaye piyasası mevzuatı düzenlemelerinde bu süre 365 gün olarak uygulanmaktadır.

yüzdesel bir ifadesi olarak tanımlanır. Getiri eğrisi, sabit getirili menkul kıymetlerin (DİBS gibi) faiz oranları ile vadeleri (vadeye kalan süre) arasındaki ilişkiyi gösteren grafikte çizilen eğriye verilen isimdir. Grafikte, dikey eksen menkul kıymetin getirisi ve yatay eksen vadeye kalan süre gösterilir. Genel olarak bir ekonomide risksiz borçlanma aracı olarak kabul edilen kamu borçlanma araçları kullanılarak oluşturulur ve bu eğri diğer tüm borçlanma maliyetleri için de temel bir ölçü oluşturur.

- **Normal getiri eğrisi:** Normal bir ekonomik seyrinde yatırımcılar, vade uzadıkça daha çok getiri talep edeceklerdir. Bunun temel sebebi daha uzun bir vadenin yatırımcı açısından daha fazla belirsizlik oluşturması ve bu belirsizlik nedeniyle yatırımcıların daha uzun vadeli borç verirken daha temkinli hareket etmesi olarak gösterilebilir. Her ne kadar kamu borçlanma araçları için geçerli olmasa da temerrüt riski, yani borcun tam ve zamanında geri ödenmemesi riski, vade uzadıkça artmaktadır. Vade uzadıkça artan diğer bir risk ise faiz oranı riski olup, bu risk kamu borçlanma araçları için de geçerlidir. Bu risk, uzun vadeli kıymetlerin fiyatlarının, kısa vadeli kıymetlere kıyasla piyasadaki faiz oranlarındaki değişikliklere daha duyarlı olmasıyla ilgilidir. Örneğin, olumsuz bir senaryoda 2 yıllık bir tahvilin fiyatı %5 azalırken, 10 yıllık tahvilin fiyatı %10 azalabilmektedir. Olumlu bir senaryoda, uzun vadeli tahvilin fiyatı kısa vadeliye göre daha yüksek oranda artacaktır. Söz konusu oynaklık, uzun vadeli araçların kısa vadeli araçlardan daha riskli olduğu sonucunu ortaya koymaktadır. Tahvillerin vadesine kadar elde tutulması durumunda, örneğin, %10 kupon ödemesi yapan bir yıl vadeli tahvil ile yine %10 kupon ödemesi yapan beş yıl vadeli tahvil yatırımcılarını kıyaslayalım. Bu tahviller satın alındıktan sonra ekonomide olumsuz gelişmeler nedeniyle faiz oranları %20'ye yükseldiğinde, bir yıllık tahvil yatırımcısı ilk yıl piyasaya göre %10 daha az getiri sağlasa da, bir yılın sonunda anaparasını %20 faiz oranı üzerinden yatırıma yönlendirebilecektir. Beş yıl vadeli tahvil yatırımcısı ise beş yıl boyunca piyasaya göre %10 daha az getiri sağlayacaktır. Normal ekonomik seyrinde, daha uzun vadeli borç veren yatırımcı katlanacağı ilave risk için ekstra bir prim talep edecektir. Bu prim, vade uzadıkça azalan bir şekilde artmaktadır. Bu nedenle, normal getiri eğrisi grafikte soldan sağa doğru yukarı eğimli ve vade arttıkça artış hızı azalan bir eğridir. Yatırımcılar ekonominin normal bir hızda büyümesini beklediğinde, enflasyon oranında önemli değişiklikler veya mevcut kredilerde büyük kesintiler beklenmediğinde, genellikle bu tür bir getiri eğrisi gözlemlenmektedir.



Ters getiri eğrisi: Getiri eğrileri zaman zaman yatay bir görünüm alabilirken, aşağı yönlü de olabilmektedir. Aşağı yönlü eğriler, ters getiri eğrisi olarak da bilinmektedir. Uzun vadeli yatırımcıların, kısa vadeli yatırımcılardan daha fazla risk üstlendikleri halde daha az getiri talep ettikleri bu durumlar, faiz oranları ile ilgili beklentilerden kaynaklı olarak, nadiren de olsa ortaya çıkabilmektedir. Yatırımcılar faiz oranlarının ileride düşeceğini beklediklerinde, paralarını mevcut faiz oranları üzerinden daha uzun vadeli olarak bağlamak isteyeceklerdir. Uzun vadeli menkul kıymetlere olan talepteki artış, uzun vadeli menkul kıymetlerin fiyatını artırmakta ve buna paralel olarak getirisini de düşürmektedir. Getiri eğrilerinin terse doğru dönmesi, genellikle enflasyon oranlarının düşeceğine ilişkin beklentilerden kaynaklanmakta, bu da ekonomik yavaşlama ya da durgunluğun öncü göstergesi olarak yorumlanabilmektedir.



- **Düz (yatay) getiri eğrisi:** Düz getiri eğrisinde, farklı vadeler için, yatırımcıların getiri beklentileri benzerlik göstermektedir. Vade uzamasına rağmen faiz aynı düzeyde seyretmektedir. Getiri eğrisinin düzleşmesi genellikle, normal getiri eğrisi ile ters getiri eğrisi arasında bir geçiş olduğunda meydana gelmektedir. Eğrinin, pozitif eğimden yatay pozisyona geçmesi ekonomide durgunluk beklentisinin olduğu şeklinde yorumlanabilmektedir.



5.3. DİBS İHRAÇ YÖNTEMLERİ ve PİYASA YAPICILIĞI

En basit şekliyle bir grup uzman aracıya, Devlet İç Borçlanma Senetleri ile ilgili belirlenen bazı yükümlülükleri yerine getirmeleri karşılığında belirli ayrıcalıklar sağlanması olarak tanımlanabilecek piyasa yapıcılığı sistemi, kamu borç yönetiminin geliştirilmesi, kamu borçlanmasında istikrar sağlanması, Devlet İç Borçlanma Senetlerinin ikincil piyasasının derinleştirilmesine destek sağlanması amacıyla oluşturulmuştur. 4749 sayılı Kanun **piyasa yapıcısını**, “devlet iç borçlanma senetleri ihalelerinde ve söz konusu senetlerin ikincil piyasa işlemlerinde etkinliğin artırılması amacıyla, önceden belirlenen kriterlere göre seçilmiş banka” olarak tanımlamaktadır. Piyasa yapıcılığı faaliyeti her yıl Hazine ile Hazine’nin aradığı belirli kriterleri sağlayan bankalar arasında yapılan sözleşmeler çerçevesinde yürütülmektedir.

Piyasa Yapıcının Yükümlülükleri

- Piyasa yapıcıların birincil piyasada devlet iç borçlanma senetleri ihalelerine katılarak belli miktarlarda alım yapma yükümlülüğü bulunmaktadır. Böylece, Hazine’ye birincil piyasada belirli bir satım garantisi verilerek borç çevirme riskinin azaltılması sağlanmaktadır.
- Piyasa yapıcı ikincil piyasada likiditeyi sağlamakla yükümlüdür. Bu amaçla, piyasa yapıcı, BİST Borçlanma Araçları Piyasası’nda (BAP) belirli senetler için alım-satım kotasyonu verir. Bu sayede ikincil piyasada işlem hacminin artırılması, devlet iç borçlanma senetlerinin fiyat dalgalanmalarının azaltılması sağlanmaktadır.
- Piyasa yapıcı, Bakanlığın genel ekonomi veya mali piyasalar hakkında talep edeceği

araştırma, rapor, anket, mali veriler ve benzeri bilgileri hazırlar ve belirlenen süre içerisinde Bakanlığa iletir.

Piyasa Yapıcının Ayrıcalıkları

- Piyasa yapıcılar ihalelere teminatsız katılabilir.
- Piyasa yapıcılar ihalelerde rekabetçi olmayan teklif⁷⁷ verebilir.
- Piyasa yapıcılar ihale sonrası teklif⁷⁸ verebilir.
- Hazine, para piyasası nakit işlemlerini piyasa yapıcılar ile gerçekleştirir.
- “TAP” satışlarına sadece piyasa yapıcılar katılabilir.
- Halka arz yoluyla yapılacak DİBS ihraçlarına sadece piyasa yapıcılar aracılık edebilir.
- Geri alım⁷⁹ ve değişim⁸⁰ ihalelerine sadece piyasa yapıcılar katılabilir.
- Piyasa yapıcılar, TCMB bünyesinde kurulmuş olan DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası’nda DİBS ödünç alma ve verme işlemlerine taraf olabilirler.

DİBS’lere ilişkin dört ihraç yöntemi mevcuttur:

a) İhale Yöntemi

İhale, fiyatlar hakkında bilgi noksanlığının olduğu dönemlerde fiyatların rekabet ortamında oluşmasını sağlayan bir mekanizmadır. İç borçlanmada ihale süreci ihale duyurusu ile başlar. İhaleye katılım için TCMB’ye başvuru yapılmaktadır. Bankalar, aracı kurumlar, özel finans kurumları ve bireysel yatırımcılar tekliflerini TCMB’ye yaparlar. İhalede iki tür değerlendirme yöntemi bulunmaktadır (Özyıldız, 2020).

1. Çoklu fiyat ihalesi yöntemi: Bu yöntemde ihale katılımcıları kendi teklif ettikleri fiyat üzerinden DİBS almaya hak kazanmaktadırlar. Yani her kazanan farklı fiyat ile senedi satın almış olmaktadır. Burada ihalede piyasa koşullarına ve ihtiyaca göre çekilen çizgi üzerinde kalan teklifler ihaleyi kazanarak teklif verdikleri fiyatlardan DİBS almaktadır.

2. Tek fiyat ihalesi yöntemi: Bu yöntemde ihale katılımcıları kendi teklif ettikleri fiyat yerine Hazine tarafından belirlenen (ihaleyi kazanan en düşük fiyat teklifinden) fiyattan almaya hak kazanırlar. Burada ihaleyi kazananların getirileri aynı olmaktadır⁸¹. Teklifler arasında borçlanma maliyetini en aza indirecek bir fiyatın belirlenmesi amaçlanmakta olup bu fiyattan daha yüksek teklif eden tüm katılımcılar için tek bir fiyat geçerlidir.

İhale yolu ile ihraç edilen devlet tahvili ve hazine bonoları iskontolu ve kuponlu olarak satılabilmektedir.

İhale günü TCMB’ye gelen tüm teklifler yüksek birim fiyattan düşük fiyata (düşük faizden yüksek faize) göre sıralanır. İhale listesi TCMB tarafından hazırlandıktan sonra değerlendirilmek üzere Hazine’ye gönderilmektedir. Bu listeden her fiyat seviyesinde elde edilecek kümülatif hasılat, satılacak nominal tutar, ortalama, basit ve bileşik faiz oranları görülebilmektedir. Bu sayede ihale farklı (tek fiyat-

⁷⁷ İhale sistemine göre ihalede oluşan fiyat veya ortalama fiyattan alım teklifi.

⁷⁸ İhale sonrasında, ihale sistemine göre ihalede oluşan veya ortalama fiyattan alım teklifi.

⁷⁹ Daha önce ihraç edilmiş olan DİBS’in vadesinden önce itfa edilmesi

⁸⁰ Daha önce ihraç edilmiş olan DİBS’lerin yapılan başka bir DİBS ihracı ile değiştirilmesi.

⁸¹ Sadece kamu kurum ve kuruluşları ile piyasa yapıcılar tarafından verilebilen Rekabetçi Olmayan Teklif (ROT), DİBS ihalelerinde, ihale sistemine göre ihalede oluşan veya ortalama fiyattan teklifi ifade eder (https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2021/12/DIBS_Ihalelerine_Katilim_Esasleri_2021.pdf - Erişim Tarihi Aralık 2023).

çoklu fiyat) değerlendirme yöntemleriyle incelenebilmektedir.

Aşağıdaki örnekte yaklaşık 66 milyon TL’lik nakit ihtiyacının karşılanması öncelikli olduğu varsayımıyla çizgi bu tutara denk gelen sıradan çekilmiştir. Faiz oranın ön plana çıktığı bir dönemde ise belirlenen faiz oranından bir çizgi çekilerek nakit ihtiyacı karşılanabilecekti. Bu örnekte çoklu fiyat uygulandığı varsayımıyla, her kuruluş farklı teklif verdiği için farklı fiyattan DİBS alabilecektir. Örneğin teklif veren C kuruluşu 92,105; 92,102; 92,097; 92,039 gibi farklı fiyatlardan toplam 3,7 milyon TL’lik DİBS alabilecektir (Özyıldız, 2020).

Tablo : Örnek İhale Teklif Listesi

Teklif Veren	Nominal Teklif Tutarı	Birim Fiyat	Nakit	Dönem Faizi	Bileşik Faiz	Nominal Kümülatif Toplam	İhale Kümülatif Hasılat	Ortalama	
								Dönem Faizi	Bileşik Faiz
A	1.000.000	92,246	922.460	0,0841	0,3811	1.000.000	922.460	0,0841	0,3811
A	1.000.000	92,163	921.630	0,0850	0,3860	2.000.000	1.844.090	0,0845	0,3835
B	5.000.000	92,144	4.607.200	0,0853	0,3872	5.000.000	6.451.290	0,0851	0,3861
C	1.000.000	92,105	921.050	0,0857	0,3895	6.000.000	7.372.340	0,0851	0,3866
C	450.000	92,102	414.459	0,0858	0,3897	450.000	7.786.799	0,0852	0,3867
D	10.000.000	92,102	9.210.200	0,0858	0,3897	10.450.000	16.996.999	0,0855	0,3883
C	1.250.000	92,097	1.151.213	0,0858	0,3900	1.250.000	18.148.212	0,0855	0,3884
D	2.000.000	92,097	1.841.940	0,0858	0,3900	3.250.000	19.990.152	0,0855	0,3886
D	1.500.000	92,088	1.381.320	0,0859	0,3906	1.500.000	21.371.472	0,0856	0,3887
D	2.000.000	92,081	1.841.620	0,0860	0,3910	3.500.000	23.213.092	0,0856	0,3889
E	1.000.000	92,081	920.810	0,0860	0,3910	1.000.000	24.133.902	0,0856	0,3890
F	6.000.000	92,064	5.523.840	0,0862	0,3920	7.000.000	29.657.742	0,0857	0,3895
G	50.000	92,059	46.030	0,0863	0,3923	50.000	29.703.771	0,0857	0,3895
G	109.000	92,059	100.344	0,0863	0,3923	159.000	29.804.115	0,0857	0,3896
F	1.850.000	92,059	1.703.091	0,0863	0,3923	1.850.000	31.507.206	0,0858	0,3897
F	1.000.000	92,056	920.490	0,0863	0,3925	2.850.000	32.427.696	0,0858	0,3898
H	20.000.000	92,049	18.409.800	0,0864	0,3929	20.000.000	50.837.496	0,0860	0,3909
H	500.000	92,039	460.195	0,0865	0,3935	20.500.000	51.297.691	0,0860	0,3909
B	15.000.000	92,039	13.805.850	0,0865	0,3935	15.000.000	65.103.541	0,0861	0,3915
C	1.000.000	92,039	920.320	0,0865	0,3935	16.000.000	66.023.861	0,0861	0,3915
H	200.000	92,032	184.064	0,0866	0,3939	200.000	66.207.925	0,0861	0,3915
H	250.000	92,03	230.075	0,0866	0,3941	450.000	66.438.000	0,0861	0,3915
B	10.867.000	92,027	10.000.574	0,0866	0,3942	10.867.000	76.438.574	0,0862	0,3919
B	1.500.000	92,022	1.380.330	0,0867	0,3945	12.367.000	77.818.904	0,0862	0,3919
A	6.000.000	92,022	5.521.320	0,0867	0,3945	6.000.000	83.340.224	0,0862	0,3921
B	5.000.000	92,017	4.600.850	0,0868	0,3949	11.000.000	87.941.074	0,0862	0,3922
B	750.000	92,017	690.127	0,0868	0,3949	750.000	88.631.201	0,0863	0,3923

Kaynak: Özyıldız, 2020.

b) TAP Yöntemi

İlk defa 1988 yılı Ekim ayında kullanılan bu sistemde Hazine, yatırımcıların istedikleri zaman satın alabilecekleri tahvilleri Merkez Bankasına depolamaktadır. Yatırımcılar Merkez Bankasından alana kadar bu tahvillerin mülkiyeti Hazineye aittir. Merkez Bankası “TAP” satışları süresince sadece aracı ve depolayıcı görevini görmektedir. Bu yöntemde Hazine, senedin türü, faizi ve vade şartlarını belirleyerek Merkez Bankasına depolamaktadır. Satışta kaldığı süre boyunca her gün için belirlenmiş fiyatlar üzerinden satışı yapılır. Piyasa yapıcılığı sistemine geçilmesi sonucunda TAP yöntemiyle yapılan ihraçlara sadece piyasa yapıcı bankalar katılmaktadır.

c) Doğrudan Satış Yöntemi

Hazine 1996 yılında doğrudan satış yöntemiyle DİBS ihraç etmeye başlamış olup, söz konusu

DİBS'lerin özelliği başlangıçta kime ve ne kadar satılacağını belli olmasıdır. Hazine kamu kurumları, bankalar ile diğer finansal kuruluşlara doğrudan ihraç yöntemi ile DİBS ihraç edebilmektedir. Kamu kurumları, bankalar ya da diğer finansal kuruluşlar senet taleplerini Hazineye iletmekte, söz konusu talep Hazine tarafından değerlendirilmekte ve piyasa koşulları çerçevesinde senedin faizi belirlenerek karşı tarafla da mutabakat sağlanarak senet ihracı gerçekleştirilmektedir. Daha önce ihraç edilmiş olan bir senet için de doğrudan satış söz konusu olabilir. Bu durumda senedin ihraç fiyatının üzerine işlemiş faizi konularak hesaplanan fiyat üzerinden ihraç gerçekleştirilir.

ç) Halka Arz Yöntemi

1994 Krizinden sonra önem kazanan bu ihraç şeklinde de ihraç edilecek senedin türü, vade ve faiz şartları Hazinece belirlenir ve satışa aracılık etmek isteyen banka ve aracı kurumlar vasıtasıyla satışa sunulur.

Piyasa yapıcılığı sözleşmesi çerçevesinde halka arz yoluyla yapılacak DİBS ihraçlarına sadece Piyasa Yapıcı bankalar aracılık edebilir. Aracılık faaliyetinde bulunan bankalar Hazinenin belirlemiş olduğu oran üzerinden komisyon alırlar.

5.4. DİBS'LERİN VERGİLENDİRİLMESİ

4749 sayılı Kanunun “*Vergi Resim Harç ve Fon İstisnası*” başlıklı 15 inci maddesi uyarınca Hazine tarafından ihraç edilen DİBS'lerin faiz ve anapara ödemeleri ile aynı Kanunun 6 ncı maddesinin son fıkrasında yer alan malî servis anlaşmasında yer alacak ödemeler ile yine 12 nci maddesinin üçüncü fıkrasında yer alan para piyasası nakit işlemleri ve bunların dışında kalan diğer Devlet iç borçları ile ilgili gider, işlemler ve kâğıtlar, 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile 13.06.2006 tarihli ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu hükümleri saklı olmak koşulu ile her türlü vergi, resim, harç ve fondan istisnadır.

ÖRNEK SORULAR

1. Devlet iç borçlanma senetleri ihaleleri Hazine adına aşağıdakilerden hangisi tarafından gerçekleştirilir? (2014 - Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey - Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları)

- a) Türkiye Cumhuriyet Ziraat Bankası
- b) Türkiye İş Bankası
- c) Halk Bankası
- d) Takasbank
- e) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

2. Hazine bonolarının vade sonundaki nominal değeri ile iskontolu satış değeri arasındaki olumlu fark aşağıdakilerden hangisini gösterir? (2014 - Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey- Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları)

- a) Komisyon geliri
- b) Ücret geliri
- c) Altyapı tesisi geliri
- d) Faiz geliri
- e) Kira geliri

KAYNAKÇA

AKDUĞAN, Umut, Ders Notları, **BAŞÇI, Savaş**, “*Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap’ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımları*”, Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi, Cilt:11, Sayı:12, 2003.

BİAŞ Vadeli İşlem Ve Opsiyon Piyasası Prosedürü

CFA Institution, Derivatives and Alternative Investments, CFA program curriculum, volume 6, Level II, 2008.

CFA Institution, Derivative and Portfolio Management, CFA program curriculum, volume 6, Level II, 2012.

CİVAN, Mehmet, Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara, 2007.

HULL, John C., Risk Management and Financial Institutions, Prentice Hall, ABD, 2007.

KARATEPE, Y., Türev Piyasaları: Opsiyon Futures Swap, A. Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, No:587, 2000.

ÖRTEN, Remzi ve ÖRTEN, İpek, Türev Finansal Araçlar ve Muhasebe Uygulamaları, Gazi Kitabevi, 2001, Ankara.

SAUNDERS, Anthony ve CORNETT, Marcia Millon, Financial Institutions Management: A Risk Management. Approach, 6. Baskı, McGraw-Hill, New York, 2008.

SAYILGAN, Güven, “*Finansal Risk Yönetimi*”, <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/468/5410.pdf>

TAŞ, Oktay, YAŞAROĞLU, Çağdaş ve TOKMAKÇIOĞLU, Kaya, “*Finansal Opsiyonlarla Reel Opsiyonların Karşılaştırılması ve Gerçek Bir Yatırım Projesinde Reel Opsiyonların Hesaplanması*”, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:22, Sayı:2, 2007.

www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazpazartesi11.do