

YENİ



Fiyat İstikrarını Sağlayıcı Araçlar

Yatırım Fonları ve Katılma Payları

Kamu Borçlanma Araçları (DİBS)

Pay ve Pay Benzeri Kıymetler

Halka Açılma ve Halka Arz

Katılma İntifa Senetleri

Türev Araçlar

Sınav Çalışma Notları

Temmuz, 2026

Tahvil ve Bono

Menkul Kıymetler ve Kıymetli Eyrak

Derivatif Araçlar ve Diğer Sermaye Araçları



1003

SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

15 Ekim 2026 tarihinden itibaren
uygulanacak sınavlar için geçerlidir.

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

UYARI!

Bu çalışma notu, 15 Ekim 2026 tarihinden itibaren uygulanacak sınavlar için geçerlidir. Bu tarihten önceki sınavlara girecek adayların internet sitemizdeki mevcut (eski) çalışma notunu esas almaları gerekmektedir.

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

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. Pay (Temel Düzenlemeler, Ürün ve Piyasa Bilgisi)
2. Borçlanma Araçları (Temel Düzenlemeler, Ürün ve Piyasa Bilgisi)
3. Yatırım Fonu Katılma Payları (Temel Düzenlemeler, Ürün ve Piyasa Bilgisi)
4. Türev Araçlar (Temel Düzenlemeler, Ürün ve Piyasa Bilgisi)
5. Gelir Vergisi Kanunu Geçici 67'nci Madde Uygulaması

İÇİNDEKİLER

BÖLÜM I: PAY	1
1. GENEL ÇERÇEVE	2
1.1. Anonim Şirketler	2
1.2. Genel Olarak Pay	4
1.3. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Pay	4
1.4. Pay Türleri.....	5
1.5. Değer Kavramları	9
1.6. Kaydi Sistem	10
1.7. Pay Sahipliği Hakları	10
1.8. Payın Getiri ve Riskleri	11
1.9. Pay Piyasası Endeksleri.....	18
1.10. Algoritmik İşlemler ve Yüksek Frekanslı İşlemler (YFİ)	21
2. PAY İHRACINA İLİŞKİN TEMEL DÜZENLEMELER	22
2.1. İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği Hükümleri.....	22
2.2. Pay Tebliği Hükümleri	27
2.3. Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği Hükümleri	34
3. KURUMSAL EYLEMLER	43
3.1. Nakit Kar Payı (Temettü) Dağıtımı.....	43
3.2. Bedelli Sermaye Artırımı ve Yeni Pay Alım (Rüçhan) Hakkı İşlemleri	44
3.3. Bedelsiz Sermaye Artırımı	50
3.4. Sermaye Azaltımı	53
3.5. Pay Geri Alım Programları.....	55
3.6. Pay Alım Teklifi ve Diğer Çıkış Hakları.....	57
4. PİYASA İŞLEYİŞ KURALLARI	60
4.1. Pazarlar.....	60
4.2. Pazarlarda Uygulanacak İşlem Esasları	62
4.3. Alt Pazar, Yakın İzleme Pazarı ve Piyasa Öncesi İşlem Platformunda İşlem Gören Paylarda Yatırımcıların Olası Riskler Açısından Bilgilendirilmesi.....	63
4.4. Emir-İşlem Esasları ve İşlem Yöntemleri	63
4.5. Seans Saatleri	65
4.6. İşlem Yöntemleri.....	67
4.7. Devre Kesiciler.....	73
4.8. Emir Tipleri ve Kuralları.....	75
4.9. Kredili Menkul Kıymet ve Açığa Satış İşlemleri	79
4.10. Brüt Takas (BT)	80
BÖLÜM II: BORÇLANMA ARAÇLARI	82
1. SERMAYE PİYASASI MEVZUATI KAPSAMINDA BORÇLANMA ARAÇLARINA İLİŞKİN TEMEL DÜZENLEMELER	83
1.1. Borçlanma Araçlarının İhracına İlişkin Genel Esaslar	83
1.2. Borçlanma Araçlarının Satış Yöntemleri ve İşlem Süreci	84
1.3. Borçlanma Aracı İhraççılarının Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri	85
1.4. Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu ve Yeniden Yapılandırma Süreci	86
1.5. Borçlanma Araçlarının Borsada İşlem Görmesi (İkincil Piyasa)	87
2. BORÇLANMA ARAÇLARINA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER	88
2.1. Sabit Getirili Menkul Kıymetler: Kavramsal Çerçeve	88
2.2. Finansman Tercihinde Banka Kredileri ve Borçlanma Araçları	88
3. BORÇLANMA ARAÇLARININ YAPISAL UNSURLARI	89
3.1. Nominal Değer	89
3.2. Kupon Oranı	90
3.3. Sabit ve Değişken Kupon Yapıları	90
3.4. İtfa Tarihi (Vade) Kavramı.....	91

3.5. İtfa Yapısı.....	91
4. TEMİZ FİYAT, KİRLİ FİYAT VE İŞLEMİŞ FAİZ MEKANİZMASI.....	92
5. KUPONSUZ SENET FİYATLAMASI.....	94
6. BASİT FAİZ VE BİLEŞİK FAİZ AYRIMI.....	95
7. TAHVİL GETİRİLERİNİN ÖLÇÜLMESİ.....	96
7.1. Getiri Kavramına Genel Bakış	96
7.2. Nominal Getiri (Nominal Yield)	97
7.3. Cari Getiri (Current Yield).....	97
7.4. Vadeye Kadar Getiri (Yield To Maturity – Ytm).....	98
7.5. Enflasyon Etkisi ve Reel Getiri	99
7.6. Net Getiri ve Mevduat Eşleniği.....	100
7.7. Baz Puan Kavramı.....	102
8. TAHVİLLERDE RİSK-GETİRİ İLİŞKİSİ.....	102
8.1. Piyasa Faiz Oranları Nasıl Değişir?	104
8.2. Faiz Oranı Riski ve Duyarlılığın Ölçülmesi: Durasyon Yaklaşımı.....	106
9. RİSKSİZ FAİZ ORANI (RİSK-FREE RATE).....	107
10. KREDİ RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ	109
10.1. Derecelendirme	109
10.2. Kredi Temerrüt Takası (CDS).....	111
11. BORÇLANMA ARAÇLARINDA ERKEN İTFA OPSİYONLARI.....	113
12. EUROTAVHİLLER (EUROBONDS).....	114
13. STRİP	116
14. GETİRİ EĞRİSİ.....	117
15. DEĞİŞKEN GETİRİLİ ARAÇLARDA REFERANS ORANLAR	118
16. TLREF'E ENDEKSLİ BORÇLANMA ARACI İHRAÇ ÖRNEĞİ	122
17. TÜFE'YE ENDEKSLİ DEVLET TAHVİLİ	124
18. DİBS İHRAÇ YÖNTEMLERİ.....	126
19. DİBS'LERDE PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ	129
BÖLÜM III: YATIRIM FONU KATILMA PAYLARI	130
1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE	131
1.1. Kolektif Yatırımın Yeri	131
1.2. Bir Süreç Olarak Kolektif Yatırım ve Kuruluşları	132
1.3. Yatırım Fonu	134
1.4. Yatırım Fonlarına Hâkim Olan Temel İlkeler	135
2. PORTFÖY SINIRLAMALARINA İLİŞKİN GENEL ESASLAR.....	136
3. FON TÜRLERİNİN TEMEL KARAKTERİSTİK ÖZELLİKLERİ.....	137
3.1. Para Piyasası Fonları ve Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	137
3.2. Borçlanma Araçları Fonları.....	140
3.3. Hisse Senedi Fonları.....	144
3.4. Değişken Fonlar	147
3.5. Fon Sepeti Fonları	148
3.6. Katılım Fonları	148
3.7. Serbest Fonlar.....	150
3.8. Düzenli Nakit Akışı Sağlayan Fonlar.....	152
4. YATIRIM FONLARINDA FİYATLAMA SİSTEMATİĞİ VE OPERASYONEL SÜREÇLER	153
4.1. Emir İletim Zamanlaması ve Takas Süreci	153
4.2. Nemalandırma Esasları	154
4.3. Ödeme Yöntemleri	154
4.4. TEFAS.....	155
5. YATIRIM FONLARINDA ÜCRETLENDİRME ESASLARI	155
6. YATIRIM FONLARININ PERFORMANS KARŞILAŞTIRMASI VE BAŞARI PRİMİ	155

6.1. Karşılaştırma Ölçütü ve Eşik Değer	157
6.2. Performans Ücreti	158
7. FONUN RİSK DEĞERİ'NİN HESAPLANMA ESASLARI.....	159
BÖLÜM IV: TÜREV ARAÇLAR	161
1. TÜREV PİYASALARA GİRİŞ.....	162
2. VİOP'UN YAPISI.....	163
3. VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ (FUTURES).....	163
3.1. Genel Yapı.....	163
3.2. Temel Kavramlar.....	165
3.3. Teminat Mekanizması	168
3.4. Sözleşme Türlerinin Karakteristik Özellikleri.....	173
3.5. Fiyat Dinamikleri	175
4. OPSİYON SÖZLEŞMELERİ	179
4.1. Opsiyon Sözleşmelerinin Türleri.....	180
5. VARANTLAR.....	182
BÖLÜM V: GELİR VERGİSİ KANUNU GEÇİCİ 67'NCİ MADDE UYGULAMASI	184

BÖLÜM I: PAY

1. GENEL ÇERÇEVE.....	2
1.1. Anonim Şirketler.....	2
1.2. Genel Olarak Pay	4
1.3. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Pay	4
1.4. Pay Türleri.....	5
1.5. Değer Kavramları	9
1.6. Kaydi Sistem	10
1.7. Pay Sahipliği Hakları	10
1.8. Payın Getiri ve Riskleri	11
1.9. Pay Piyasası Endeksleri.....	18
1.10. Algoritmik İşlemler ve Yüksek Frekanslı İşlemler (YFİ)	21
2. PAY İHRACINA İLİŞKİN TEMEL DÜZENLEMELER.....	22
2.1. İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği Hükümleri.....	22
2.2. Pay Tebliği Hükümleri	27
2.3. Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği Hükümleri	34
3. KURUMSAL EYLEMLER	43
3.1. Nakit Kar Payı (Temettü) Dağıtımı.....	43
3.2. Bedelli Sermaye Artırımı ve Yeni Pay Alım (Rüçhan) Hakkı İşlemleri.....	44
3.3. Bedelsiz Sermaye Artırımı	50
3.4. Sermaye Azaltımı	53
3.5. Pay Geri Alım Programları.....	55
3.6. Pay Alım Teklifi ve Diğer Çıkış Hakları.....	57
4. PİYASA İŞLEYİŞ KURALLARI	60
4.1. Pazarlar.....	60
4.2. Pazarlarda Uygulanacak İşlem Esasları	62
4.3. Alt Pazar, Yakın İzleme Pazarı ve Piyasa Öncesi İşlem Platformunda İşlem Gören Paylarda Yatırımcıların Olası Riskler Açısından Bilgilendirilmesi.....	63
4.4. Emir-İşlem Esasları ve İşlem Yöntemleri	63
4.5. Seans Saatleri	65
4.6. İşlem Yöntemleri.....	67
4.7. Devre Kesiciler.....	73
4.8. Emir Tipleri ve Kuralları.....	75
4.9. Kredili Menkul Kıymet ve Açığa Satış İşlemleri	79
4.10. Brüt Takas (BT)	80

1. GENEL ÇERÇEVE

1.1. Anonim Şirketler

Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 329. maddesinde anonim şirket; "sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirket" olarak tanımlanmıştır. Anonim şirketler, günümüz ekonomisinde büyük ölçekli sermaye birikimine imkân tanınması ve halka açılmaya elverişli tek sermaye şirketi türü olması nedeniyle sermaye piyasalarının temel aktörüdür.

Anonim şirketler, kanun önünde kurucularından ve ortaklarından ayrı, bağımsız bir tüzel kişiliğe sahiptir. Bu tüzel kişilik sayesinde şirket; gerçek kişiler gibi hak ehliyetine sahiptir, kendi adına gayrimenkul edinebilir, borçlanabilir, sözleşme yapabilir ve davalarda taraf (davacı/davalı) olabilir. Pay sahipliği, şirket malvarlığı üzerinde doğrudan bir mülkiyet hakkı vermez; sadece şirkete karşı ortaklık hakları (kâr payı, oy hakkı vb.) sağlar.

Anonim şirketin en belirgin özelliği, sorumluluk rejimindeki kesin ayrımıdır:

- Anonim şirket, alacaklılarına karşı tüm malvarlığıyla sınırsız sorumludur.
- Pay sahipleri, şirketin borçlarından dolayı alacaklılara karşı sorumlu değildir. Pay sahiplerinin şirkete karşı tek borcu, taahhüt ettikleri sermaye payı bedelini ödemektir. Taahhüt ettiği sermaye borcunu tamamen ödeyen bir pay sahibinin, şirketin iflası durumunda dahi şahsi malvarlığına başvurulamaz.
- Limited şirketlerin aksine, anonim şirketlerde pay sahipleri (Yönetim Kurulu üyesi olmadıkları sürece) şirketin ödenmeyen vergi ve SGK primleri gibi kamu borçlarından dolayı kişisel malvarlıklarıyla sorumlu tutulamazlar.

1.1.1. Anonim Şirketlerde Teşkilatlanma

Anonim şirketler, faaliyet gösterdikleri sektörden veya büyüklüklerinden bağımsız olarak, Türk Ticaret Kanunu (TTK) uyarınca asgari bir teşkilat yapısına sahip olmak zorundadır. Bu yapı, şirket sahipliği (sermaye) ile şirketin yönetimi (icra) arasındaki yetki dengesini sağlamak amacıyla kurulmuştur. Anonim şirketlerde, hukuki olarak şirketin iradesini yansıtan iki zorunlu organ bulunur. Bunlar genel kurul ve yönetim kurulu'dur. Ayrıca halka açık ortaklıklarda, modern kurumsal yönetimin bir gereği olarak bu organlara yardımcı komiteler ve dış denetim mekanizmaları eşlik eder.

Şirketin en üst karar organı olan **Genel Kurul**, tüm pay sahiplerinin temsil edildiği platformdur. Genel Kurul, şirketin günlük operasyonlarına ve yönetimine müdahale etmez; bunun yerine şirketin temel yapısını ilgilendiren ve stratejik kararlarını alır. Yönetim Kurulu üyelerinin seçimi, ibra edilmesi veya azli, finansal tabloların onaylanarak kâr dağıtımının karara bağlanması, esas sözleşme değişiklikleri, bağımsız denetçinin seçimi ve şirketin birleşme, bölünme veya sona erme gibi *önemli nitelikteki işlemleri* münhasıran bu organın yetkisindedir.

Şirketin yönetim ve temsil organı ise Genel Kurul tarafından seçilen **Yönetim Kurulu**'dur. Bu organ, şirketin stratejik rotasını belirler, üçüncü kişilere karşı şirketi temsil eder ve üst düzey gözetim görevini üstlenir. Muhasebe düzeninin kurulması, finansal denetim mekanizmalarının oluşturulması, yönetim teşkilatının belirlenmesi ve şirketin borca batıklık durumunun varlığında mahkemeye bildirimde bulunulması gibi kanunen devredilemez görevler Yönetim Kurulu'nun sorumluluğundadır.

Kurumsal yönetim anlayışında Yönetim Kurulu üyeleri, şirketin günlük idaresine katılıp katılmadıklarına göre temel olarak 'İcracı' ve 'İcracı Olmayan' üyeler şeklinde ikiye ayrılır. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri uyarınca, yönetim kurulunun sağlıklı bir denetim yapabilmesi için üyelerin çoğunluğunun icracı olmayan kişilerden oluşması esastır. İcracı Üyeler, şirketin sadece yönetim kurulu

toplantılarına katılmakla kalmayıp, aynı zamanda şirketin günlük operasyonel yönetiminde aktif görev alan kişilerdir. Şirketin Genel Müdürü'nün (CEO) aynı zamanda yönetim kurulunda yer alması, icracı üyeliğin en tipik örneğidir. İcracı Olmayan Üyeler ise şirketin günlük idari işlerine ve operasyonlarına fiilen katılmayan; asıl görevleri yönetimi denetlemek, strateji geliştirmek ve icra ekibinin performansını gözetmek olan üyelerdir. Halka açık ortaklıklarda bu grubun içerisinde özel bir statüye sahip olan 'Bağımsız Üyeler' bulunur. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri; şirket, ortaklar veya ilişkili taraflarla kararlarını etkileyebilecek nitelikte herhangi bir mali, idari veya ticari bağı bulunmayan, mesleki yetkinliği ve tarafsızlığı ile şirket çıkarlarını özgürce gözetebilecek niteliklere sahip, Türkiye'de yerleşik gerçek kişilerdir.

Eski Ticaret Kanunu'ndaki "Murakıplık" (Denetim Kurulu) organı 6102 sayılı TTK ile kaldırılmıştır. Günümüzde denetim fonksiyonu; dışsal bir güvence mekanizması olan Bağımsız Denetim ve yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan iç mekanizmalarla yürütülür. Şirketin finansal tabloları Genel Kurul tarafından seçilen Bağımsız Denetim Kuruluşları tarafından denetlenirken; özellikle halka açık ortaklıklarda Yönetim Kurulu'nun gözetim görevini etkin yapabilmesi için Denetim Komitesi, Riskin Erken Saptanması Komitesi ve Kurumsal Yönetim Komitesi gibi ihtisas komiteleri oluşturulur. Bu komiteler birer "organ" olmamakla birlikte, teşkilat yapısının önemli birer parçasıdır.

Şirketin günlük sevk ve idaresi ise "İcra" fonksiyonunu oluşturan profesyonel yöneticiler tarafından gerçekleştirilir. Yönetim Kurulu, hazırlayacağı bir İç Yönerge ile yönetim yetkisini (kanunen devredilemez yetkiler hariç olmak üzere) kısmen veya tamamen murahhas üyelere veya profesyonel yöneticilere (Genel Müdür, CEO vb.) devredebilir. Bu yöneticiler hukuken şirketin zorunlu organı değil, Yönetim Kurulu'nun atadığı ve ona karşı sorumlu olan icra makamıdır.

1.1.2. Anonim Şirketlerde Finansman

Anonim şirketler, faaliyetlerini sürdürmek veya yeni yatırımlar yapmak için ihtiyaç duydukları fonları temel olarak Borçlanma (Yabancı Kaynak) ve Özkaynak yoluyla finanse edebilmektedir.

Borçlanma yoluyla finansman¹, şirketin ihtiyaç duyduğu fonu dış kaynaklardan temin etmesi ve yatırımcı ile şirket arasında bir "alacak-borç" ilişkisi kurmasıdır. Şirketler (ihraççılar), Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından onaylanan izahname veya ihraç belgesi çerçevesinde tahvil veya finansman bonusu gibi borçlanma araçları ihraç ederler. Bu yöntemde yatırımcı, şirketin ortağı değil "alacaklısı" konumundadır. Borçlanma araçlarının önceden belirlenmiş bir vadesi vardır ve yatırımcı bu süre boyunca anaparasının yanında belirli bir faiz veya iskonto geliri elde eder. Yatırımcının getirisi bu oranla sınırlı olup, şirketin yönetiminde söz sahibi olma veya oy kullanma hakkı bulunmaz.

Özkaynak yoluyla finansman ise, şirketin sermaye artırımını yoluyla mevcut ortaklarından ek fon sağlaması veya halka arz yoluyla kendisine yeni ortaklar edinmesidir. Bu yöntemde fon sağlayan yatırımcı, şirketin "ortağı" (pay sahibi) statüsü kazanır. Borçlanmanın aksine pay sahipliğinin bir vadesi yoktur; şirket var oldukça ortaklık devam eder ve şirketin yatırımcıya sabit bir ödeme yapma zorunluluğu bulunmaz. Pay sahibinin getirisi; şirketin dağıtacağı kâr payına (temettü) ve şirketin piyasa değerindeki artışa (sermaye kazancı) bağlıdır. Getiri garantisi olmamakla birlikte, şirketin büyümesinden sınırsız yararlanma potansiyeli sunar.

Bu iki finansman yöntemi arasındaki kritik fark, şirketin tasfiyesi veya iflası durumunda ortaya çıkan "Kıdem Sırası"dır. Şirketin faaliyetleri sona erip malvarlığı satıldığında; devlet borçları, çalışan hakları ve borçlanma aracı sahipleri (alacaklılar), pay sahiplerinden önce ödeme alma hakkına sahiptir.

¹ Bu bölümde borçlanma yoluyla finansmana yalnızca sermaye piyasası bağlamında yer verilmiştir.

Pay sahipleri, şirketin "artık değer" (residual) hak sahipleridir; yani ancak tüm borçlar ödendikten sonra geriye bir varlık kalırsa bundan pay alabilirler. Bu nedenle finansal hiyerarşide pay sahipliği, alacaklılığa göre daha yüksek risk taşır ancak buna karşılık daha yüksek getiri potansiyeli sunar.

1.2. 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 Kuruş veya 1 TL olmak üzere) bölünmüş parçasıdır. Anonim ortaklıkta her bir pay sahibine mevzuat ve ortaklık esas sözleşmesi çerçevesinde belirlenen hakları verir.

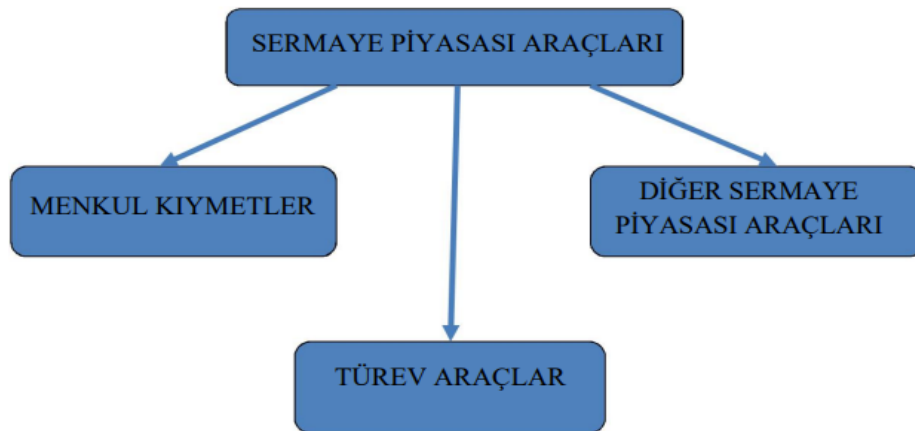
Bir payın nominal (itibari) değeri Türk Ticaret Kanunu'nun 476 ncı maddesi uyarınca bir kuruştan az olamaz ve bu değer birer kuruş ve katları şeklinde yükseltilebilir. İstisnaları olmakla birlikte, payları borsada işlem gören ortaklıklarda genellikle bir payın nominal değeri bir Türk Lirası (TL)'dir.

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.

1.3. 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’nun VII-128.1 sayılı “Pay Tebliği”nde ortaklığın sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymet olarak tanımlanmıştır.

Pay, yatırımcının sermayeye yaptığı katkıyı temsil eder. Halka açık şirketlerde pay fiyatı, ikincil piyasada (borsada) arz ve talep dengesine göre oluşur. 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.

Senede bağlanmış olsun veya olmasın bütün anonim ortaklıkların paylarının sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilmesi mümkün değildir. Sermaye piyasası aracı niteliğindeki paylar piyasa uygulamalarında genel olarak; payları borsada işlem gören ortaklıklara ait paylar ile Kanun uyarınca halka açık kabul edilen ortaklıklara ait paylar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Payların ilk defa halka arz edilebilmesi için 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 edilmesi 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.

Payların piyasada kolay ve hızlı bir şekilde el değiştirebilmesi (likidite), yatırımcılara fiyat değişimlerinden yararlanarak sermaye kazancı elde etme veya zarar riskini yönetme imkânı sağlar. Sermaye piyasası araçlarının etkin bir yatırım enstrümanı olarak kabul görmesi, bunların yüksek tedavül kabiliyetine (kolay devredilebilirlik) sahip olmasını zorunlu kılar. Bu devir kolaylığı ve güvenliği ihtiyacı ise; aracılık faaliyetlerinden menkul kıymet borsalarına, takas saklama merkezlerinden kamusal denetim mekanizmalarına kadar uzanan geniş ve organize bir kurumsal altyapının kurulmasını sağlamıştır.

1.4. Pay Türleri

1.4.1. 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. İmtiyaz, 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 15 oy hakkı tanınabilir. Ancak, oyda imtiyaz esas sözleşme değişikliği ile ibra ve sorumluluk davası açılması kararlarında kullanılamaz. Bu kısıtlama, azınlık haklarının korunması ve Yönetim Kurulu'nun hesap vermesini sağlamayı amaçlar.

Aşağıdaki örnek bir şirkete ait ortaklık yapısını gösteren tablo, oyda imtiyazın şirketteki kontrol yapısını nasıl değiştirdiğini açık biçimde göstermektedir:

Pay Türü	Adet	Sermaye Payı Oranı	Oy Hakkı	Toplam Oy Hakkı Oranı
Adi Paylar	900.000	90%	900.000	37.5%
İmtiyazlı Paylar	100.000	10%	1.500.000 (100.000×15)	62.5%
GENEL TOPLAM	1.000.000	100%	2.400.000	100%

Tabloda görüldüğü üzere, şirket sermayesinin yalnızca %10'una sahip olan imtiyazlı pay grubu, her bir paya tanınan 15 oy hakkı sayesinde Genel Kurul'daki toplam oyların %62,5'ini kontrol etmektedir. Buna karşılık, sermayenin %90'ını elinde bulunduran adi pay sahiplerinin oy hakkı oranı %37,5 ile sınırlı kalmaktadır.

Bu yapı, oyda imtiyazın yarattığı ağırlık nedeniyle, sermaye çoğunluğunun yönetim kontrolü sağlamaya yetmediği, şirket yönetim gücünün ise azınlık konumundaki imtiyazlı pay sahiplerinde toplandığı bir görünüm ortaya çıkarır. Özellikle Yönetim Kurulu üyelerinin seçimi gibi adi karar gerektiren Genel Kurul işlemlerinde, yönetimin belirlenmesi fiilen imtiyazlı pay grubunun iradesine bağlı hâle gelir.

1.4.2.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 artırımlarının 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. Bedelli paylar, yeni pay alma haklarının kullanılması suretiyle mevcut ortaklara satılabileceği gibi ortaklığa yeni ortaklar kazandırmak amacıyla, yeni pay alma haklarının kısmen ya da 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.

1.4.3.Primli ve Primsiz Paylar

Üzerinde yazılı değer (nominal değer, itibari 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 değerinin altında olmamak üzere piyasa fiyatından satılması zorunlu olduğundan bu tür payların da tamamına yakınının primli fiyattan satılması söz konusu olmaktadır. Nominal değer ile ihraç fiyatı arasındaki olumlu fark, muhasebe kayıtlarında "Emisyon Primi" (Pay İhraç Primi) olarak özkaynaklar altında izlenir. Ayrıca, payları borsada işlem gören ortaklıkların nominal değerinin altında da pay ihracı mümkündür. Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda primli ve nominal değerinin altında pay ihracı konusunda yönetim kuruluna yetki verilebilmektedir.

1.4.4.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.

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.

1.4.5.Tedavüldeki Paylar ve Fiili Dolaşımdaki Paylar

Halka açık ortaklıkların piyasa değerini ve ortaklık yapısını doğru analiz edebilmek için, sermayeyi temsil eden toplam pay büyüklüğünün alt kırımlarına inilerek, bu payların niteliğine ve sahipliğine göre sınıflandırılması gerekir. Fiilen ihraç edilmiş ve hukuken varlık kazanmış payların tamamı; esas sermaye sisteminde 'Esas Sermaye'yi, kayıtlı sermaye sisteminde ise 'Çıkarılmış Sermaye'yi oluşturur.

Şirketler, Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu düzenlemeleri çerçevesinde kendi paylarını piyasadan geri alabilirler. Halka açık ortaklıklarda bu işlemler, SPK'nın II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği kapsamında yürütülür. Geri alınan paylar bilançoda özkaynaklar altında indirim kalemi olarak izlenir ve hukuki açıdan “hakları donuk” paylar niteliğindedir. Tebliğin 18. maddesine göre; şirket veya bağlı ortaklığın elinde bulunan bu paylara ait oy hakları ve buna bağlı yönetsel haklar dondurulur. Buna karşılık, bu payların kâr payı alma ve bedelsiz sermaye artırımlarından doğan bedelsiz payları iktisap etme hakları saklıdır. Bu paylara ilişkin yeni pay alma haklarının (rüçhan hakları) kullanılması mümkün olmadığından, bu hakların ortaklık tarafından ilgili pazarda satılarak nakde dönüştürülmesi zorunludur. Özetle geri alınan paylar; şirket mülkiyetinde bulundukları sürece yönetsel hak doğurmayan, ekonomik hakları ise kısıtlı veya dolaylı şekilde işleyen pasif paylardır.

Tedavüldeki paylar, şirket sermayesini temsil eden toplam paylardan geri alınan payların düşülmesiyle elde edilen ve tüm pay sahipliği haklarını aktif olarak kullanabilen net pay miktarını ifade eder.

$$\text{Tedavüldeki Paylar} = \text{Toplam Sermaye} - \text{Geri Alınan Paylar}$$

Şirketin geri aldığı payların oy hakları donduğu için, Genel Kurul'daki karar nisaplarında ve yönetim kontrolünün belirlenmesinde tedavüldeki paylar esas alınır. Geri Alınan Paylar Tebliği uyarınca geri alınan payların kâr payı hakkı hukuken saklı tutulmuş olsa da şirketin kendi kendine ödeme yapmasının finansal etkisi nötr olacağından, finansal analizlerde genellikle tedavüldeki paylar esas alınır. Bu durum, şirket kârının efektif olarak daha az sayıda paya bölünmesini sağlayarak, özellikle Hisse Başına Kazanç (HBK) rakamının matematiksel olarak yükselmesine neden olur.

Finansal veri terminalleri ve analiz platformları arasında, paya dayalı temel finansal göstergelerin hesaplanmasında esas alınan 'pay sayısı' tanımı bakımından farklılıklar bulunmaktadır. Borsa İstanbul ve yerel veri sağlayıcılar, hesaplamalarda genellikle şirketin hukuki sermaye yapısını esas alarak 'Toplam Sermaye'yi kullanırken; uluslararası bazı platformlar 'Tedavüldeki Pay Sayısı'nı baz almaktadır. Bu yönetsel ayrışma; öncelikle şirketin Piyasa Değeri büyüklüğünün, dolaylı olarak da Hisse Başına Kâr (HBK) verisinin farklı hesaplanmasına yol açmaktadır. Buna bağlı olarak, yatırım

kararlarında sıkça başvurulanan Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) gibi piyasa çarpanları, incelenen platforma göre farklılık gösterebilmektedir. Bu nedenle, sağlıklı bir kıyaslama ve değerlendirme analizi yapılabilmesi adına; kullanılan verinin 'Brüt' (Toplam) sermaye üzerinden mi yoksa 'Net' (Tedavüldeki) pay adedi üzerinden mi türetildiğinin teyit edilmesi önemlidir.

Sermaye piyasalarının yapısı gereği, tedavüldeki pay kavramının yanında “fiili dolaşımdaki paylar” kavramı da kullanılmaktadır. Fiili dolaşımdaki paylar, SPK tarafından, payları borsada işlem gören şirketlerin halka açıklık oranlarını gösterir bir kavram olarak tanımlanmıştır². Bu kapsamda fiili dolaşımdaki paylar, piyasada gerçekten işlem görebilen ve serbest dolaşımda bulunan paylardan oluşur. Buna göre; kamu tüzel kişiliklerinin mülkiyetindeki paylar, şirket kurucuları ve yakın aile üyeleri ile ilişkili kuruluşların sahip olduğu paylar, sermayenin %10³ ve üzerindeki gerçek veya tüzel kişi ortakların payları, yönetim kurulu üyeleri ve üst düzey yöneticiler ile yakın aile üyelerinin payları, şirket sandık ve vakıflarının mülkiyetindeki paylar, teminat olarak verilen, hukuken kısıtlı, alım satıma konu edilemeyen, yasaklı veya hacizli paylar fiili dolaşıma dahil edilmez. Bu nedenle fiili dolaşımdaki pay miktarı, tedavüldeki paylardan genellikle daha düşük olur. Fiili dolaşımdaki paylar; Borsa İstanbul endekslerinin ağırlıklandırılmasında, fiili piyasa değerinin ve halka açıklık oranının hesaplanmasında esas alınan temel göstergedir.

Örnek

XYZ A.Ş.'nin toplam pay sayısı: 100.000.000 adettir. Pay dağılımına aşağıda yer verilmiştir.

Pay Sahibi / Tür	Adet	Durum	Fiili Dolaşıma Dahil mi?
Bireysel yatırımcılar	25.000.000	Serbest dolaşım	Evet
Hakim ortak (%55)	55.000.000	Kontrol amaçlı	Hayır
Yönetim kurulu üyeleri	3.000.000	Kontrol amaçlı	Hayır
Şirket vakfı	2.000.000	Kurumsal bağlılık	Hayır
Hacizli pay	1.000.000	İşleme kapalı	Hayır
Yatırım fonları (yatırım amaçlı)	14.000.000	Serbest dolaşım	Evet

$$\text{Fiili dolaşıma dahil paylar} = 25.000.000 \text{ (bireysel)} + 14.000.000 \text{ (fonlar)} = 39.000.000 \text{ adet}$$

$$\text{Fiili Dolaşım Oranı} = 39.000.000 / 100.000.000 = \%39$$

Piyasa değeri, bir şirketin finansal büyüklüğünü ve piyasanın şirkete atfettiği toplam değeri gösteren temel göstergedir ve payın güncel piyasa fiyatının toplam pay sayısı ile çarpılmasıyla hesaplanır.

² 23.07.2010 tarih ve 21/655 sayılı Karar

³ 30.10.2014 tarihli i-SPK.128.9 sayılı Karar ile daha önce %5 olarak uygulanan bu oran %10'a yükseltilmiştir.

$$\text{Toplam Piyasa Değeri} = \text{Toplam Pay Sayısı}^4 \times \text{Güncel Hisse Fiyatı}$$

Bununla birlikte, Borsa İstanbul tarafından kullanılan “fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri” kavramı daha farklıdır; fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri yalnızca fiili dolaşımdaki payların güncel fiyat ile çarpılması sonucu bulunur ve BIST pay endekslerinin ağırlıklandırılmasında esas alınır. Bu ayırım önemlidir; çünkü bir şirketin toplam piyasa değeri yüksek olsa bile fiili dolaşım oranı düşükse, endekslerdeki ağırlığı ve endeks üzerindeki etkisi sınırlı kalacaktır. Dolayısıyla bir şirketin piyasa içindeki gerçek etkisini değerlendirirken yalnızca toplam piyasa değerine değil, fiili dolaşım oranına ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerine de bakmak gerekir.

1.5. Değer Kavramları

Hisse senetlerinin değerinin anlaşılması için kullanılan çeşitli ölçütler bulunmaktadır ve bu ölçütlerin her biri şirketin finansal yapısını farklı bir açıdan yansıtır. Bu ölçütleri; hukuki, muhasebesel ve piyasa bazlı olmak üzere sınıflandırmak mümkündür.

İlk olarak Nominal (İtibari) Değer, Türk Ticaret Kanunu uyarınca payın şirket sermayesi içindeki en küçük parçasını temsil eden, tamamen hukuki ve şekli bir kavramdır. Halka açık ortaklıklarda payların nominal değeri genellikle 1 TL’dir. Nominal değer, şirketin piyasa fiyatından bağımsızdır; şirket sermayesinin hesabında ve bedelli sermaye artırımını gibi teknik işlemlerde belirleyicidir ancak hissenin alım-satım değeri üzerinde doğrudan bir etkisi yoktur.

Defter değeri, şirketin finansal tablolarından türetilir ve bilançoda yer alan Özkaynak Toplamının toplam pay sayısına bölünmesiyle bulunur. Defter değeri, şirketin varlıklarından borçlarının düşülmesiyle kalan net varlıklarını yansıtır. Ülkemizde uygulanan Türkiye Muhasebe Standartları sayesinde bu değerler güncel satın alma gücüne yaklaştırılabilir da şirketin marka değeri veya müşteri potansiyeli gibi “görünmeyen” varlıklarını tam olarak içermeyebilir. Yatırımcılar, hissenin ucuz mu pahalı mı olduğunu anlamak için hisse fiyatını bu değerle kıyaslayan PD/DD (Piyasa Değeri/Defter Değeri) oranını kullanırlar.

Defter değerinin tarihi maliyetlere dayanması nedeniyle tasfiye değeri ayrı bir önem taşır; tasfiye değeri, şirketin tüm varlıklarının cari piyasa değerinden nakde çevrilip borçların düşülmesinden sonra ortaya çıkan kalan tutarın pay başına düşen kısmını ifade eder. Bu nedenle, şirketin iflası veya tasfiyesi durumunda ortakların eline geçmesi muhtemel tutarı hesaplamak için Tasfiye Değeri kullanılır. Tasfiye değeri, genellikle değerlemede “alt sınır” (dip fiyat) göstergesi olarak kabul edilir.

Yatırımcı tarafında ise en sık karşılaşılan kavram Piyasa Değeri’dir. Bu değer, hisse senedinin borsadaki (ikincil piyasadaki) güncel arz ve talep dengesine göre oluşan anlık fiyatıdır. Piyasa değeri, hissenin o anki cari işlem fiyatını gösterse de hissenin “gerçek” değerini yansıtmayabilir. İşte bu noktada İçsel Değer devreye girer. İçsel değer, şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışları, büyüme potansiyeli ve riskleri dikkate alınarak hesaplanan “olması gereken” değerdir. Yatırım kararları alınırken temel amaç; piyasa fiyatı ile içsel değer (gerçek değer) arasındaki farkı tespit ederek, değeri fiyatının üzerinde olan hisseleri bulmaktır.

Değer Türü	Anlamı	Nerede Kullanılır?
Nominal Değer	Hukuki/itibari pay değeri (Genelde 1 TL).	Sermaye artırımları, Ticaret Sicili kayıtları.

⁴ Toplam Pay Sayısı yerine Tedavüldeki Pay Sayısı da kullanılabilir.

Değer Türü	Anlamı	Nerede Kullanılır?
Defter Değeri	Özkaynak / Toplam Pay Sayısı.	PD/DD analizi, mali analiz.
Tasfiye Değeri	Varlıkların nakde çevrilip borçların ödenmesi sonrası kalan tutar.	İflas, tasfiye, birleşme analizleri.
Piyasa Değeri	Güncel Fiyat × Toplam Pay Sayısı.	Piyasa büyüklüğü, endeks ağırlıkları.
İçsel Değer	Hissenin "olması gereken" teorik değeri.	Yatırım kararları, değerlendirme raporları.

1.6. Kaydi Sistem

Sermaye piyasası araçlarının fiziki bir senede bağlanmaksızın, elektronik ortamda izlenmesi esasına dayanan yapıya 'Kaydi Sistem' adı verilir. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13. maddesi uyarınca, sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihracı esastır. Bu kapsamda, payları borsada işlem gören halka açık ortaklıkların payları üzerindeki mülkiyet ve diğer haklar, Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) nezdinde hak sahipleri bazında izlenir.

Kaydi sisteme geçişle birlikte, borsada işlem gören şirketlerin sermayesini temsil eden paylar için fiziki hisse senedi basılması uygulaması son bulmuştur. Pay devirleri, fiziksel teslim (zilyetliğin devri) ile değil, MKK nezdindeki hesaplar arasında yapılan bildirimler ve kayıtlarla hüküm ifade eder.

Kanun, halka açık olmakla birlikte bazı ortaklık türlerini kaydileştirme zorunluluğundan muaf tutmuştur. Buna göre; payları borsada işlem görmeyen ve sadece ortak sayısı nedeniyle halka açık sayılan ortaklıklar ile kooperatiflerin veya kooperatif birliklerinin yönetim kontrolüne sahip olduğu halka açık ortaklıklar için payların MKK nezdinde kayden izlenmesi zorunluluğu mevcut düzenlemeler uyarınca Kurul tarafından kapsam dışı bırakılmıştır.

1.7. Pay Sahipliği Hakları

Pay, sahibine şirkete karşı bir alacak veya mülkiyet hakkı değil; ortaklık sıfatından kaynaklanan bir haklar bütünü sağlar. Halka açık anonim ortaklıklarda pay sahiplerine tanınan bu haklar, mali haklar ve yönetsel (idari) haklar olmak üzere iki ana başlık altında incelenmektedir.

1.7.1.Mali Haklar

Mali haklar, pay sahibinin şirkete yaptığı yatırım karşılığında ekonomik bir menfaat elde etmesini sağlayan haklardır.

Kâr Payı (Temettü) Alma Hakkı: Pay sahibinin en temel mali hakkıdır. Şirketin faaliyetleri sonucunda elde ettiği ve dağıtımına karar verilen net kârdan, sahip olunan pay oranında nakit veya pay şeklinde kâr payı alma hakkını ifade eder.

Yeni Pay Alma (Rüşhan) Hakkı: Şirketin bedelli sermaye artırımını yapması hâlinde, çıkarılacak yeni payların üçüncü kişilere sunulmasından önce, mevcut pay oranı nispetinde öncelikli olarak satın alınabilmesini sağlayan haktır. Bu hak, pay sahibinin şirketteki ortaklık oranının seyrelmesini önlemeyi amaçlar.

Bedelsiz Pay Alma Hakkı: Şirketin geçmiş yıl kârları, yedekler veya benzeri iç kaynaklarını kullanarak sermayesini artırması durumunda, pay sahiplerine herhangi bir bedel ödemeksizin yeni pay verilmesini ifade eden haktır.

Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı: Şirketin tasfiye edilmesi hâlinde, tüm borçlar ve tasfiye giderleri ödendikten sonra kalan varlıktan, pay sahibinin payı oranında yararlanma hakkıdır.

Ayrılma Hakkı: Halka açık ortaklıklarda birleşme, bölünme, tür değiştirme veya önemli nitelikteki işlemlerin Genel Kurul'da onaylanması sırasında olumsuz oy kullanarak muhalefet şerhini tutanağa geçirten pay sahiplerine, paylarını şirkete satarak ortaklıktan ayrılma imkânı tanıyan haktır.

Satma Hakkı: Halka açık ortaklıklarda, bir pay sahibinin doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının en az %98'ine ulaşarak hakim ortak konumuna gelmesi hâlinde, kalan azınlık pay sahipleri, sahip oldukları payları hakim ortağa satmayı talep etme hakkına sahiptir. Bu hak, azınlık pay sahiplerinin ortaklık yapısında fiilen etkisiz hâle geldikleri durumlarda, yatırım ilişkisini adil bir bedel üzerinden sona erdirebilmelerini amaçlamaktadır.

1.7.2.Yönetimsel (İdari) Haklar

Yönetimsel haklar, pay sahibinin şirketin yönetimine ve karar alma süreçlerine katılımını sağlayan haklardır.

Genel Kurula Katılma ve Oy Kullanma Hakkı: Pay sahibinin, şirketin olağan ve olağanüstü genel kurul toplantılarına fiziken veya elektronik ortamda katılarak; yönetim kurulu seçimi, finansal tabloların onaylanması, kâr dağıtımı ve esas sözleşme değişiklikleri gibi temel konularda oy kullanabilmesini ifade eder.

Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı: Pay sahibinin, şirketin finansal tablolarını, faaliyet raporlarını, bağımsız denetim raporlarını ve kamuya açıklanan özel durum bilgilerini inceleyerek şirketin mali durumu ve faaliyetleri hakkında şeffaf biçimde bilgi edinmesini sağlayan haktır.

Halka açık şirketlerde sermayenin %5'ini temsil eden pay sahipleri "Azınlık" olarak kabul edilir. Bu grup, bireysel yatırımcılardan farklı olarak; genel kurulu toplantıya çağırma, gündeme madde ekletme veya özel denetçi isteme gibi daha geniş yetkilere sahiptir.

1.8. Payın Getiri ve Riskleri

1.8.1.Nakit Temettü Geliri

Halka açık bir şirket dağıtılabilir kârının bir kısmını veya tamamını ortaklarına kâr payı olarak dağıtabilir. Halka açık şirketlerde kâr payı dağıtımı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kâr Payı Tebliği (II-19.1) hükümlerine tabidir ve Yönetim Kurulu'nun teklifi üzerine Genel Kurul tarafından karara bağlanır. Kâr payı dağıtımı iki şekilde yapılabilir: nakden ödenen nakit kâr payı ve pay sahiplerine ek pay verilmesi şeklinde yapılan pay biçiminde kâr payı. Finansal analizlerde 'Temettü' kavramı kullanılırken, ekonomik değeri daha somut olan nakit kâr payı kastedilir. Pay biçiminde kâr payı ise, teknik olarak kâr dağıtımı olsa da nakit akışı yaratmadığı için genellikle nakit temettüden ayrı değerlendirilir.

Nakit kâr payı ödemeleri, yatırımcılara şirket performansına bağlı olarak düzenli bir nakit akışı sağlayabilir. Bazı şirketler yıllık olarak istikrarlı kâr payı dağıtırken, bazıları dönemsel dağıtım yapabilir veya hiç dağıtmamayı tercih edebilir. Şirketlerin temettü politikaları; faaliyet gösterdikleri sektörün olgunluk düzeyine, kârlılık durumuna, büyüme ve yatırım planlarına, nakit akışı ihtiyaçlarına, sermaye yeterliliğine ve borçluluk oranlarına göre şekillenir. Olgun sektörlerde faaliyet gösteren ve büyüme yatırımı sınırlı olan şirketler çoğunlukla daha yüksek nakit temettü verimine sahipken; hızlı büyüyen şirketler kârlarını yeniden yatırdıkları için temettü dağıtımlarının düşük olması veya hiç yapılmaması sık rastlanan bir durumdur.

Halka açık ortaklıklarda temettü dağıtımının istikrarlı olması, yatırımcı açısından şirketin kurumsal yönetimine, kârlılık gücüne ve nakit üretme kapasitesine dair olumlu bir gösterge olarak kabul edilir. Bununla birlikte her istikrarlı temettü ödeyen şirketin mutlaka üstün finansal durumda olduğu

söylenemez; temettü politikası sektörel dinamikler, regülasyon yapısı ve şirketin yatırım ihtiyaçları ile birlikte değerlendirilmelidir.

Yatırımcılar, Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin temettü verimlerini genellikle alternatif getiri araçlarıyla – mevduat faizleri, devlet iç borçlanma senetleri ve özel sektör tahvilleri – karşılaştırarak yorumlar. Temettü verimi, bir şirketin yıllık nakit kâr payı tutarının hisse fiyatına oranını gösterir ve şu formülle hesaplanır:

$$\text{Temettü Verimi} = \text{Hisse Başına Temettü} / \text{Hisse Fiyatı}$$

Bu hesaplama, şirketin yatırımcıya yıllık bazda sağladığı nakit getirinin, payın piyasa değerine göre yüzdesel karşılığını verir.

Örnek:

ABC A.Ş.’nin payları piyasada 25 TL fiyatla işlem görmektedir ve şirket yıl sonunda pay başına 0,50 TL nakit temettü açıklamıştır. Bu durumda temettü verimi:

$$0,50 \text{ TL} / 25 \text{ TL} = \%2 \text{ olarak hesaplanır.}$$

Bu oran, yatırımcının yalnızca temettüden elde ettiği yıllık nakit getiri düzeyini gösterir. Şirket toplam 20 milyon adet paya sahipse ve toplam temettü ödemesi 10 milyon TL ise, yine $10 \text{ milyon TL} / (20 \text{ milyon} \times 25 \text{ TL}) = \%2$ sonucu bulunur; ancak uygulamada kullanılan temel yaklaşım “hisse başına temettü / fiyat” formülüdür.

1.8.2.Sermaye Kazançları

Pay senetlerinde sermaye kazancı, pay fiyatının yatırımcının alış fiyatının üzerine çıkmasıyla ortaya çıkan değer artışını ifade eder. Bir yatırımcı Borsa İstanbul’da bir payı 30 TL’den satın almış ve zaman içinde bu payın fiyatı 50 TL’ye yükselmişse, yatırımcının potansiyel sermaye kazancı 20 TL’dir. Ancak bu kazanç pay satılmadığı sürece sadece “gerçekleşmemiş kazanç” niteliğindedir; piyasa koşullarındaki değişimlerle fiyatın tekrar düşmesi hâlinde bu kazanç hızla ortadan kalkabilir. Dolayısıyla, fiyat artışının kazanca dönüşebilmesi (realize edilmesi) için satış işleminin gerçekleşmesi gerekir.

Sermaye kazancının doğru anlaşılması için teknik bir nokta önemlidir: Borsa İstanbul’da temettü ve bedelsiz sermaye artırımını gibi kurumsal eylemler fiyatı nominal olarak düşürür; ancak bu düşüş yatırımcının ekonomik kazancını azaltmaz. Örneğin temettü dağıtımında fiyat “temettü günü” aşağıya çekilir, fakat yatırımcı temettüyü nakit olarak aldığı için toplam varlık değeri değişmez. Aynı şekilde bedelsiz sermaye artırımında pay fiyatı bölünür, ancak yatırımcının toplam pay adedi arttığından ekonomik değerinde kayıp oluşmaz. Bu nedenle sermaye kazancını değerlendirirken yalnızca fiyat hareketine bakmak yeterli değildir; fiyatın hangi kurumsal eylemlerden arındırıldığına dikkat edilmelidir.

Sermaye kazancı, hisse senedi yatırımının temettü geliriyle birlikte iki temel getiri unsurundan biridir. Ancak temettü gelirleri yatırımcının nakit akışına doğrudan katkı sağlarken, sermaye kazancının realize edilmesi için payın satılması gerekir.

1.8.3.Riskler

Hisse senetleri, fiyatları işlem saatleri boyunca sürekli dalgalanan ve bu nedenle belirsizlik içeren varlıklardır. Uzun vadede yüksek getiri potansiyeli sunmalarına rağmen, bu getiriler önemli risklerle birlikte gelir. Finans literatüründe risk, çoğunlukla bir varlığın getirilerinin oynaklığını ifade eder; yani getirilerin beklenen değerden sapma ihtimalidir. Yatırımcı açısından ise risk çoğu zaman kayıp olasılığıyla özdeşleşir ve beklenen getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki olumsuz fark olarak algılanır. Hisse senedine yatırım yapmak hem şirketin faaliyet riskine hem de ekonomik ve finansal piyasaların genel dalgalanmalarına ortak olmak anlamına gelir. Bu nedenle hisse senedi yatırımı, şirket özelindeki gelişmeler kadar ülke ekonomisi, küresel piyasa koşulları ve yatırımcı duyarlılığı gibi geniş kapsamlı faktörlere de duyarlıdır.

Finans teorisinde riskler sistematik risk ve sistematik olmayan risk olmak üzere iki ana grupta incelenir. Sistematik risk, tüm piyasayı veya geniş bir yatırım evrenini etkileyen ve yatırımcının kontrolü dışında gelişen risk türüdür. Faiz oranlarında yaşanan değişimler, enflasyon, döviz kurları, siyasi belirsizlikler, küresel durgunluklar, enerji krizleri, likidite sıkışması veya jeopolitik riskler bu kapsamda değerlendirilir. Portföy ne kadar çeşitlendirilirse çeşitlendirilsin sistematik risk tamamen ortadan kaldırılamaz; bu nedenle modern portföy teorisinde sistematik risk, beta katsayısı ile ölçülür ve fiyatlama modellerinde doğrudan dikkate alınır.

Buna karşılık sistematik olmayan risk, belirli bir şirketin veya sektörün kendine özgü özelliklerinden kaynaklanır. Şirketin yönetim kalitesindeki değişiklikler, beklenmedik operasyonel kayıplar, ürün talebindeki azalma, sektörel rekabetin artması, bilanço zayıflığı, kurumsal yönetim eksiklikleri veya şirket özelinde yapılan düzenleyici müdahaleler bu tür risklere örnek verilebilir. Sistematik olmayan risk, etkin bir portföy çeşitlendirmesiyle önemli ölçüde azaltılabilir; farklı sektörlerden, farklı risk profillerine sahip şirketlere veya farklı varlık sınıflarına yatırım yapmak bu risk türünün etkisini sınırlayan temel yöntemlerden biridir. Düşük korelasyonlu varlıkların bir arada tutulması portföyün toplam risk düzeyini daha da düşürür.

1.8.3.1. Sistematik Risk

Piyasa riski, sistematik riskin en kapsamlı türüdür ve genel ekonomik görünümdeki değişimlerin tüm menkul kıymet fiyatlarını eşzamanlı etkilemesiyle ortaya çıkar. Ekonomik daralma, finansal krizler veya piyasadaki genel düşüş eğiliminin (ayr piyasa) hâkim olduğu dönemlerde, sağlam mali yapıya sahip şirketlerin pay değerleri dahi piyasa riski nedeniyle gerileyebilmektedir. Bu nedenle piyasa riski, bireysel şirket performansından bağımsız şekilde ortaya çıkan ve yatırımcı açısından kaçınılmaz olan temel belirsizliktir. Piyasa riskini artıran unsurlar arasında özellikle faiz oranları, enflasyon ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar kritik öneme sahiptir.

Faiz ve enflasyon riski, piyasa genelinde tüm varlıkların değerini etkileyen temel sistematik risk unsurlarındandır. **Faiz riski**, piyasa faiz oranlarındaki değişimlerin hisse senetlerinin değerlemesi üzerindeki etkisini ifade eder. Pay piyasaları üzerindeki en önemli etkilerden biri, faiz oranlarındaki değişimlerdir. Türkiye'de faiz oranları, esas olarak T.C. Merkez Bankası'nın (TCMB) Politika Faizi kararlarından ve piyasanın geleceğe dair beklentilerinden etkilenir. Faiz oranı, finansal teoride şirket değerlemelerinde kullanılan iskonto oranının önemli bir bileşenidir. Politika faizlerinde veya piyasa faizlerinde yaşanan artış, iskonto oranını yükselterek gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerini azaltır. Bunun yanı sıra, yüksek faiz oranları şirketlerin borçlanma maliyetini artırır ve yatırımcılar açısından risksiz getiri sağlayan sabit getirili menkul kıymetleri daha cazip hâle getirir. Bu iki etki birlikte değerlendirildiğinde, faiz oranlarındaki artış genellikle hisse senetlerinin piyasa değerini düşürücü bir etki yaratır. Buna karşılık faiz oranlarının gerilemesi, iskonto oranını düşürerek hisse değerlemeleri üzerinde olumlu etki yaratır. Küresel faiz oranlarındaki değişimler de küresel

yatırımcıların risksiz getiri beklentileri nedeniyle Türkiye hisse senedi piyasalarına giren sermayeyi etkiler. **Enflasyon riski** ise fiyatlar genel düzeyindeki artışın, şirketlerin maliyet yapısı ve yatırımcıların reel getiri beklentisi üzerindeki olumsuz etkisini ifade eder. Enflasyon yükseldiğinde, şirketlerin üretim maliyetleri artar, tüketici talebi zayıflar ve gelecekteki nakit akımlarının reel değeri azalır. Ayrıca, artan enflasyon beklentileri, piyasalarda faiz oranlarının yükseleceği yönünde bir beklenti oluşturarak sermaye maliyetini artırır. Bu mekanizma, hisse senetlerinin değerlemesini hem doğrudan hem de faiz beklentisi kanalıyla dolaylı biçimde olumsuz etkiler. Dolayısıyla faiz ve enflasyon riskleri, yatırımcı açısından birbirini besleyen ve piyasanın genel yönelimi üzerinde güçlü etki yaratan iki temel makroekonomik unsurdur.

Döviz kuru riski, yabancı para birimleri karşısında ulusal paranın değerinde meydana gelen değişimlerin yatırımcı getirisi ve şirket değerlemesi üzerindeki etkisini ifade eder. Döviz kurlarında dalgalanmanın sık yaşandığı ekonomilerde, bu risk hem yatırımcılar hem de şirketler açısından kritik öneme sahiptir. Döviz kurlarındaki artış, ithalata bağımlı sektörlerde maliyetleri yükselterek kârlılığı azaltabilir; aynı zamanda döviz cinsinden borcu yüksek şirketlerde kur farkı zararlarına yol açabilir. Buna karşılık döviz gelirinine sahip ihracatçı şirketler için ulusal para biriminin değer kaybı gelirleri artırıcı yönde etki yapabilir. Yabancı yatırımcı açısından ise kur riski, elde edilen TL bazlı getirinin yabancı para cinsinden değerine dönüşüm sürecinde ortaya çıkar. Örneğin bir yabancı yatırımcı Borsa İstanbul'da %10 getiri elde etse bile, aynı dönemde Türk Lirası'nın dolar karşısında %10 değer kaybetmesi bu getiriye sıfırlayabilir. Bu nedenle döviz kuru riski hem yerli hem yabancı yatırımcılar açısından hisse senedi piyasasının yönünü belirleyen temel makro faktörlerden biridir. Yatırımcılar ve portföy yöneticileri döviz kuru riskini sınırlamak için çeşitli korunma (hedging) yöntemleri kullanır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP)'ta işlem gören döviz kontratları, kur dalgalanmalarına karşı etkin bir hedge aracı olarak öne çıkar. Ayrıca, gelirlerinin önemli kısmı döviz cinsinden olan sektörlerde yatırım yapmak veya döviz bazlı varlık ve yükümlülükleri dengeleyerek doğal korunma (natural hedge) sağlamak da yaygın stratejilerdendir. Ancak döviz kuru riski, küresel sermaye akımlarına ve beklentilere duyarlı olduğu için tamamen ortadan kaldırılamaz; bu nedenle hem yatırımcı hem de şirket düzeyinde sürekli izlenmesi gereken bir risk kategorisidir.

Politik risk, bir ülkenin siyasi istikrarında veya ekonomik politikalarında meydana gelen değişikliklerin, sermaye piyasaları üzerindeki olası olumsuz etkilerini ifade eder. Bu risk türü, yatırımcı güvenini, sermaye akımlarını ve piyasa değerlemelerini doğrudan etkileyebilir. Seçim süreçleri, hükümet politikalarındaki ani değişiklikler, vergi düzenlemeleri, kamu borçlanma politikası veya uluslararası ilişkilerdeki gerilimler, yatırımcı algısında belirsizlik yaratarak piyasalarda dalgalanmalara yol açabilir.

1.8.3.2. Sistematik Olmayan Risk

Sistematik olmayan risk, belirli bir şirketin, sektörün veya yatırım aracının kendine özgü koşullarından kaynaklanan risk türüdür. Bu risk, genel ekonomik ortamdan ziyade, yatırım yapılan şirketin içsel yapısı ve faaliyet performansıyla ilgilidir. Şirketin yönetim kalitesi, mali yapısı, ürün talebi, rekabet gücü, regülasyonlara uyumu veya sektöründeki yapısal değişiklikler bu tür riski doğurabilir. Sistematik olmayan risk, yatırımcı tarafından portföy çeşitlendirmesi yoluyla önemli ölçüde azaltılabilir; çünkü farklı sektörlerden ve ihraççılardan seçilen menkul kıymetler, tek bir kurum veya sektör özelindeki olumsuz gelişmelerin portföy geneline yayılmasını sınırlar. Bu nedenle, sistematik olmayan risk, yatırımcının bilgi düzeyi, analiz yeteneği ve portföy yapısı ile doğrudan ilişkilidir.

İhraççı (şirket) riski, yatırım yapılan şirketin mali yapısındaki bozulma, faaliyet sonuçlarındaki olumsuzluk veya iflas riski nedeniyle yatırımcının sermaye kaybı yaşama olasılığıdır. Bu risk, şirketin borçluluk düzeyi, gelir yapısının sürdürülebilirliği, yönetim kalitesi ve stratejik kararlarıyla doğrudan ilişkilidir. Şirketin beklenen kârlılığı elde edememesi, piyasa beklentilerinin

altında sonuç açıklaması veya bilançosunda finansal istikrarsızlık yaşanması, hisse senedi fiyatının değer kaybetmesine yol açabilir. Türkiye sermaye piyasalarında Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden yapılan özel durum açıklamaları ve düzenli finansal raporlamalar, yatırımcıların ihraççı riskini değerlendirmesine imkân sağlar. Kurumsal yönetim ilkelerine yüksek düzeyde uyum gösteren şirketler, şeffaflık ve hesap verebilirlikleri sayesinde yatırımcı güveni açısından genellikle daha düşük ihraççı riski taşır. Şirketin temettü politikası ve bilgi paylaşımındaki istikrarı, yatırımcı güveni açısından önemli göstergelerdir. Dolayısıyla ihraççı riski, şirketin finansal performansının yanı sıra yönetim kalitesi ve piyasa ile kurduğu güven ilişkisiyle de yakından bağlantılıdır.

Sektörel risk, belirli bir endüstride meydana gelen ekonomik, teknolojik veya mevzuatsal değişikliklerin o sektörde faaliyet gösteren şirketlerin performansını olumsuz yönde etkileme olasılığıdır. Enerji fiyatlarındaki dalgalanmalar, mevzuat değişiklikleri, tüketici tercihlerindeki dönüşüm veya küresel tedarik zincirlerinde yaşanan aksaklıklar bu riske örnek teşkil eder. Özellikle enerji ve finans gibi regülasyona duyarlı sektörlerde bu tür riskler daha belirgindir. Sektörel riskin ortaya çıkışı, genellikle sistematik unsurlarla iç içe geçer; ancak etkisi sınırlı sayıda şirket veya sektörde yoğunlaştığı için sistematik olmayan risk kapsamında değerlendirilir.

Likidite riski, bir menkul kıymetin kısa sürede ve makul bir fiyattan nakde dönüştürülememesi riskidir. Bu durum, piyasa koşullarının zayıfladığı veya işlem hacminin daraldığı dönemlerde daha belirgin hâle gelir. Özellikle işlem hacmi düşük, piyasa derinliği sınırlı ya da yatırımcı tabanı dar olan paylarda bu risk öne çıkar. Borsa İstanbul'da bu tür paylar çoğunlukla Alt Pazar, Yakın İzleme Pazarı (YİP), Piyasa Öncesi İşlem Platformu gibi likiditesi görece düşük pazarlarda işlem görür. Likidite azaldığında, alım-satım fiyatları arasındaki fark (spread) genişler ve yatırımcı satmak istediğinde teorik değerinin altında fiyatlardan işlem yapmak zorunda kalabilir.

Likidite riski yalnızca piyasa derinliğiyle değil, yatırımcının elindeki pozisyonun büyüklüğüyle de ilişkilidir. İşlem hacmine göre büyük bir pozisyonun tasfiye edilmesi, satış baskısı yaratarak fiyatın kısa sürede düşmesine neden olabilir. Bu nedenle büyük yatırımcılar (örneğin portföy yönetim şirketleri veya fonlar) için likidite riski, bireysel yatırımcılara kıyasla daha belirgin hale gelir. Ayrıca düşük likiditeye sahip paylarda fiyatlar az sayıda işlemle kolaylıkla yön değiştirebildiği için, manipülatif işlemlere açıklık da artar. Bu durum, yatırımcıların güvenilir fiyat oluşumuna erişimini güçleştirir.

Likidite riski genellikle şirket veya pay bazında ortaya çıktığı için sistematik olmayan risk kapsamında değerlendirilir. Ancak piyasanın genel bir düşüş eğilimine girdiği dönemlerde, alıcı sayısının azalmasıyla birlikte sistematik risk unsurlarıyla da iç içe geçebilir. Bu nedenle likidite, yalnızca bir menkul kıymetin işlem görebilme sıklığı değil, aynı zamanda piyasada fiyatın adil, istikrarlı ve manipülasyondan arındırılmış biçimde oluşabilme kapasitesi olarak değerlendirilmelidir.

1.8.4. Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Eğilimlerin Piyasa Üzerindeki Etkileri

Geleneksel finans teorisi, yatırımcıların "Rasyonel" olduğunu ve fiyatların tüm mevcut bilgiyi yansıttığını varsayar. Ancak gerçek piyasa koşullarını inceleyen Davranışsal Finans, yatırımcıların çoğu zaman duygusal tepkilerle ve bilişsel hatalarla (önyargılarla) hareket ettiğini savunur.

Yatırımcıların piyasa dalgalanmalarını büyüten ve fiyatların temel değerden sapmasına (balonlara veya çöküşlere) neden olan temel davranışsal eğilimleri şunlardır:

1. Sürü Davranışı (Herding): Yatırımcının kendi analizi veya bilgisi yerine, çoğunluğun hareketlerini taklit etmesidir. Özellikle belirsizlik dönemlerinde "kalabalığa uyma" güdüsüyle, panik satışları veya aşırı alımları tetikler.

Finansal okuryazarlığa sahip bir yatırımcı olan Ahmet Bey'in, halka arz sürecindeki X Teknoloji A.Ş.'nin izahnamesi üzerinde gerçekleştirdiği temel analiz neticesinde; Fiyat/Kazanç oranının sektör ortalamalarının üzerinde olduğunu ve borçluluk yapısının riskler barındırdığını tespit etmiş, başlangıçta yatırım yapmama kararı almıştır. Ancak, iş arkadaşlarının söz konusu hisseye dair yoğun ilgisi ve sosyal medyada hızla yayılan sürekli yükseliş beklentisi, Ahmet Bey üzerinde fırsatı kaçırma endişesi yaratmıştır. Sürecin sonunda yatırımcı, somut verilere dayanan kişisel analizini göz ardı ederek, piyasa trendine ters düşmeme güdüsüyle çoğunluğun eğilimine uymuş ve alım yönünde işlem yapmıştır. Temel verilerin yerini toplumsal onayın aldığı bu karar değişikliği, davranışsal finasta Sürü Davranışı (Herdning) kavramının bir örneğini teşkil etmektedir.

2. Aşırı Güven (Overconfidence): Yatırımcının kendi bilgi ve tahmin yeteneğini olduğundan fazla görme eğilimidir. Bu durum, yatırımcının riskleri küçümsemesine ve gereğinden fazla (sık) işlem yapmasına neden olur.

Bir önceki yıl borsa genelinde yaşanan yükseliş sırasında, portföyündeki hisse senetlerinden yüksek getiri elde eden Yatırımcı Can Bey, bu finansal kazançları piyasanın genel olumlu seyrine bağlamak yerine, tamamen kendi piyasa zamanlamasına ve hisse seçimi yeteneğine atfetmiştir. Bu durumun etkisiyle kendisini piyasadaki diğer yatırımcılardan daha yetkin gören yatırımcı, risk yönetimi disiplininin uzaklaşmıştır. Çeşitlendirme prensibini terk eden Can Bey, tüm sermayesini ve kullandığı kredili kaynağı, hakkında sadece yüzeysel bilgiye sahip olduğu tek bir spekülasyon hisse senedine yatırmıştır. Piyasadaki aşağı yönlü risk sinyallerini ve uzman uyarılarını, kendi öngörülerine duyduğu aşırı güven nedeniyle görmezden gelen yatırımcının girdiği bu süreç, davranışsal finasta Aşırı Güven (Overconfidence) olarak tanımlanmaktadır.

3. Kayıptan Kaçınma (Loss Aversion): Kayıp yaşamının yarattığı psikolojik rahatsızlığın, aynı miktardaki kazancın yarattığı memnuniyetten daha büyük olmasıdır. Bu psikoloji, yatırımcının kârdaki pozisyonu erken kapatmasına ("kârı realize etme güdüsü"), zarardaki pozisyonu ise "fiyatın toparlanacağı beklentisi" ile gereğinden uzun süre taşımaya neden olur.

Portföyünde temel verileri bozulan bir sanayi şirketi hissesi ile hedeflerine ulaşmış kârlı bir enerji şirketi hissesi bulunduran Yatırımcı Zeynep Hanım'ın, değer kaybeden sanayi şirketindeki pozisyonunu kapatarak zararı kesmesi (stop-loss) beklenirken tam tersi bir davranış sergilemiştir. Yatırımcı, kârlı enerji hissesini kârı realize etmek amacıyla erkenden satarken, zararda olduğu sanayi hissesini satmayı reddetmiştir. Şirketin faaliyet raporlarındaki somut bozulmalara rağmen, zararın kesinleşmesini erteleme güdüsüyle hareket eden Zeynep Hanım, zarardaki pozisyonunu taşımaya devam etmiştir. Yatırımcının, aynı miktardaki zararın yarattığı olumsuz etkiden kaçınmak amacıyla sergilediği bu rasyonel olmayan tutum, Kayıptan Kaçınma (Loss Aversion) eğiliminin bir örneğidir.

4. Çapalama (Anchoring): Yatırımcının karar verirken, edindiği ilk bilgiye (genellikle hissenin alış fiyatına veya geçmiş zirve fiyatına) takılıp kalmasıdır. Piyasa koşulları değişse bile, yatırımcı referans noktasını (çapasını) değiştirmez.

Uzun süredir takip ettiği köklü bir holding hissesinin fiyatının, olumsuz bir bilanço verisi sonrasında 60 TL zirve seviyesinden 45 TL seviyesine gerilediğini gören Yatırımcı Mehmet Bey, şirketin finansal yapısında meydana gelen bozulmayı dikkate almak yerine, karar mekanizmasını geçmişte gördüğü 60 TL fiyat seviyesine odaklanmıştır. Yatırımcı, hissenin mevcut 45 TL'lik fiyatını, şirketin güncel içsel değeriyle değil, referans noktası olarak belirlediği 60 TL'lik zirve fiyatla kıyaslamaktadır. Bu kıyaslama neticesinde hissenin ucuzladığına ve eski seviyesine döneceğine

kanaat getiren Mehmet Bey, düşüşün temel nedenlerini sorgulamadan alım kararı vermiştir. Yatırımcının ilk gördüğü fiyat seviyesini değişmez bir referans noktası (çapa) olarak kabul ettiği bu durum, Çapalama (Anchoring) olarak adlandırılmaktadır.

5. Doğrulama Yanlılığı (Confirmation Bias): Yatırımcının sadece kendi düşüncesini destekleyen haberleri/verileri dikkate alması, tersi yöndeki (olumsuz) bilgileri ise görmezden gelmesi veya reddetmesidir.

Yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren bir şirkete yatırım yapmayı planlayan Yatırımcı Selin Hanım, araştırmasına başlamadan önce şirkete dair olumlu bir ön yargı oluşturmuştur. Bu inancın etkisiyle, yalnızca kendi olumlu görüşünü destekleyen analizleri dikkate almaktadır. Buna karşılık, şirketin nakit akışındaki bozulmalara işaret eden denetim raporlarını veya uyarıları görmezden gelmektedir. Çelişkili verileri reddedip sadece kendi beklentisine uyan verilere odaklanan Selin Hanım, bilgi kaynaklarını tek yönlü hâle getirmiştir. Yatırımcının, mevcut inancını haklı çıkaracak verileri seçici bir algıyla dikkate alıp aksi yöndeki gerçekleri reddettiği bu süreç, Doğrulama Yanlılığı (Confirmation Bias) olarak tanımlanmaktadır.

6. Temsil (Representativeness): Bireylerin belirsizlik altında karar verirken, karşılaştıkları bir durumu veya varlığı, zihinlerindeki yerleşik bir 'kalıba' (prototipe) ne kadar benzettiklerine bakarak bir olasılık değerlendirmesi yapmalarıdır. Bu zihinsel kısayol, genellikle yüzeysel benzerliklerin aşırı önemsenmesine ve istatistiksel gerçeklerin göz ardı edilmesine yol açar.

Teknoloji sektöründe yeni halka arz edilen küçük ölçekli bir girişimi inceleyen Yatırımcı Kerem Bey, şirketi detaylı bir temel analize tabi tutmak yerine, başarılı teknoloji şirketi profiline odaklanmıştır. Yatırımcı, bu yeni şirketi sektörün devi olan ve geçmişte yatırımcılarına büyük kazançlar sağlayan küresel bir marka (örneğin Tesla) ile kıyaslamaktadır. Sadece sektör benzerliği ve popüler bir iş modeline sahip olması nedeniyle, bu yeni girişimin de o dev şirket gibi başarılı olacağını varsaymaktadır. İstatistiksel başarısızlık ihtimallerini göz ardı eden Kerem Bey, şirketi sektörel benzerlikler üzerinden değerlendirmiştir. Yatırımcının, sınırlı bir benzerliğe dayanarak bir varlığın performansının ait olduğu grubun geçmişteki başarılı örneklerini aynen yansıtacağını varsaydığı bu durum, Temsil (Representativeness) yanlılığına örnektir.

Bu davranışsal eğilimler; sosyal medya ve forumlardaki bilgi kirliliği ile birleştiğinde, piyasa oynaklığını (volatilitiyi) artıran ve risk algısını bozan en önemli faktör haline gelir.

1.8.5.Fiyat Düşüşü ve Artan Oynaklık İlişkisi

Yatırımcılar arasında yaygın bir davranışsal yanılğı, sert biçimde değer kaybeden bir hisse senedinin "riskinin azaldığı" ve "ucuzladığı" düşüncesidir. Oysa finans teorisine göre, bir varlığın fiyatının sert düşüşü, o varlığın oynaklığının (volatilitésinin) ve dolayısıyla riskinin arttığını gösterir.

Fiyatı hızla gerileyen hisse senedi, panik satışlarının hâkim olduğu, likiditenin azaldığı ve belirsizliğin yükseldiği bir süreçten geçmektedir. Fiyatın nerede durulacağı (dip oluşumu) belirsizken yapılan alımlar, yatırımcıyı çok daha büyük zararlara uğratabilir. Düşen bir piyasada standart sapma (risk) yükselir; dolayısıyla fiyatın "ucuz" görünmesi, riskin düşük olduğu anlamına gelmez. Aksine, yatay ve istikrarlı seyreden bir hisseye göre, sert düşüş yaşayan hisse teknik olarak daha risklidir.

Bu durum özellikle halka arz sonrası dönemde daha belirgindir. Yeni işlem görmeye başlayan paylarda, piyasa henüz şirketin "adil değerini" belirleyememiştir. "Fiyat Keşfi" olarak adlandırılan bu süreçte, arz ve talep dengesi oturana kadar fiyatlarda aşırı dalgalanmalar (yüksek volatilité) görülmesi normaldir. Bu nedenle, halka arz sonrası tepe noktadan yaşanan sert düşüşler, fiyat keşfi sürecindeki

olağan yüksek volatilitenin bir sonucudur. Bir hisse senedinin sadece fiyatının düşmüş olması, onun değerinin altında (ucuz) işlem gördüğünü kanıtlamaz.

1.8.6. Türkiye Sermaye Piyasasında Riskin Düzenleyici Çerçevesi

Türkiye sermaye piyasalarında riskin yönetimi, Sermaye Piyasası Kurulu'nun yatırımcı koruma yaklaşımını temel alan çok katmanlı bir düzenleyici yapıya dayanır. SPK'nın düzenlemeleri, yatırımcının karşılaşabileceği riskleri anlamasını, bu riskleri kendi finansal durumu ve bilgi düzeyi çerçevesinde değerlendirmesini ve yatırım kararlarını bilinçli biçimde verebilmesini hedefler. Bu çerçevede aracı kurumlar, hizmet sunmadan önce yatırımcıya Yatırımcı Bilgilendirme Formu ile yatırım hizmetleri ve sermaye piyasası ürünlerinin yapısı hakkında genel bilgi vermek, ayrıca Risk Bildirim Formu aracılığıyla yatırımcının alacağı kararların doğurabileceği kayıplar konusunda açık bir uyarıda bulunmak zorundadır. Bu formlar, riskin tamamen ortadan kaldırılamayacağını ve her yatırımcının kararlarını kendi finansal sorumluluğu dahilinde aldığını vurgulayan temel bilgilendirme araçlarıdır.

Bilgilendirmenin bir adım ötesinde, SPK düzenlemeleri yatırımcıyı doğru hizmetle eşleştirmeyi amaçlayan uygunluk ve yerindelik testlerini öngörür. Uygunluk testi, yatırımcının bilgi seviyesi ve tecrübesi ile talep ettiği ürünün risk yapısının örtüşüp örtüşmediğini ölçer; ürün uygun değilse aracı kurum yatırımcıyı yazılı olarak uyarır ancak yatırımcı talimat veriyorsa işlem yapılabilir. Buna karşılık yerindelik testi, yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği gibi daha nitelikli hizmetlerde yatırımcının finansal durumu, risk algısı ve yatırım hedefleriyle uyumsuz işlemlere izin verilmemesini sağlayan daha koruyucu bir mekanizmadır. Bu yönüyle SPK'nın yatırımcı koruma sistemi yalnızca bilgi sunmakla sınırlı kalmaz, gerektiğinde yatırımcının erişeceği hizmetin kapsamını da sınırlar.

Riskin düzenleyici çerçevesinin önemli bir bileşeni de SPK ve Borsa İstanbul tarafından uygulanan piyasa koruma mekanizmalarıdır. Aşırı fiyat hareketlerinde devreye giren devre kesici uygulaması, işlem sıralarını geçici olarak durdurarak panik davranışını ve sağlıksız fiyat oluşumunu sınırlamayı hedefler. Volatilité Bazlı Tedbir Sistemi (VBTS) kapsamında uygulanan açığa satış yasakları, kredili işlem sınırlandırmaları ve brüt takas gibi düzenlemeler ise belirli paylarda aşırı oynaklık gözlemlendiğinde devreye girerek piyasa bütünlüğünü korur. Bu tedbirler kısa vadede işlem serbestisini sınırlasa da uzun vadede fiyat oluşumunun adil, şeffaf ve rekabetçi kalmasını sağlar.

Sermaye piyasası altyapısının kurumsal yapısı da riskin yönetilebilir sınırlar içinde kalmasını sağlayan tamamlayıcı unsurlar sunar. Takasbank, takas süreçlerinde teminatlandırma ve belirli piyasalarda sağladığı Merkezi Karşı Taraf (MKT) hizmetiyle temerrüt riskini sistemik bir krize dönüşmeden sınırlar. Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK), menkul kıymetlerin kaydileştirilmiş yapısıyla mülkiyet güvencesi sağlar; ayrıca fiili dolaşım oranı bildirimini, hak kullanım işlemleri, temettü ve bedelsiz pay dağıtımı gibi operasyonları merkezi ve güvenli bir ortamda yürütür. Yatırımcı Tazmin Merkezi (YTM) ise aracı kurumun yatırımcıya karşı olan nakit veya menkul kıymet teslim yükümlülüklerini yerine getirememesi hâlinde belirli sınırlar içinde tazmin sağlar. Bu yapıların tümü, sistemik riskin yayılmasını engelleyen, yatırımcı haklarının korunmasına katkı sunan ve piyasanın sürdürülebilirliğini sağlayan güvenlik mekanizmalarıdır.

1.9. Pay Piyasası Endeksleri

Pay piyasası endeksleri, borsada işlem gören payların fiyat ve piyasa değeri hareketlerini toplulaştırarak piyasanın genel yönünü gösteren göstergelerdir. Endeksler yatırımcılara, tek tek payları incelemekten piyasanın genel performansını görme imkânı sağlar. Endeks değerinin yükselmesi endekste yer alan payların toplam değerinin arttığını, düşmesi ise değer kaybını gösterir.

Türkiye'de pay piyasası endekslerini Borsa İstanbul (BIST) oluşturur. BIST 100 endeksi, piyasa değeri ve işlem hacmi yüksek 100 şirketten oluştuğu için Türkiye hisse senedi piyasasının genel

göstergesi olarak kabul edilir. BIST 30 ve BIST 50 endeksleri ise daha yüksek piyasa değeri ve likiditeye sahip şirketleri kapsar. Özellikle BIST 30, VİOP'ta endeks vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine dayanak varlık olduğu için kurumsal yatırımcılar tarafından yakından izlenir. Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar da işlem gören tüm şirketleri içeren daha geniş kapsam için BIST Tüm Endeksi kullanılır.

BIST ayrıca sektör ve tema bazlı endeksler de yayımlar. Bankacılık, ulaştırma, teknoloji gibi sektörel endeksler, o sektörün performansını ölçer. BIST Sürdürülebilirlik, BIST Katılım 30 veya BIST Temettü 25 gibi tematik endeksler ise belirli kriterlere göre oluşturulmuş şirket gruplarının performansını yansıtır. Bu yapı sayesinde yatırımcılar hem piyasanın genelini hem de belirli bir sektör ya da temayı takip edebilir.

Türkiye'deki temel pay endeksleri fiili dolaşım piyasa değeri ağırlıklı olarak hesaplanır. Yani endekste yer alan her şirketin ağırlığı, sadece piyasada serbestçe işlem görebilen paylarının (fiili dolaşımdaki paylar) piyasa değerine göre belirlenir. Ayrıca büyük şirketlerin endekste ağırlığının aşırı artmasını önlemek için bazı endekslerde ağırlık sınırı uygulanır. Örneğin, BIST 100 Ağırlık Sınırlamalı endekslerinde (örneğin %10 veya %25 sınırlamalı), tek bir hissenin endeks içindeki payına üst sınır getirilir. Böylece tek bir şirketin endeksi domine etmesi engellenir. Bazı uluslararası endekslerde (örneğin *Dow Jones Industrial Average*) ise fiyat ağırlıklı yöntem kullanılmaktadır. Türkiye'deki temel fiyat endekslerinin tamamı piyasa değeri ağırlıklı yapıya sahiptir.

Endeks hesaplamasında teknik bir unsur olan "bölen değeri" (divisor), endekse yeni pay eklenmesi/çıkarılması, bedelli sermaye artırımları, temettü ödemeleri veya birleşme/bölünme gibi işlemlerin endeks seviyesini yapay olarak değiştirmesini engellemek için kullanılır. Böylece endeks sadece fiyat hareketlerinden etkilenir. Endeks bileşenleri ise Borsa İstanbul tarafından üç ayda bir likidite ve piyasa değeri kriterlerine göre güncellenir.

Örnek

Bir piyasa endeksi, genellikle şu formülle hesaplanır:

$$\text{Endeks Değeri} = \frac{\text{Mevcut Fiili Dolaşımdaki Payların Toplam Piyasa Değeri}}{\text{Bölen Değeri}}$$

Baz yılı 2020 olan bir endeksin o yılki toplam piyasa değeri 100 milyar TL'dir. Başlangıç endeks değeri 100 olduğundan bölen değeri 1 milyardır.⁵

Bugün aynı endekste yer alan 3 şirketin güncel verileri şöyledir:

Şirket	Hisse Fiyatı (TL)	Dolaşımdaki Pay Sayısı (milyon adet)	Piyasa Değeri (milyon TL)
A Şirketi	50	600	30.000
B Şirketi	25	800	20.000
C Şirketi	15	1.000	15.000
Toplam			65.000

Formüle göre:

⁵ Bu örnekte hesaplama kolaylığı için bölen değerinin sabit kaldığı kabul edilmiştir.

$$\text{Endeks Değeri} = \frac{65.000 \text{ milyon TL}}{1.000 \text{ milyon}} = 65$$

Yani endeks 100'den 65'e düşmüşse, baz döneme göre piyasada %35'lik bir değer kaybı yaşanmış demektir.

Benzer şekilde, toplam piyasa değeri 130 milyar TL'ye çıkarsa endeks:

$$\text{Endeks Değeri} = \frac{130.000 \text{ milyon TL}}{1.000 \text{ milyon}} = 130$$

olur; bu da %30'luk bir yükseliş anlamına gelir.

1.9.1.Fiyat Endeksi ve Getiri Endeksi Arasındaki Fark

Borsa endeksleri, piyasadaki fiyat hareketlerinin nasıl ölçüldüğüne bağlı olarak fiyat endeksleri ve getiri endeksleri olmak üzere iki ana yapıda hesaplanır. Fiyat endeksi, endekste yer alan payların yalnızca fiyat değişimlerini dikkate alır ve temettü gibi nakit akışlarını hesaba katmaz. Bu nedenle fiyat endeksleri daha çok kısa vadeli piyasa yönünü izlemek için kullanılır. Örneğin BIST 100 Endeksi bir fiyat endeksidir ve temettü etkisini içermez.

Getiri endeksleri ise fiyat endeksinden farklı olarak, nakit temettü dağıtımlarını "yeniden yatırıma eklenmiş" varsayarak hesaplamaya dahil eder. Böylece, fiyatın temettü sonrası düşüşü endekste düzeltilir ve yatırımcının toplam getirisi daha doğru biçimde yansıtılır. Türkiye'de yayımlanan BIST 100 Getiri ve BIST 30 Getiri endeksleri bu amaçla kullanılır.

Bu fark en net şekilde temettü dağıtım günlerinde ortaya çıkar. Örneğin fiyatı 50 TL olan bir pay 5 TL temettü dağıttığında teorik fiyat 45 TL'ye iner. Fiyat endeksi bu düşüşü doğrudan yansıtırken, getiri endeksi temettü tutarını hesaba ekleyerek toplam getiri üzerindeki etkiyi nötrler. Böylece iki endeks arasında, özellikle de temettü verimi yüksek sektörlerde, zaman içinde önemli performans farkları oluşabilir.

Bedelsiz sermaye artırımları piyasa değerini değiştirmediği için endeksi yapay olarak etkilemez. Bedelli sermaye artırımının etkisi ise hem fiyat hem getiri endekslerinde bölen değeri kullanılarak nötrlenir.

Aşağıdaki tablo temel farkları özetlemektedir:

Özellik	Fiyat Endeksi (Örn: BIST 100)	Getiri Endeksi (Örn: BIST 100 Getiri)
Temettü etkisi	Dahil edilmez (Dışarı çıkarılmış sayılır)	Dahil edilir (Endekse yeniden yatırılır)
Temettü sonrası fiyat düşüşü	Endeksi düşürür (Olumsuz yansır)	Endeksi etkilemez (Telaflı edilir)
Bedelsiz Sermaye Artırımı	Etkisiz (Piyasa değeri değişmez, bölen değeri sabit kalır)	Etkisiz (Piyasa değeri değişmez, bölen değeri sabit kalır)
Bedelli Sermaye Artırımı	Bölen değeri ayarlanarak nötrlenir	Bölen değeri ayarlanarak nötrlenir
Uzun vadeli performans	Görece düşük	Daha yüksek (Gerçek getiri)

Sonuç olarak fiyat endeksleri piyasadaki anlık veya kısa vadeli yönü gösterirken, getiri endeksleri yatırımcının fiyat artışı ile temettü toplamından oluşan gerçek getiriye yansır. Bu nedenle uzun vadeli yatırım performansını ölçmek için getiri endeksleri daha doğru bir referans niteliğindedir.

1.9.2. Endekslerin Önemi ve Kullanım Alanları

Endeksler, yalnızca piyasanın genel yönünü göstermekle kalmaz; aynı zamanda yatırım ürünlerinin büyük bölümü için ölçüt (benchmark) görevi görür. Portföy yöneticileri, yönettikleri yatırım fonlarının başarı düzeyini değerlendirirken genellikle “BIST 100 GETİRİ” veya “BIST 30 GETİRİ” gibi endeksleri kıstas getiri olarak kullanır. Bu endeksler, portföy performansının piyasa genelinden sapmasını ölçmeye imkân tanır. Ayrıca, vadeli işlem ve opsiyon piyasasında BIST 30 endeksi üzerine yazılmış kontratlar, en çok işlem gören türev ürünlerden biridir. Endeksler ayrıca borsa yatırım fonlarının da temelini oluşturur. Endeks bazlı BYF’ler, yatırımcıya tek işlemle bir endeksin tüm bileşenlerine erişim sağlayarak çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturma imkânı sunar.

Endekslerdeki hareketler aynı zamanda yatırımcı güveninin ve ekonomik beklentilerin bir göstergesidir. Ekonomik büyüme beklentilerinin güçlendiği dönemlerde endeksler genellikle yükselirken; faiz oranlarındaki artış, döviz kurlarındaki oynaklık, küresel risk iştahının azalması veya politik belirsizliklerin artması gibi unsurlar endeksleri aşağı yönlü baskılayabilir. Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda endeks oynaklığı daha yüksek olma eğilimindedir. Bunun temel nedenleri arasında piyasa derinliğinin sınırlı olması, yabancı portföy yatırımlarının dalgalı seyri ve makroekonomik duyarlılığın yüksekliği sayılabilir.

1.10. Algoritmik İşlemler ve Yüksek Frekanslı İşlemler (YFİ)

Sermaye piyasalarında teknolojinin gelişimiyle birlikte emir iletim süreçleri dönüşüme uğramış; işlem kararlarının önceden tanımlanmış matematiksel modeller ve bilgisayar programları aracılığıyla verildiği 'Algoritmik İşlemler' kavramı ortaya çıkmıştır. Algoritmik işlemler; büyük tutarlı emirlerin piyasa etkisini azaltmak amacıyla parçalara bölünerek zamana yayılması ya da belirli piyasa koşulları oluştuğunda otomatik alım-satım yapılması gibi stratejileri kapsayan geniş bir çerçevedir.

Bu alandaki hız ve teknoloji odaklı en ileri uygulamayı ise Yüksek Frekanslı İşlemler (YFİ) oluşturur. YFİ’yi diğer algoritmik türlerden ayıran temel fark, mikrosaniyelerle ölçülen işlem hızına ve düşük gecikme sürelerine odaklanmasıdır. Bu amaçla kullanılan 'eş-yerleşim' (kolokasyon) uygulamaları sayesinde işlem sistemleri borsaya fiziksel olarak en yakın noktalara konumlandırılır. Bu teknik altyapı, YFİ sistemlerine insan müdahalesi olmaksızın çok yüksek sayıda emir gönderme ve bu emirleri çok kısa sürelerde iptal edebilme kapasitesi kazandırır; bu nedenle YFİ’de emir/işlem oranları oldukça yüksektir.

YFİ stratejileri temel olarak piyasa mikro yapısındaki geçici fiyat farklılıklarını tespit ederek anlık getiri elde etmeye dayanır. Bu kapsamda en yaygın kullanılan yöntemler arasında; sürekli alış-satış kotasyonu sunarak likidite sağlayan piyasa yapıcılığı, ilişkili finansal araçlar arasındaki fiyat uyumsuzluklarını hedefleyen istatistiksel arbitraj ve fiyat bilgisi iletimindeki hız farklarından yararlanan gecikme arbitrajı yer almaktadır.

Yüksek frekanslı işlemler, alış-satış makaslarını (spread) daraltarak fiyatların daha etkin oluşmasına ve likiditenin artmasıyla işlem maliyetlerinin düşmesine katkı sağlayabilir. Ancak sahip olduğu ileri otomasyon, beraberinde bazı riskleri de getirir. Çok sayıda algoritmanın benzer sinyallere eş zamanlı tepki vermesi ani fiyat çöküşlerine yol açabilirken; volatilitenin arttığı dönemlerde emirlerin topluca geri çekilmesi ani likidite boşlukları yaratabilir. Ayrıca, gerçekte olmayan arz/talep izlenimi oluşturan yanıltıcı emir davranışları piyasa şeffaflığını zedeleyerek bilgi asimetrisini artırma potansiyeline sahiptir.

2. PAY İHRACINA İLİŞKİN TEMEL DÜZENLEMELER

Pay ihracı üç ana düzenleyici çerçeve altında ele alınır:

1. **II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği**, ihraç sürecinde kamunun aydınlatılmasına yönelik belgeleri düzenler.
2. **VII-128.1 sayılı Pay Tebliği**, payların ilk ve ikincil ihracına ilişkin özel hükümleri içerir.
3. **II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği**, satış yöntemleri, dağıtım ve teslim esaslarını belirler. Halka arz işlemlerinin borsada satış şeklinde yapılması durumunda Borsa Pay Piyasası Prosedürü düzenlemeleri geçerlidir.

Bu üç tebliğ birlikte, payların ilk ihraçtan yatırımcıya ulaştığı ana kadar geçen süreci düzenlemektedir.

2.1. İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği Hükümleri

Bu bölüm, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPKn/Kanun) ilgili maddelerine dayanılarak hazırlanan ve sermaye piyasası araçlarının ihracı ve borsada işlem görmesi süreçlerinde yatırımcıların bilgilendirilmesini esas alan II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin temel hükümlerini ve yatırımcıların değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin esasları incelemektedir.

2.1.1. İzahname

2.1.1.1. İzahnamenin Tanımı ve Amacı

İzahname, ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı, geleceğe yönelik beklentileri, faaliyetleri ile ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarının özellikleri, bunlara bağlı hak ve riskler hakkında, yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren bir kamuyu aydınlatma belgesidir. İzahnamenin iki temel unsura ilişkin bilgi sağlaması gerekir: ihraççıya/garantöre ilişkin bilgiler ve sermaye piyasası aracına ilişkin bilgiler.

2.1.1.2. İzahname Hazırlama Zorunluluğu ve Yaptırımlar

Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahnamenin hazırlanması ve Kurulca onaylanması zorunludur. Halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış ifade eder. Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi durumunda (tahsisli veya nitelikli yatırımcıya satış), izahname hazırlanmaz; ancak bu durumda İhraç Belgesi hazırlanması ve Kurulca onaylanması zorunludur. Onaylı izahname yayımlama yükümlülüğünü yerine getirmeksizin sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek Kanun'da suç olarak tanımlanmış olup hapis cezası ile adli para cezası gerektirir.

2.1.1.3. İzahname Hazırlanmasından Muafiyet Durumları

İzahname hazırlama yükümlülüğünden muafiyet sağlayan temel durumlar şunlardır:

- Her halka arz için ayrı ayrı olmak üzere yatırımcı başına en az 9.500.000 TL değerinde sermaye piyasası aracı alan yatırımcılara yönelik yapılan halka arzlar (Bu tutar 2026 yılı için belirlenmiştir).
- Birim nominal değeri en az 9.500.000 TL olan sermaye piyasası araçlarının halka arzı (Bu tutar 2026 yılı için belirlenmiştir).

- Nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının borsada nitelikli yatırımcılar arasında işlem görmesi.
- Belirli birleşme, devir, bölünme, aktifin aynı sermaye olarak konulması veya pay değişimi durumlarında, Kurulca belirlenen duyuru metninin ilan edilmesi şartıyla çıkarılan sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görmesi.

Ayrıca, payların ilk halka arzı hariç olmak üzere, ihraççıların halka arz ettikleri sermaye piyasası aracının toplam satış bedelinin 142.500.000 TL'nin (2026 yılı için geçerli limit) altında olması durumunda, ihraççının talebi üzerine Kurulca muafiyet verilebilir.

Bu tutarlar her yıl Kurul kararı ile yeniden değerlendirilme oranında artırılabilir.

2.1.1.4. İzahname Hazırlanması Gerekmeyen Durumlar

İzahname hazırlanması gerekmeyen belli başlı durumlar şunlardır:

- Sadece nitelikli yatırımcılara satış yapılması
- Sermaye piyasası araçlarının tahsisli satışı
- Kar payının pay olarak dağıtımı dahil olmak üzere bedelsiz pay çıkarılması
- Belirli şartlar altında birleşme ve bölünme işlemleri nedeniyle sermaye piyasası araçlarının çıkarılması (duyuru metni ilan edilme şartıyla)

Muafiyet hallerinde veya izahname gerekmeyen durumlarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının, sonradan halka arz edilerek yeniden satışa sunulması halinde, izahname hazırlanması zorunludur.

2.1.1.5. İzahname Türleri ve Hazırlama Esasları

İzahname; tek belgeden oluşan izahname ve birden fazla belgeden oluşan izahname şeklinde hazırlanabilir.

İzahnamenin tek belgeden oluşması durumunda, ihraççıya ve ihraç edilen araca ilişkin tüm bilgiler ile özet bölümü aynı doküman içinde yer alır.

İzahnamenin birden fazla belge şeklinde hazırlanması durumunda ise aşağıdaki belgelerden oluşur:

1. İhraççı Bilgi Dokümanı (İBD): İhraççının ve varsa garantörün sermayesi, yönetimi, faaliyetleri, finansal durumu ve kârlılığı, ihraççının yönetim ve denetiminden sorumlu kişiler hakkında bilgileri içerir.

2. Sermaye Piyasası Aracı Notu (SPAN): İhraç edilecek veya borsada işlem görececek aracın özellikleri, hakları, yükümlülükleri, riskleri ile halka arz ve borsada işlem görmeye ilişkin bilgileri içerir.

3. Özet: Varsa garantöre, ihraççıya ve araca ilişkin temel özellikler ile riskleri içeren, kısa, açık ve anlaşılır ifadelerden oluşan bölümdür.

Özette, varsa garantör, ihraççı ve ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının temel özellikleri ve riskleri kısa ve yatırımcıların anlayabileceği bir şekilde belirtilir ve yatırımcıya ilgili sermaye piyasası aracına yatırım yapıp yapmaması konusunda yardımcı olacak ve izahnamenin geri kalanı ile uyumlu ve uygun temel bilgileri içerecek şekilde hazırlanır. Özet ayrıca, benzer sermaye piyasası araçlarına ilişkin özetlerin ve içeriklerin karşılaştırılmasına olanak sağlayacak şekilde hazırlanır. Özette ilave olarak; özetin izahnameye bir giriş olarak okunması ve yatırım kararlarının izahnamenin bütününe incelenmesi suretiyle verilmesi gerektiğine ve İzahnamenin diğer kısımları ile birlikte okunması durumunda özetin

yanıltıcı, hatalı veya tutarsız olması halinde, Kanun uyarınca ilgililerin hukuki sorumluluğunun bulunduğuna ilişkin uyarılar da yer alır.

Sermaye artırımını yoluyla halka açılacak ortaklıklar ile halka açık ortaklıkların yapacakları sermaye artırımlarına ilişkin olarak hazırlanacak izahnamede yeni pay alma haklarının kullanımına ilişkin bilgiler, izahnamenin tek belgeden oluşması durumunda izahnamenin ilgili kısmında; izahnamenin birden fazla belge şeklinde hazırlanması durumunda ise sermaye piyasası aracı notunda yer alır.

Birden fazla belge şeklinde hazırlanan izahnamede, İBD Kurulca öncelikle onaylanabilir. Onaylanmış ve halen geçerli İBD'si bulunan bir ihraççının daha sonraki halka arzlarında sadece SPAN ve Özet hazırlaması ve onaylatması yeterlidir.

2.1.1.6. İzahname Hazırlama İlkeleri

İzahname ve içeriğindeki bilgiler, ihraççıyı ve ihracı net bir şekilde ortaya koyacak ayrıntıda, Kurulca belirlenen standartlara uygun, tam ve güncel olmalıdır. Yatırımcılar tarafından kolaylıkla analiz edilebilir, anlaşılabilir ve değerlendirilebilir bir şekilde hazırlanması esastır.

Halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmesinde üçüncü bir kişi tarafından garanti verilmesi durumunda izahnamede garantöre ve garantinin niteliğine ilişkin bilgilere de yer verilir.

İzahnamenin ihraççı ve varsa halka arz eden ile yetkili kuruluş tarafından imzalanması gerekir. İzahnameden sorumlu gerçek kişilerin (yönetim kurulu üyeleri gibi) isimleri, görevleri ve iletişim bilgileri açıkça belirtilmelidir.

2.1.1.7. Finansal Tabloların Sunumu

İzahnamede sunulan finansal tabloların bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş olması esastır. Ortaklık hakkı veren sermaye piyasası araçlarına ilişkin izahnamede son üç yıla ve varsa ilgili ara döneme ait bağımsız denetimden/sınırlı incelemeden geçmiş finansal tablolar yer almalıdır.

2.1.1.8. İzahnamede Atıfta Bulunma ve Bilgi Saklama Koşulları

İzahnameye, daha önceden Kurulun veya Borsanın internet sitesinde veya KAP'ta kamuya duyurulan bilgilere (finansal tablolar, bağımsız denetim raporları, özel durum açıklamaları vb.) atıfta bulunmak suretiyle bilgi dahil edilebilir. Atıfta bulunulan bilginin kaynağının ve nasıl ulaşılabileceğinin belirtilmesi zorunludur. Ancak, özet bölümde izahnamede yer alan bilgiler dışındaki bilgilere atıfta bulunulamaz.

İlgili bilginin kamu yararına aykırı olması, ihraççıyı önemli bir zararla karşı karşıya bırakması veya bilginin önemsiz nitelikte olması gibi belirli koşulların varlığı halinde, ihraççının talebi üzerine Kurul, söz konusu bilginin izahnamede yer almamasına izin verebilir.

2.1.1.9. İzahnamedeki Değişiklikler

İzahname ile kamuya açıklanan bilgilerde, satışa başlamadan önce veya satış süresi içerisinde yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek değişikliklerin veya yeni hususların ortaya çıkması halinde, bu durum derhal Kurula bildirilir.

Değişiklik veya yeni hususların yayımlanmasından önce sermaye piyasası araçlarını satın almak için talepte bulunmuş yatırımcılar, izahnamede yapılan ek ve değişikliklerin yayımlanmasından itibaren 2 (iki) iş günü içerisinde taleplerini geri alma hakkına sahiptirler. Bu süre izahnamede belirtilmek koşuluyla ihraççı tarafından daha uzun olarak belirlenebilir.

2.1.1.10. İzahnamenin Geçerlilik Süresi ve İlanı

İzahname, güncelliğinin korunması kaydıyla, ilk yayım tarihinden itibaren 12 ay boyunca gerçekleştirilecek ihraçlar için geçerlidir. Bu sürenin geçmesinden sonra yapılacak halka arzlarda izahnamenin tümünün yeniden düzenlenerek Kurulca onaylanması gerekir.

Kurulca onaylanmış izahname, teslim alınmasını takiben 15 iş günü içerisinde ihraççının ve varsa yetkili kuruluşun internet sitesinde ve ihraççının KAP üyeliğinin bulunması durumunda KAP'ta ilan edilir. İzahnamenin nerede yayımlandığı hususu, ilandan itibaren 10 iş günü içerisinde ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan edilir. Sermaye piyasası araçlarının satışına başlanması için izahnamenin nerede yayımlandığı hususunun tescil edilmesine gerek bulunmaz. İzahnamenin elektronik olarak yayımlandığı durumlarda, yatırımcının talebi üzerine basılı bir nüshasının bedelsiz olarak teslim edilmesi zorunludur.

2.1.2.İhraç Belgesi

İhraç belgesi, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi durumunda, yurt dışında gerçekleştirilecek ihraçlarda veya izahname hazırlanmaksızın gerçekleştirilecek her türlü sermaye piyasası aracı ihracında, çıkarılacak sermaye piyasası araçlarının niteliği ve satış şartları hakkındaki bilgileri içeren belgedir.

İhraç belgesi hazırlanması zorunlu olan durumlar şunlardır:

- Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihracında.
- Yurt dışında gerçekleştirilecek ihraçlarda.
- Duyuru metni hazırlananlar hariç olmak üzere, izahname hazırlanmaksızın gerçekleştirilecek her türlü sermaye piyasası aracı ihracında.

Kurulca onaylanmış ihraç belgesi veya tertip ihraç belgesi ticaret siciline tescil edilmez. Onaylanmış belgeler, teslim alınmasını takiben 15 iş günü içinde ihraççının ve varsa yetkili kuruluşun internet sitesinde ve KAP'ta ilan edilmesi gereklidir.

2.1.3.Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu

Sermaye artırım ve mevcut pay satışı yoluyla halka açılacak ortaklıklar ile halka açık ortaklıkların sermaye artırımlarında, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların satışına veya yeni pay alma hakkı kullandırılmıyorsa halka arz edilecek paylara ilişkin olarak tasarruf sahiplerine satış duyurusunun hazırlanması ve Kurulca onaylanması zorunludur. Bu duyuru, yeni pay alma hakkı kullanım süresinin bitiminden veya izahnamenin ilanından sonra KAP'ta, ihraççının ve varsa yetkili kuruluşun internet sitesinde aynı gün içinde ilan edilir.

2.1.4.İzahname ve İhraç Belgesinin Onay Süreci ve Sorumluluk

2.1.4.1. İnceleme Süresi ve Onay

İzahnamenin veya ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin başvurular, Kurula sunulmasından itibaren 10 (on) iş günü içinde Kurul tarafından karara bağlanır. Payların ilk defa halka arzında bu süre 20 (yirmi) iş günüdür.

Kurul, izahname veya ihraç belgesinde yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve standartlara göre eksiksiz olduğunun tespiti hâlinde onaylanmasına karar verir. Ancak, izahname veya ihraç belgesinin onaylanması, içerdiği bilgilerin doğru olduğunun Kurulca tekeffülü (garanti edildiği) anlamına gelmez, reklam amacıyla kullanılamaz ve bir yatırım tavsiyesi olarak kabul edilemez.

2.1.4.2. Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Sorumluluk

İzahname, ihraç belgesi ve diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk Kanun hükümleri çerçevesinde düzenlenmiştir.

İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan birincil olarak ihraççılar sorumludur. Zararın ihraççıdan tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması halinde ise; halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider yetkili kuruluşlar, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurlarına ve durumun gereklerine göre sorumlu tutulabilir.

Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere rapor hazırlayan kişi ve kurumlar da hazırladıkları raporlarda yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden bu Tebliğ ve Kanunun ilgili hükümleri çerçevesinde sorumludur.

Sadece özete bağlı olarak ilgililere herhangi bir hukuki sorumluluk yüklenemez; ancak özetin, izahnamenin diğer kısımlarıyla birlikte okunduğunda yanıltıcı, hatalı veya tutarsız olması durumu harihtir.

2.1.4.3. Tanıtım ve Reklamlara İlişkin Esaslar

Halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin yapılacak tanıtım ve reklamlarda yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olmaması ve izahnamede yer verilen bilgilerle tutarlı olması zorunludur. Tanıtım ve reklamlarda, yatırım kararlarının izahnamenin incelenmesi suretiyle verilmesi gerektiği hususunda bir uyarıya yer verilmesi zorunludur.

Eğer tanıtım ve reklamlarda halka arz fiyatına yer veriliyorsa, fiyatın belirlenmesinde Kurulun herhangi bir takdir yetkisinin ya da onayının bulunmadığı açıkça vurgulanmalıdır.

İzahnamenin onaylanmasından ve yayımlanmasından sonra yapılan reklamlarda, izahnamenin temin edileceği yerler ile KAP da dahil olmak üzere ilan edildiği internet siteleri belirtilir. Sermaye piyasası araçlarının yalnızca nitelikli yatırımcılara çağrıda bulunmak suretiyle satılacak olması durumunda, tanıtım ve reklamlarda satışın sadece nitelikli yatırımcılara yapılacağı hususlarına yer verilmesi zorunludur.

2.2. Pay Tebliği Hükümleri

Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul) tarafından yayımlanan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği, paylar ile pay benzeri menkul kıymetlerin Kanun çerçevesinde ihracına ilişkin usul ve esasları düzenlemektedir. Tebliğin düzenlediği temel konular arasında halka açık olmayan ortaklıkların paylarının ilk halka arzı, halka açılma sonrasında uyulması gereken esaslar, sermaye artırımları ve azaltımları yer almaktadır.

Pay Tebliği kapsamında Kurul'a başvuru yapılması zorunlu olan başlıca işlemler şunlardır:

- Halka açık olmayan ortaklıkların mevcut paylarının ve/veya sermaye artırımını yoluyla çıkarılacak paylarının halka arzı
 - Halka açık ortaklıkların,
 - Mevcut paylarının veya sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak paylarının halka arzı
 - Sermaye artırımıyla çıkarılacak paylarının halka arz edilmeksizin satışı
 - Şarta bağlı sermaye artırımını
 - Sermaye azaltımı
 - Kar payından ve iç kaynaklardan karşılanacak sermaye artırımını
 - Pay sahibi sayısının beş yüzü aşması nedeniyle payları halka arz olunmuş sayılan ortaklıkların halka açık ortaklık statülerinin onaylanması
 - Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıkların paylarının borsada işlem görmeye başlaması
 - GİP'te işlem görecektir ortaklıkların sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak paylarının halka arzı
 - Pay benzeri menkul kıymetlerin (Katılma İntifa Senetleri gibi) ihracı

2.2.1. Temel Kavramlar

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: Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Çuhadaroğlu Metal) ortaklarından Sevim Çuhadaroğlu, Halil Nejat Çuhadaroğlu ve Murat Ruhi Çuhadaroğlu'nun sahibi oldukları sırasıyla 1.000.000 TL, 4.000.000 TL ve 4.000.000 TL nominal değerli B Grubu paylar 10-12 Şubat 2025 tarihlerinde halka arz edilmiştir. Söz konusu halka arz işleminde satışa konu payları ihraç edilen Çuhadaroğlu Metal "ihraççı", sahibi oldukları payları satan Sevim Çuhadaroğlu, Halil Nejat Çuhadaroğlu ve Murat Ruhi Çuhadaroğlu ise "halka arz eden" konumundadırlar. İhraççı ve halka arz eden kavramları izahnamenin sorumluluğunun üstlenilmesi açısından önem teşkil etmektedir.

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.

2.2.2.Halka Açık Olmayan Ortaklıkların Paylarının İlk Halka Arz

2.2.2.1. Payların Halka Arz Yöntemleri

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

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

Sermaye artırımını 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 artırımını ve mevcut payların satışı yoluyla halka arzı oluşturmaktadır.

Halka açılmadan dolayı toplanan fon, sermaye artırımını yoluyla halka arzda ortaklığın kasasına girerken, mevcut payların satışı yoluyla halka arzda satışı yapan ortaklara aktarılmaktadır. 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.

Mevcut payların satışı yoluyla halka arzda, 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.

2.2.2.2. Ortaklığa İlişkin Ön Koşullar

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların mevcut ödenmiş ya da çıkarılmış sermayelerinin tamamının ödenmiş olması zorunludur.

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların, Kanun kapsamından çıkarılma şartlarını taşımaması gerekir. Bu bağlamda, ortaklıkların Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış ve özel bağımsız denetimden geçmiş, başvuru tarihinden önceki son iki yıla ait finansal tablolar itibarıyla belirli aktif toplamı ve/veya net satış hasılatı büyüklüklerini karşılamaları zorunludur. Paylarını ilk defa halka arz etmek veya borsada işlem görmek üzere 2026 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 (2024 ve 2025 yılına ait yıllık finansal tablolar itibarıyla),

- Aktif toplamının 2024 yılı için 2.400.000.000, 2025 yılı için 3.600.000.000 Türk Lirasından az olmaması veya
- Net satış hasılatının 2024 yılı için 1.200.000.000, 2025 yılı için 1.800.000.000 Türk Lirasından az olmaması

gereklidir.

Bu tutarların her yıl yeniden değerlendirme katsayısı dikkate alınarak Kurulca yeniden belirlenmesi esastır. Belirli sektörlerde faaliyet gösteren (yenilenebilir enerji, petrokimya, savunma sanayi, tarım vb.) ve hasılatlarının en az %75'ini bu faaliyetlerden elde eden ortaklıklar için bu finansal büyüklük şartları Kurul tarafından indirimli olarak uygulanabilmektedir.

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların izahnamesinde yer alacak en son tarihli finansal tablolarına göre Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflarından olan ticari olmayan alacaklarının tüm alacaklar toplamına olan oranı %20'yi veya aktif toplamına olan oranı %10'u geçemez. Aksi durumda, mevcut paylarının satışından elde edilecek fonların söz konusu alacakların tahsilinde kullanılacağı ortaklık ve halka arz edenler taahhüt etmelidir.

2.2.2.3. 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;

- 2026 yılı için 750.000.000 TL'nin altında olması durumunda satılamayan payların tamamı için,
- 750.000.000 TL ile 1.500.000.000 TL arasında olması durumunda ise, satılamayan payların 750.000.000 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 zorunludur.

Halka arz edilecek payların piyasa değerinin 1.500.000.000 TL'nin üzerinde olması durumunda yüklenimde bulunma zorunluluğu yoktur.

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.

2.2.3.Halka Açılma Sonrasında Uyulacak Esaslar

2.2.3.1. Pay Sahiplerine Yönelik Kısıtlama

Halka açılma sonrasında, ortaklık ve pay sahipleri için bazı kısıtlamalar ve yükümlülükler devreye girer:

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların mevcut sermayede yüzde on ve üzeri pay sahibi olan ortakları ile yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakları, sahip oldukları payları, payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satamazlar. Bu süre içinde, söz konusu payların bu düzenlemeye uygun olarak devredilmesi durumunda özel durum açıklaması yapılması zorunludur. Söz konusu kişilerin borsa dışında satacakları payları alanlar da bu sınırlamaya tabidir.

Diğer taraftan, Kurul'un 19/09/2024 tarih ve 2024/48 sayılı Bülteni'nde kamuya duyurulan Kurul Karar Organı'nın i-SPK.128.23 (19/09/2024 tarih ve 1508 s.k.) sayılı İlke Kararı gereği, payların ilk halka arzı neticesinde dağıtımdan pay alan yatırımcıların, dağıtım listesinin kesinleşmesini takiben hesaplarına aktarılan payları, paylar hesaplarına geçtiği tarihten itibaren 90 gün boyunca borsa dışında satmaları, başka yatırımcı hesaplarına virmanlamaları veya borsada özel emir ile ve/veya toptan satış işlemine konu etmeleri yasaklanmıştır. Aynı İlke Kararı'nda, payları

halka arz edilen ortaklığın mevcut ortakları için söz konusu kısıtlamanın izahname onay tarihinden itibaren 180 gün boyunca ve borsada satışı da kapsayacak şekilde uygulanacağı hüküm altına alınmıştır.

2.2.3.2. Satışa Hazır Bekletilen Paylar:

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların halka arz büyüklüğünün belirli bir tutarın altında olması (2026 yılında 950.000.000 TL) halinde, ek satış hariç halka arz edilecek payların nominal değerinin %25'ine tekabül eden paylar, ortakların yeni pay alma hakları tamamen kısıtlanmak suretiyle satışa hazır bekletilir. Bu payların temel amacı, pay fiyatının yükselmesine yol açan piyasa talebinin ek hacim yaratılarak karşılanması ve ortaklığa piyasa değerinden sermaye girişi sağlanmasıdır. Bu payların satışı, izahnamenin Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) ilan edildiği tarihten itibaren bir yıl boyunca payların borsa fiyatı halka arz fiyatının %25 fazlasından daha fazla yükselmediği süreçte başlanamaz. Bir yıl içinde satılamayan bu paylar iptal olur.

2.2.3.3. Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler

Halka arzda, aracı kurum tarafından ortaklık veya kendi hesabına fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler (fiyatı destekleme işlemleri) yapılabilir. Ortaklık hesabına bu işlemlerin yapılması durumunda, kullanılacak fon ortaklığın elde edeceği brüt halka arz gelirinin %20'sinden yüksek olamaz ve alınacak payların nominal değeri, halka arz edilen payların nominal değerinin %20'sini geçemez. Bu işlem, ortaklıkların kendi paylarını geri almasına ilişkin Kurul düzenlemelerinde yer alan usullere tabi değildir. Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ilişkin tüm hususların izahnamede belirtilmesi zorunludur. 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. Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ilişkin sürenin sona ermesi durumunda, takip eden iş günü, işlemleri gerçekleştiren aracı kurum tarafından özel durum açıklamasıyla KAP'ta kamuya açıklanır. Bu açıklamada, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler çerçevesinde yapılan pay alımı işlemlerine ilişkin tarih, ortalama fiyat, miktar ve tutar bilgileri yer alır. 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.

2.2.4.Sermaye Artırım ve Azaltım İşlemleri

2.2.4.1. Bedelli Sermaye Artırımları

Halka açık ortaklıkların bedelli sermaye artırımlarında, sermaye koyma borcunun nakit olarak yerine getirilmesi zorunludur (tam ve nakden ödeme ilkesi). Nakit sermaye koyma borcu, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup edilemez.

Sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması ve Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflara olan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde kullanılacak olması durumunda bu işlem önemli nitelikteki işlemler arasında sayılır. Bu durumda, muhalif kalan pay sahiplerine ayrılma hakkı verilmesi ve buna ilişkin işlemlerin tamamlanması gerekir.

Bedelli sermaye artırımını sürecine ilişkin ilave hususlara Çalışma Notu'nun Kurumsal Eylemler kısmının 3.2 nolu bölümünde yer verilmiştir.

2.2.4.2. Bedelsiz Sermaye Artırımları (İç Kaynaklar ve Kâr Payı)

Konuya Çalışma Notu'nun Kurumsal Eylemler kısmının 3.3 nolu bölümünde yer verilmiştir.

2.2.4.3. Şarta Bağlı Sermaye Artırımı

Bu tür sermaye artırımı, kayıtlı sermaye sisteminde bulunan halka açık ortaklıklar tarafından, borçlanma araçlarının ihracı nedeniyle ortaklıktan alacaklı olanlara, ortaklık varantı sahiplerine veya çalışanlara yönelik olarak dönüştürme, kullanım veya alım haklarının kullanılması suretiyle gerçekleştirilebilir. Bu artırımın yapılabilmesi için yeni pay alma haklarının tamamen kısıtlanması gerekir. Halka açık olmayan ortaklıkların çalışanlarına pay edindirme programları çerçevesinde gerçekleştirecekleri şarta bağlı sermaye artırımı için Kurula başvurulması gerekmez. Ancak şarta bağlı sermaye artırımı sonucunda ortak sayısının beş yüzü aşması durumunda, Pay Tebliğinde düzenlenen "Ortak sayısı nedeniyle payları halka arz olunmuş sayılan ortaklıklar"a ilişkin hükümler uygulanır.

2.2.4.4. Nominal Değerin Altında Pay İhracı Yoluyla Sermaye Artırımı

Payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımında, belirli şartlar altında (sermaye artırım kararının kamuya açıklanma tarihinden önceki otuz gün içindeki ağırlıklı ortalama fiyat ortalamasının nominal değerinin altında olması) paylarını nominal değerinin altında bir fiyattan ihraç edebilirler. Bu durumda ortaklığın tescil edilen sermayesi, nominal değer üzerinden tespit olunur.

Bu ihraçta, imtiyazlı paylara sahip ortakların bulunması durumunda, esas sözleşmede gerekli değişikliklerin yapılması suretiyle imtiyazlara son verilmesi veya imtiyazlı paya sahip bulunan ortaklar (ve/veya yönetim kontrolünü elinde bulunduran kişiler) tarafından diğer ortaklara pay alım teklifinde bulunulması zorunludur. Ayrıca, ihraç edilecek payların halka arz edilerek satılmak istenmesi durumunda, yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların yeni pay alma haklarının tamamını kullanmaları ve bu suretle elde edecekleri payları bir yıl süreyle borsada satmamaları zorunludur.

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.

2.2.4.5. Sermaye Azaltımı

Konuya Çalışma Notu'nun Kurumsal Eylemler kısmının 3.4 nolu bölümünde yer verilmiştir.

2.2.5. Diğer Hususlar

2.2.5.1. Ön Talep Toplama

Payların ilk veya ikincil halka arzında, izahnamenin Kurulca onaylanmasından önce, herhangi bir yükümlülük oluşturmaksızın yatırımcıların olası talepleri belirli bir fiyat aralığından toplanabilir. Ön talep toplama süresi on iş gününden fazla olamaz. Ön talep toplama, sadece satılabilecek payların nominal değerinin ve fiyatının tespiti amacıyla uygulanan bir anket niteliğindedir. Ön talep toplama sonuçları kamuya açıklanamaz ve reklam amacıyla kullanılamaz.

2.2.5.2. Ek Pay Satışı

Ek pay satışı, talep toplama sonucunda toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde, izahnamede gerekli açıklamaların yapılması koşuluyla, fazla talebi karşılamak

amacıyla azami nominal değeri belirlenen payların dağıtımına tabi tutulacak toplam paylara ilave edilmesidir.

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

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.

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

2.2.5.3. Fiyat Tespit Raporu İle Analist ve Değerlendirme Raporları

Halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, satış fiyatı ve hesaplama yöntemlerine ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça (konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesi durumunda, konsorsiyum lideri ya da eş lider tarafından) fiyat tespit raporu hazırlanması ve halka arzın başlayacağı tarihten en az üç gün önce ilan edilmesi zorunludur.

Halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir yetkili kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu 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.

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. Bu çerçevede 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.

2.2.5.4. Fon Kullanım Raporları

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 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 hazırlaması ve söz konusu raporu ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlaması zorunludur.

2.2.5.5. Pay Senetlerinin Teslim Zamanı

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.

2.2.5.6. 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.

MKK, borsada işlem gören niteliğe dönüştürülmek istenen payların nominal değerini, başvuruyu yapan kişilerin isim veya unvanını günlük olarak toplu halde KAP vasıtasıyla kamuya duyurur.

Kurul tarafından aksi bildirilmedikçe paylar, MKK duyurusundan itibaren iki iş gününden sonra satılabilir.

2.3. Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Tebliği Hükümleri

Bu bölüm, sermaye piyasası araçlarının satış yöntemleri, dağıtım esasları ve teslim süreçlerine ilişkin kuralları belirleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) II-5.2 sayılı Tebliği'ni incelemektedir. Tebliğ, özellikle satışta fiyat belirlenmesi, satış şekilleri ve yöntemleri, dağıtım ve teslim hükümleri ile halka arzda uygulanabilecek teşviklere ilişkin esasları kapsamaktadır. Söz konusu Tebliğ, II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği ve ihraca konu aracın kendine özgü tebliği (Örneğin Pay Tebliği) ile birlikte bütüncül olarak değerlendirilmelidir.

2.3.1.Genel Esaslar

Tebliğ kapsamında, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden veya ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan tüzel kişiler "ihraççı" olarak tanımlanırken; sahip olduğu araçları halka arz etmek isteyen gerçek veya tüzel kişiler "halka arz eden" olarak adlandırılmaktadır.

Satışa ilişkin fiyat, şekil ve dağıtım esaslarının belirlenmesi, kural olarak ihraççı ve/veya halka arz eden tarafından yapılır; ancak bu yetki, Kurulun belirlediği esaslar çerçevesinde yetkili kuruluşa veya konsorsiyum liderine de verilebilir.

Payları borsada işlem gören ortaklıklar ile payları borsada işlem görmek üzere başvuruda bulunan ortaklıklarca ihraç edilecek paylar ile yurt içinde ihraç edilecek diğer sermaye piyasası araçlarının teslimi, bunların MKK nezdinde hak sahibinin ismine açılmış hesaplarda izlenmesi yoluyla gerçekleştirilir. Satış işlemi, sermaye piyasası araçlarının MKK nezdindeki yatırımcı hesabına aktarılmasıyla tamamlanmış sayılır.

Yatırımcılar satın almak istedikleri sermaye piyasası aracının bedelini, ihraca ilişkin belgelerde yer alan süre içinde ilgili banka hesabına aktarılacak üzere yatırırlar ve varsa düzenlenen talep formunu doldurup imzalarlar. Yetkili kuruluşlar tarafından gerekli güvenlik önlemlerinin sağlanmış olması koşuluyla, talep formu elektronik ortamda da doldurularak onaylanabilir. Kurumsal yatırımcılar, ödenmeme riskinin yetkili kuruluşlarca üstlenilmesi kaydıyla, sermaye piyasası aracının bedelini talep toplama süresinin bitimini takiben de ödeyebilirler.

Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında, yatırımcılar BIST-30 endeksinde yer alan paylar, para piyasası fonları, kısa vadeli tahvil ve bono fonları, kamu borçlanma araçları, döviz, mevduat, borsada işlem gören özel sektör borçlanma araçları ile kira sertifikaları ve yüksek likiditesi olan Kurulca uygun görülecek benzer varlıkların blokajı yoluyla talepte bulunabilir. Blokaj yoluyla talepte bulunma neticesinde doğabilecek zararlardan yetkili kuruluş ile ihraççı ve/veya halka arz eden sorumludur. Blokaj yoluyla talepte bulunulması durumunda, blokaja konu edilen varlık karşılığında ne kadarlık bir talepte bulunulabileceği izahnamede belirtilir.

2.3.2.Satış Şekilleri

Sermaye piyasası araçları:

- a) Halka arz edilmek suretiyle,
 - b) Halka arz edilmeksizin;
 - i) Tahsisli olarak,
 - ii) Nitelikli yatırımcılara
- satılabilir.

2.3.2.1. Halka Arz Edilmeksizin Satış

2.3.2.1.1. Genel Hükümler

Nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçları, borsa düzenlemeleri çerçevesinde yalnızca nitelikli yatırımcılar arasında alınıp satılmak üzere Borsa İstanbul bünyesindeki Girişim Sermayesi Pazarı'nda işlem görebilir. Tahsisli olarak satılmak üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının ise borsada işlem görmemesi esastır.

Halka arz edilmeksizin yurt içinde yapılacak satışlarda içeriği Kurulca belirlenen beyanların satıştan önce yatırımcılara imzalatılması zorunludur. Tahsisli satışlara ilişkin olarak imzalanacak beyanda, satışa konu sermaye piyasası araçlarının risklerine ve yatırımcının bu riskleri anlayıp kabul ettiğine ilişkin bilgiye yer verilir. Nitelikli yatırımcılara yapılacak satışlara ilişkin olarak imzalanacak beyanda ise, satışa konu sermaye piyasası araçlarının riskleri ve yatırımcının bu riskleri anlayıp kabul ettiği ile yatırımcının nitelikli yatırımcı olduğuna ilişkin açıklama yer alır. Ancak halihazırda MKK nezdinde kaydı tutulan nitelikli yatırımcılardan beyan alınması gerekmez. Bu durumda MKK üyesi yatırım kuruluşları, işlemi gerçekleştirmeden önce adına işlem yapılacak yatırımcının MKK nezdinde kaydı tutulan nitelikli yatırımcılar arasında bulunup bulunmadığını kontrol etmekle yükümlüdür. Daha önce tahsisli olarak gerçekleştirilen satışlarda beyanların imzalanmış olması, yatırımcının bu beyan yükümlülüğünü ortadan kaldırmaz.

2.3.2.1.2. Tahsisli Satışlara Özel Hükümler

Payların ikincil piyasa işlemleri hariç olmak üzere, tahsisli olarak satılan sermaye piyasası araçlarını belirli bir anda elinde bulunduran yatırımcıların sayısının yüz elliye geçmemesi esastır.

Günlük olarak yapılacak olan kontrolde;

- a) Müşterek hesap sahibi kişiler ayrı ayrı dikkate alınır,
- b) Yalnızca gün sonları itibarıyla bakiyesi olan hesaplar dikkate alınır.

Tahsisli olarak satılan sermaye piyasası araçlarının diğer yatırımcılarla birlikte nitelikli yatırımcılar tarafından da satın alınması mümkündür. Bu durumda yüz elli kişinin hesaplanmasında nitelikli yatırımcılar dikkate alınmaz.

Tahsisli olarak satılan sermaye piyasası araçlarını belirli bir anda elinde bulunduran yatırımcı sayısının yüz elliye geçmesi durumunda, bu sayının aşıldığı MKK tarafından derhal ihraççıya ve Kurula bildirilir. İhraççı, kendisine yapılan bildirim tarihinden itibaren yirmi iş günü içerisinde hazırlayacağı izahnamenin onaylanması amacıyla Kurula ve söz konusu sermaye piyasası aracının borsada işlem görmesi amacıyla borsaya başvurur.

2.3.2.1.3. Nitelikli Yatırımcılara Yapılacak Satışlara İlişkin Özel Hükümler

Nitelikli yatırımcılara yapılacak satışlar, yalnızca bu yatırımcılara yönelik bir çağrıda bulunulması ve/veya nitelikli yatırımcıların önceden belirlenmesi suretiyle gerçekleştirilebilir. Sermaye piyasası araçlarının nitelikli yatırımcılara satışında, yatırımcı sayısı yönünden bir kısıtlama uygulanmaz.

Bir yatırımcının nitelikli yatırımcı olduğuna ilişkin bilginin, ilgiliden alınan beyan üzerine MKK üyesi yatırım kuruluşları tarafından MKS'de kayıt altına alınması zorunludur. MKK üyesi yatırım kuruluşlarından birisi tarafından yapılacak kayıt, bir yatırımcının nitelikli yatırımcı olarak kabul edilmesi için yeterlidir. Nitelikli yatırımcıların sahip oldukları tüm tekil hesaplar nitelikli olarak kabul edilir. Ancak müşterek hesapların nitelikli olarak kabul edilebilmesi için hesap sahibi tüm kişilerin nitelikli yatırımcı özelliğini taşıması gerekir. Kurumsal yatırımcıların MKK nezdinde kaydı tutulan

nitelikli yatırımcılar arasına dahil edilmesi, kurumsal yatırımcılardan beyan alınmasına gerek bulunmaksızın MKK üyesi yatırım kuruluşları tarafından res' en yerine getirilir.

Bir yatırımcının MKK nezdinde kaydı tutulan nitelikli yatırımcılar arasında bulunup bulunmadığının kontrol edilebilmesini teminen, MKK üyesi yatırım kuruluşlarının erişimine olanak sağlayacak şekilde MKK tarafından gerekli sistem kurulur.

Nitelikli yatırımcı özelliğinin kaybedilmesi durumunda, bu durumun ilgili yatırımcı tarafından bir MKK üyesi yatırım kuruluşuna bildirilmesi zorunludur. Bildirim üzerine, söz konusu yatırımcının MKK nezdindeki statüsünün değiştirilmesine ilişkin yükümlülük MKK üyesi yatırım kuruluşuna aittir.

Talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil olmak üzere, Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan profesyonel müşteri statüsünden çıkılması durumunda, yatırımcının nitelikli yatırımcı özelliğinin de kaybedildiği kabul edilir.

2.3.3. Payların İlk Halka Arzında Satış ve Dağıtım Esasları

Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, Üçüncü Bölüm'ünde bu **sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında uygulanabilecek yöntemler** ana hatlarıyla şöyle tanımlanmaktadır:

“MADDE 13 – (1) Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında;

- a) Talep toplama yoluyla satış yöntemi,*
 - b) Talep toplanmaksızın satış yöntemi,*
 - c) Borsada satış yöntemi*
- kullanılabilir.”*

Bu yöntemlerden "talep toplanmaksızın satış yöntemi", Tebliğ'de belirtilen istisnai bir yoldur. Esasen, belirli finansal büyüklüklerin altında kalan ve payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıkların paylarının, belirli bir fiyattan satışı için kullanılır. Bu yöntemde yatırımcılar, pay bedellerini izahnamede belirtilen özel bir hesaba aktararak sermaye artırımına katılırlar.

Tebliğ'de belirtilen "Talep toplama yoluyla satış yöntemi", satış ve dağıtım sürecinin Yetkili Kuruluş (veya konsorsiyum lideri) tarafından yönetildiği bir süreci ifade ederken, "borsada satış yöntemi" sürecin Borsa İstanbul düzenlemeleri çerçevesinde yürütüldüğü bir yapıyı tanımlar. Bu ayrımı netleştirmek için, Tebliğ'deki "Talep toplama yoluyla satış yöntemi", bu bölümde "borsa dışında talep toplama yoluyla satış yöntemi" olarak anılacaktır.

Tebliğ uyarınca, borsa dışında talep toplama yoluyla satış yöntemi; *sabit fiyatla, fiyat teklifi olarak veya fiyat aralığı ile talep toplama* şeklinde üçe ayrılır. Borsa İstanbul Pay Piyasası Prosedürü (Prosedür) ise borsada yapılacak ilk halka arz işlemlerini; *sürekli işlem, sabit fiyat (SFY) ve değişken fiyat (DFY) yöntemleri* olarak tanımlar.

Türkiye'de payların ilk halka arzlarında en yaygın kullanılan yöntem, fiyatın önceden belirlendiği sabit fiyatla talep toplama yöntemidir. Bu çerçevede, halka arz süreci bu bölümde iki farklı uygulama üzerinden ele alınacaktır: *Borsa dışı sabit fiyatla talep toplama yöntemi* ve *Borsada sabit fiyat yöntemi (SFY)*.

2.3.3.1. Borsa Dışı Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi

Borsa dışında, halka arza aracılık eden yetkili kuruluş (veya konsorsiyum) tarafından yönetilen bu yöntemde, süreç Borsa'nın alım satım sisteminden bağımsız, toplanan taleplerin bir "tahsis ve dağıtım" işlemine tabi tutulmasıdır. Söz konusu yöntemin uygulanmasına ilişkin esaslar doğrudan Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği ile düzenlenmektedir.

Bu yöntemin en belirgin özelliği, halka arz edilecek payların belirli yatırımcı gruplarına önceden paylaştırılabilmesidir (tahsisat). İzahnamede, örneğin Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar, Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar, Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar veya Çalışanlar gibi farklı gruplar tanımlanabilir ve her bir gruba ne kadar pay ayrıldığı belirtilir. Belirli bir yatırımcı grubuna tahsisat yapılmış olması halinde, söz konusu gruptan başvuru yapacak yatırımcılar aranan nitelikleri taşıdıklarına dair izahnamede öngörülen gerekli belgeleri talep formuna eklerler. Tebliğ'in 18. maddesi, bu gruplara asgari tahsisat oranları (%10 Yurt İçi Bireysel, %10 Yurt İçi Kurumsal) zorunlu kılar. Talep toplama süresinin sonunda, izahnamede esasları açıklanmış olmak koşuluyla, zorunlu asgari oranlar korunarak gruplar arası pay kaydırması yapılabilir. Ancak bir grup için belirlenen tutar %20'den fazla azaltılamaz. Bir gruba yeterli talep gelmezse, karşılanamayan kısım diğer gruplara aktarılabilir.

Bu yöntemde, ihraççı ve/veya halka arz eden, yetkili kuruluş ile birlikte paylar için tek bir "sabit fiyat" belirler. Yatırımcılar, bu sabit fiyat üzerinden satın almak istedikleri pay miktarına ilişkin taleplerini, izahnamede belirtilen ve Tebliğ uyarınca **en az iki iş günü, en fazla yirmi iş günü** olabilen süre içinde, fiziksel veya elektronik ortamda "talep formu" doldurarak iletirler. Talep toplama süresinin bitiminde, konsorsiyum lideri veya yetkili kuruluş, gelen tüm talepleri konsolide eder.

Dağıtımın genel ilkeleri Tebliğ'in 19. maddesinde çizilmiştir. Temel prensip, her bir yatırımcıya dahil olduğu grup içerisinde "eşit ve adil" davranılmasıdır. Dağıtımın izahnameye ve mevzuata uygun yapılmasının sorumluluğu, süreci yöneten konsorsiyum liderine, ihraççıya ve/veya halka arz edene aittir.

Taleplerin satışa sunulan sermaye piyasası aracı tutarından az olması halinde bütün talepler karşılanır. Talebin arzdan fazla olması durumunda (aşırı talep), Tebliğ'in 20. maddesi, iki tür dağıtım mekanizmasına izin verir:

- **Eşit Dağıtım:** Bu yöntemde, tahsis edilen toplam pay tutarı, o gruba talepte bulunan toplam yatırımcı sayısına bölünür. Bulunan miktar ve altındaki talepler öncelikle karşılanır. Kalan paylar olursa, bu paylar talebi tam karşılanamayan yatırımcılara, talep miktarlarına bakılmaksızın, tekrar eşit olarak paylaştırılır ve bu süreç paylar bitene kadar devam eder. (SPK İlke Kararı, büyük halka arzlarda bireysel yatırımcılar için bu eşit dağıtım yöntemini zorunlu kılmaktadır). Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda bir alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilir. Miktarın bu alt sınırın altında kalması halinde yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılır ve bu miktarlar tekrar dağıtım tabi tutulur. Dağıtım hesaplamalarında küsurat ortaya çıkması durumunda, küsurat tama iblağ edilerek talebi tamamen karşılanamayan yatırımcılar arasında, ihraççı veya halka arz edenin uygun gördüğü şekilde dağıtım yapılır.

- **Oransal Dağıtım:** İzahnamede belirtilmek kaydıyla, her yatırımcının talebinin, gruptaki toplam talebin toplam arza oranı kadar karşılandığı oransal bir dağıtım da mümkündür.

Mükerrer talep kontrolü, Tebliğ'in 22. maddesi ile düzenlenir. Eşit dağıtım durumunda, dağıtım sırasında bir defadan fazla talepte bulunan yatırımcıların yalnızca en yüksek miktarlı talep tutarları hesaplamada dikkate alınır. Oransal dağıtımda veya yeterli talep olmaması durumunda bu kural uygulanmaz.

Halka arz tutarı ile sınırlı olmak üzere talepte bulunan tüm bireysel yatırımcılara asgari olarak dağıtılacak tutar satış öncesinde belirlenebilir. Bu durumda halka arz tutarının tüm bireysel yatırımcıların asgari talep tutarlarını karşılayamaması durumunda nasıl bir yöntem izleneceği izahnamede belirtilir.

Süreç, Borsada Sabit Fiyatla Talep Toplama yöntemindeki süreçlere göre daha uzun bir idari takvim gerektirir. Talep toplama bittikten sonra yetkili kuruluşun dağıtım listesini hazırlaması iki iş

günü, ihraççının bu listeyi onaylaması ve yetkili kuruluşa teslimi iki iş günü ve karşılanamayan taleplere ilişkin bedel iadelerinin yapılması ise listenin teslimini takiben bir iş günü sürebilir. Yetkili kuruluş, onaylanan dağıtım listesini aldıktan sonra karşılanan taleplere ilişkin sermaye piyasası araçlarının MKK nezdinde yatırımcı hesaplarına aktarılmasıyla (teslimiyle) süreci tamamlar.

2.3.3.2. Borsada Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi (SFY):

Bu yönteme ilişkin düzenlemeler Borsa İstanbul Pay Piyasası Prosedürü'nde (Prosedür) yer almaktadır. Tebliğ'de düzenlenen "Borsa Dışı Sabit Fiyatla Talep Toplama" yönteminden uyarlanmıştır. Satış ve dağıtım sürecini tamamen BISTECH alım satım sistemine taşıyarak borsa dışı yöntemden ayırır.

"Borsa Dışı Sabit Fiyatla Talep Toplama" yönteminin aksine, bu yöntem kullanıldığında, belirli yatırımcı gruplarına (bireysel, kurumsal, yurt dışı vb.) önceden pay ayrılmasına, yani tahsisat yapılmasına izin verilmez. Borsa dışı yöntemde kurumsal yatırımcılar, kendilerine ayrılmış bir pay havuzundan alımlar yapabilirken, borsada satış yönteminde böyle bir ayrıcalıkları yoktur. Borsada satış yönteminde, tüm yatırımcı grupları (bireysel ve kurumsal) eşittir. Bu nedenle borsada satış yöntemi uygulanan halka arzlarda dağıtımın neredeyse tamamı, sayıca çok olmaları nedeniyle, bireysel yatırımcılara yapılmaktadır.

Satış süreci, Borsa'nın belirlediği birincil piyasa seans saatlerinde (Prosedür'e göre genellikle 10:30-13:00) yatırımcıların sisteme alım emri girmesiyle gerçekleşir. Bu süre, borsa dışı yöntemin 2-20 günlük esnek süresinin aksine, en fazla üç iş günü olarak belirlenmiştir. Sisteme yalnızca önceden ilan edilen "tek bir sabit fiyattan" ve "İptale Kadar Geçerli" (İKG) emir girilebilir. Fiyat sabit olduğu için emirler arasında "fiyat önceliği" bulunmaz; tek belirleyici kural "zaman önceliği"dir. Emirler, payları halk arz edilen ortaklık tarafından belirlenen ve duyurulan tek bir fiyat ile sisteme gönderilir (fiyat alanı boş geçilmez). Bu tek fiyat sistemde yer alır. Farklı bir fiyattan gelen emirler Sistem tarafından reddedilir. Emrin fiyatı değiştirilemez.

Bu yöntemde, SPK'nın veya Borsanın aksi yönde alınmış bir kararının olmaması ve duyurulmuş olması şartıyla, talep toplama süresinin sonu beklenmeden dağıtım yapılabilir. Talep toplamanın sona erdiği an itibarıyla MKK sicil numarası bulunmayan veya müşterek hesap olan hesaplardan iletilen emirler dağıtımına konu edilmez. Emirlerin tek MKK sicil numarasına bağlı yatırımcı hesabından girilmesi gerekmektedir. Emirler, üyeler tarafından iptal edilmediği müddetçe talep toplama süresinin sonuna kadar geçerlidir.

Dağıtım süreci, borsa dışı yöntemin günler süren idari sürecinden farklı olarak, talep toplamanın bittiği gün seans bitimini takiben (Prosedür'e göre genellikle 18:15 sonrası) Borsa sistemi tarafından otomatik olarak yürütülür.

MKK Bazında Tekleştirme: Sistem öncelikle, Borsa'ya iletilen tüm emirleri MKK Sicil Numarası bazında filtreler. Aynı MKK sicil numarasına sahip bir yatırımcı, farklı aracı kurumlardan dahi olsa birden fazla emir iletmişse, bu emirlerden sadece sisteme "zaman önceliğine sahip ilk emri" dağıtımına kabul edilir. Yatırımcının sonraki tüm mükerrer emirleri (talep miktarı ne olursa olsun) dağıtım dışı bırakılır. Bu, borsa dışı yöntemin "en yüksek talebi" dikkate alma kuralından farklıdır.

Zaman Öncelikli Dairesel Dağıtım: Tekleştirme sonrası elde edilen geçerli emir listesi, "zaman önceliğine" göre sıralanır. Dağıtım talebin arza oranına göre şöyle yapılır:

- Az Talep veya Denge Durumu: Tekleştirilmiş toplam talep, arz edilen pay miktarından az veya arza eşit ise, geçerli olan tüm talepler tam olarak karşılanır.

- Fazla Talep Durumu: Tekleştirilmiş toplam talep arzdan fazla ise, dağıtım zaman öncelikli listedeki ilk emirden başlanarak her yatırımcıya sırayla 1'er lot pay verilmesi şeklinde yapılır. Bu 1 lotluk dağıtım turu, tüm paylar bitene kadar dairesel olarak tekrarlanır.

Dağıtımın tamamlanmasının ardından, payların ve nakdin takası (teslimi), standart Borsa takas süresi olan T+2 (Dağıtım Günü +2) gününde gerçekleşir.

Örnek 1

Satılacak miktar = 23 lot

Gelen toplam talep = 57 lot

Fiyat = 5,00 TL

Emir Sıra Numarası	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Yatırımcı MKK Sicil Numarası	A	B	C	D	E
Lot Miktarı	6	14	23	6	8
Birinci Tur Sonunda Kalan	5	13	22	5	7
İkinci Tur Sonunda Kalan	4	12	21	4	6
Üçüncü Tur Sonunda Kalan	3	11	20	3	5
Dördüncü Tur Sonunda Kalan	2	10	19	2	4
Beşinci Tur Sonunda Kalan	1	9	18	2	4
İŞLEM MİKTARI	5	5	5	4	4

Gerçekleşen İşlemler:

MKK Sicil No (Alıcı)	İşlem Fiyatı	İşlem Miktarı
A	5	5
B	5	5
C	5	5
D	5	4
E	5	4
Toplam		23

Örnek 2

Satılacak miktar = 20 lot

Gelen toplam talep = 54 lot

Fiyat = 5,00 TL

Emir Sıra Numarası	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Yatırımcı MKK Sicil Numarası	A	B	C	A	E
Lot Miktarı	3	14	23	6	8
Birinci Tur Sonunda Kalan	2	13	22	6	7
İkinci Tur Sonunda Kalan	1	12	21	6	6
Üçüncü Tur Sonunda Kalan	0	11	20	6	5
Dördüncü Tur Sonunda Kalan	0	10	19	6	4
Beşinci Tur Sonunda Kalan	0	9	18	6	3
Altıncı Tur Sonunda Kalan	0	8	17	6	2
İŞLEM MİKTARI	3	6	6	0	5

Gerçekleşen İşlemler:

MKK Sicil No (Alıcı)	İşlem Fiyatı	İşlem Miktarı
A	5	3
B	5	6

	C	5	6	
	D	5	5	
	Toplam		20	

Payların İlk Halka Arzında Uygulanacak Satış Yöntemleri ve Dağıtım Esaslarına İlişkin Kurul Karar Organı'nın i-SPK.128.23 (19/09/2024 tarih ve 1508 s.k.) sayılı İlke Kararı

Halka açık olmayan ortaklıkların paylarının ilk halka arzlarında yatırımcı taleplerinin yüksek oranda karşılanması amacıyla II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği'nin (Tebliğ) ilgili hükümlerinin yeni bir karar alınıncaya kadar aşağıdaki şekilde uygulanmasına karar verilmiştir.

1) Halka arz edilen payların piyasa değeri 750.000.000 TL ve altı olan halka arzlarda borsada satış yönteminin uygulanması zorunludur.

2) Halka arz edilen payların piyasa değeri 750.000.000 TL üzeri olan halka arzlarda borsa dışında talep toplama yoluyla satış yönteminin kullanılması durumunda;

a) Yurt içi bireysel yatırımcı grubundaki yatırımcılara, Tebliğ'in 20'nci maddesinin ikinci fıkrasında yer alan esaslara göre eşit dağıtım yapılacaktır.

b) İzahnamede tanımlanması şartıyla, kurumsal yatırımcı grubu dışında kalan yüksek talepte bulunacak yatırımcı grubu için halka arz edilecek toplam tutarın %10'una kadar tahsisat yapılabilir. Bu grup için, Tebliğ'in 20'nci maddesinin ikinci ve üçüncü fıkraları kapsamında eşit dağıtım veya oransal dağıtım yöntemi kullanılabilir. Tebliğ'in 20'nci maddesinin üçüncü fıkrası uyarınca oransal dağıtım yönteminin kullanılması durumunda, talepte bulunulan tutarın tamamı kadar nakit ve/veya %120'si oranında BİST30 endeksinde yer alan pay teminatı gösterilmesi gerekmektedir. Yatırımcı bazında, talepte bulunulabilecek pay tutarı, gruba tahsis edilen toplam pay tutarının dörtte birini geçemeyecektir.

c) Yurt içi kurumsal yatırımcı grubunda yapılacak dağıtımda; yeterli talep olması halinde, tahsis edilen pay tutarının en az %50'sinin yatırım fonlarına, emeklilik yatırım fonlarına ve/veya otomatik katılım sistemi emeklilik yatırım fonlarına dağıtılması ve her bir kurumsal yatırımcı bazında dağıtılacak pay tutarının, halka arz edilen payların toplam tutarının %1'ini aşmayacak şekilde belirlenmesi esastır. Bir portföy yönetim şirketinin (PYS) kurucusu ve/veya yöneticisi olduğu fonlar açısından söz konusu sınırlama %3 olarak uygulanır. PYS'ler ve PYS'lerin yönetim, denetim veya sermaye bakımından doğrudan veya dolaylı olarak ilişkide bulundukları tüzel kişilerin kendi nam ve hesabına talepte bulunmak istemeleri halinde dağıtılacak pay tutarı, yeterli talep olması halinde, halka arz tutarının %2'sini geçemez.

ç) PYS'ler, aracı kurumlar ve yatırım ve kalkınma bankaları tarafından bireysel portföy yöneticiliği sözleşmesi imzalamış olduğu müşterileri adına iletilen talepler ile gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları, ünvanında serbest ve/veya özel ibaresi yer alan yatırım fonları ve III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ'in 31'inci maddesinin birinci fıkrasının (d) bendi kapsamındaki kuruluşların ilettiği talepler kurumsal yatırımcı grubu kapsamında değerlendirilmeyecektir.

d) İzahnamenin ilgili bölümünde halka arzda içsel bilgiye ulaşabilecek kişiler listesinde yer alan kişiler ve bunların eşleri ile birinci derece kan ve sıhri hısımları, yurt içi bireysel yatırımcı grubu dışında kalan diğer hiçbir tahsisat grubundan talepte bulunamazlar.

e) Tebliğ'in 18'inci maddesinin beşinci fıkrası kapsamında, talep toplama süresi sonunda bir yatırımcı grubuna tahsis edilen tutarı karşılayacak tutarda talep gelmesi durumunda, anılan grubun tahsisat oranından diğer gruplara kaydırma yapılamayacaktır. Yeterli talep gelmeyen yatırımcı grubu olması durumunda ise kalan kısım serbestçe diğer gruplara aktarılabilir.

f) Satışa sunulan paylara ilişkin Tebliğ ekinde yer alan talep formu, tarih ve saat belirtecek şekilde müteselsil sıra numarasıyla düzenlenecektir. Elektronik ortamda alınan talep formlarında, Kurulun belge kayıt düzenlemelerindeki elektronik ortamda alınan emirlere ilişkin yükümlülöklere uyulur.

g) Tebliğ'in 23'üncü maddesinin birinci fıkrası uyarınca düzenlenecek dağıtım listesi, iletilen her bir talep bazında ve anılan fıkradaki bilgilere ek olarak talep numarasını, talep formunun yazılı veya elektronik olduğunu gösterir şekilde çeşidini ve verilen teminat tutarı ile türünü de içerecek şekilde hazırlanacaktır.

ğ) Yurt dışı yatırımcı grubunda yapılacak dağıtımlarda, yukarıda yer alan diğer dağıtım esaslarına ilişkin hükümleri dolanmaya veya bertaraf etmeye yönelik dağıtım yapılması halinde, (yurt içinde mukim gerçek veya tüzel kişilerin, yurt dışında sahip oldukları fon veya diğer tüzel kişiliklere dağıtım yapılması gibi) ihraççı

ve halka arza aracılık eden yetkili kuruluş (konsorsiyum oluşturulması durumunda konsorsiyum lideri) sorumludur. İhraççı ve halka arza aracılık eden yetkili kuruluş/konsorsiyum lideri, yukarıda yer alan hükme uyum sağlayacağına ve yurt dışı yatırımcılar hakkında gerekli incelemeyi yapacağına dair Kurul'a hitaben bir taahhütname verir.

3) Kurumsal yatırımcıların kendi portföyleri için aldıkları paylar hiçbir suretle bireysel yatırımcı hesaplarına aktarılamaz. Aracı kurumlar, yatırım ve kalkınma bankaları ile portföy yönetim şirketlerinin müşterilerinin portföyü için talepte bulunması durumunda, talebin müşterinin ait olduğu yatırımcı grubundan yapılması ve Tebliğ 18'inci maddesinin üçüncü fıkrası uyarınca müşterinin ilgili yatırımcı grubuna ilişkin aranan nitelikleri taşıdığına ilişkin gerekli belgelerin talep formuna eklenmesi gerekmektedir.

4) Dağıtımdan pay alan yatırımcılar, dağıtım listesinin kesinleşmesini takiben hesaplarına aktarılan payları, paylar hesaplarına geçtiği tarihten itibaren 90 gün boyunca borsa dışında satamaz, başka yatırımcı hesaplarına virmanlayamaz veya borsada özel emir ile ve/veya toptan satış işlemine konu edemezler. Payları halka arz edilen ortaklığın mevcut ortaklarının sahip oldukları paylar için (varsa halka arz edilen kısım hariç) bu kısıtlama, izahname onay tarihinden itibaren 180 gün boyunca ve borsada satışı da kapsayacak şekilde uygulanır.

5) Taleplerin kabul edilmesi ve dağıtımın Tebliğ ve bu Kurul Kararı hükümleri ile izahnamede yer alan esaslara uygun olarak yapılmamasından ihraççı ve/veya halka arz eden ile yetkili kuruluş ya da varsa konsorsiyum lideri ve eş liderlerin, kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumlu olduğu hususunun tekrar hatırlatılmasında fayda görülmektedir.

TSPB HALKA ARZ İLKELERİ

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği üyeleri, aşağıda belirtilen prensiplerin yerine getirilmesinde azami özeni göstererek halka arz faaliyetlerini yerine getirirler.

A) HALKA ARZ FAALİYETLERİNE İLİŞKİN İLKELER

1. Üyeler, halka arz faaliyetine, sadece gelir amaçlı bakmazlar.
2. Üyeler, prensip olarak kendilerinin yatırım yapmayacağı şirketleri halka arz etmezler.
3. Üyeler, halka arzların geniş katılımlı konsorsiyumlar oluşturarak gerçekleşmesine gayret gösterirler.
4. Üyeler, kurumsal finansman ve araştırma ekibinin niteliğini artırmak için gerekli özeni gösterirler. Çalışanlarının, halka arz sürecinde gerekli özen ve itinanın gösterilmesini sağlamaya yönelik eğitimlere katılmasını sağlarlar.
5. Üyeler, şirket ile yatırımcı arasında eşit mesafede bulunarak, iki tarafın haklarını dengeli olarak gözetirler.
6. Üyeler, halka arz fiyatının belirleneceği değerlendirme raporlarının, varsayımları ve dayanaklarını detaylı bir şekilde içererek hazırlanmasını ve yatırımcılarla paylaşılmasını sağlarlar.
7. Üyeler SPK tarafından yayınlanmış uluslararası değerlendirme standartlarına uyarlar.
8. Üyeler, halka açılacak şirketler tarafından sunulan değerlemeye baz teşkil edecek varsayımlara ihtiyatla yaklaşır. Farklı değerlendirme yöntemleri kullanılarak elde edilen sonuçlar arasında büyük farklar varsa, farkın açıklanabilir, hesap verilebilir, savunulabilir olmasına özen gösterirler.
9. Üyeler, halka arz fiyatının tüm paydaşlar için adil olmasına gayret ederler.
10. Üyeler, halka arzda fiyat aralığını dar tutarlar.
11. Üyeler, sektör, şirket ve ihraç bazında farklılıkları dikkate alarak, halka arz fiyatının iskontolu olarak belirlenmesine gayret ederler.
12. Üyeler, halka arzın çoğunluğu yurt içi ve/veya yurt dışı kurumsal yatırımcıya tahsis edilmemişse, fiyat aralığı uygulamazlar, tek fiyattan talep toplarlar.
13. Üyeler, belirlenen fiyat bandı aralığında, yurt içi ve yurt dışında yeterli talep varken, izahnamede belirlenen yatırımcı grupları arasında tahsisat oranlarını değiştirmez, tahsisat kaydırması yapmazlar.
14. Üyeler, halka arza yurt içi ve yurt dışında yeterli talep oluşmazsa, halka arz tutarını küçültmek yerine, halka arzı iptal etmeyi ya da ertelemeyi tercih ederler.

15. Üyeler, halka arzda, izahnamede belirtilenler haricinde yatırımcılara herhangi bir yol ve yöntem aracılığıyla farklı fiyat uygulayamazlar.
16. Üyeler, halka arzlarda verilecek teşvikleri, süreye bağlı olmayan ve hisse senedi fiyatını etkilemeyen yöntemlerden seçerler.
17. Üyeler, tahsisatın ağırlıklı olarak yabancı yatırımcılara ayrıldığı halka arzlarda Uluslararası Halka Arz Sirküleri (International Offering Circular) olmasını tercih ederler.

B) HALKA ARZ EDİLECEK ŞİRKETLERE İLİŞKİN İLKELER

1. Üyeler, halka arzını yapacakları şirket konusunda seçici davranırlar.
2. Üyeler, halka açılacak şirketin, doğru zamanda ve adil fiyattan halka arza yönlendirilmesine dikkat ederler.
3. Üyeler, halka açılacak şirketin değeri odaklı rekabet yapmazlar.
4. Üyeler, halka arz edilecek şirketlere, yatırımcı menfaatlerini koruyacak yapılandırmalar tavsiye ederler.
5. Üyeler, halka açılacak şirketin temettü dağıtım politikasının açıkça duyurulmasını önerirler.
6. Üyeler, halka açılacak şirketin, kurumsal yönetim ilkelerini benimsemesine özen gösterirler.
7. Üyeler, halka açılacak şirketin bağımsız denetim raporlarının nitelikli olmasına dikkat ederler.
8. Üyeler, halka arz edilecek şirketlerin asgari olarak finansal ve hukuki açılardan ayrıntılı inceleme çalışmasına (due diligence) tabi tutulmasını sağlarlar.

C) HALKA ARZ YATIRIMCISINA İLİŞKİN İLKELER

1. Üyeler, uzun vadeli düşünen bireysel yatırımcılar ile kurumsal yatırımcıların halka arza katılması için çaba harcarlar.
2. Üyeler, halka arzda bireysel yatırımcıya tahsis edilen payın, halka arzın tabana yayılması amacıyla mümkün olduğunca çok yatırımcıya ulaşması için azami özeni gösterirler. Halka arzlarda en yaygın müşteri kitlesine ulaşmayı hedefleyecek şekilde pazarlama yaparlar.
3. Üyeler, halka arzın yapısına uygun yatırımcı grupları ve tahsisat oranlarının belirlenmesine dikkat ederler.
4. Üyeler, halka arzda, en kısa sürede, en yüksek getiriye elde edeceklerine yönelik müşteri kanısını değiştirmek için çaba gösterirler.

3. KURUMSAL EYLEMLER

Kurumsal eylemler, halka açık ortaklıkların sermaye yapılarını, pay miktarlarını ve yatırımcıların haklarını doğrudan etkileyen önemli şirket operasyonlarıdır. Bu bölüm altında; şirketin kârını ortaklarına nakit olarak dağıtması, mevcut ortaklardan veya yeni yatırımcılardan nakit karşılığı bedelli sermaye artırımını yapması, iç kaynaklardan bedelsiz sermaye artırımını yapması, bilanço açıklarını kapatmak veya elindeki payları itfa etmek amacıyla fon çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımına gitmesi ve şirketlerin kendi paylarını piyasadan geri alması gibi temel işlemler incelenmektedir. Bu bölümde ayrıca, azınlık pay sahiplerinin korunması açısından büyük önem taşıyan ve yatırımcılara iradeleri dışındaki belirli olaylar gerçekleştiğinde paylarını adil bir bedel üzerinden devredebilme imkânı tanıyan pay alım teklifi, ayrılma hakkı ve satma hakkı başlıklarına da yer verilmiştir.

3.1. Nakit Kar Payı (Temettü) Dağıtımı

Halka açık ortaklıkların elde ettikleri dönem kârını veya serbest yedek akçelerini, pay sahiplerine genel kurul kararıyla dağıtma kararı aldığı tutara kâr payı (temettü) denir. Bu dağıtım, hisse senedi olarak yapılabileceği gibi, en yaygın uygulama olan nakit olarak da gerçekleştirilebilir. Nakit kâr payı dağıtımı, şirketin kasasındaki nakit varlıkların ortaklara payları oranında aktarılması sürecini ifade eder.

Sermaye piyasası açısından nakit kâr payı hakkının kullanımı, SPK'nın II-19.1 sayılı Kâr Payı Tebliği ile düzenlenmiştir. Tebliğ uyarınca, halka açık ortaklıkların bir kâr dağıtım politikası belirlemesi, bu politikayı genel kurul onayına sunması ve kamuya açıklaması zorunludur. Kâr payı dağıtım kararı yalnızca şirket genel kurulu tarafından alınabilir.⁶ Kâr payı hakkının kullanımı ve dağıtım süreci, kaydi sisteme ilişkin düzenlemelere uyularak gerçekleştirilir; bu durum, yatırımcının fiziki kupon kesme veya başvuru yapma gerekliliğini ortadan kaldırır. Genel kurulda kâr payı dağıtım kararı alınması halinde dağıtım işlemlerine en geç ilgili hesap dönemi sonuna kadar başlanması zorunludur.

Kâr payı dağıtım süreci, şirketin genel kurul kararını Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) duyurmasıyla başlar. Bu duyuruda, hak kullanım tarihi, kayıt tarihi ve ödeme tarihi açıkça belirtilir. Hak kullanım tarihi, hissenin temettü hakkı olmaksızın işlem görmeye başladığı gündür; fiyat düzeltmesi hak kullanım tarihinde uygulanır. Kayıt tarihi, MKK'nın hak sahiplerini kesinleştirdiği gündür ve hak kullanım tarihini izleyen ilk iş günüdür. Yatırımcının temettü hakkına sahip olabilmesi için hisseyi hak kullanım tarihinden bir önceki iş günü kapanışında portföyünde bulundurması gerekir. Takip eden aşamada, şirket toplam nakit temettü tutarını merkezi takas kuruluşu olan Takasbank'a aktarır. Takasbank, MKK'dan aldığı hak sahipleri listesine göre bu tutarı üyelere (aracı kurumlara) dağıtır. Aracı kurumlar da şirketin ilan ettiği ödeme tarihinde, yatırımcıların hesaplarına net temettü tutarlarını otomatik olarak yatırır.

Kar Payı Tebliği, kâr payının bir defada veya taksitler halinde ödenebileceğini öngörmektedir.⁷ Örneğin, genel kurul hisse başına brüt 10,00 TL temettü dağıtılmasına ve bunun 15 Mayıs ve 15 Eylül tarihlerinde iki eşit taksitte ödenmesine karar verebilir. Bu durumda, yatırımcının hesabına Mayıs ayında 5,00 TL (brüt), Eylül ayında 5,00 TL (brüt) üzerinden hesaplanan net tutarlar aktarılır.

⁶ Ancak esas sözleşmelerinde hüküm bulunması ve genel kurul tarafından yetki verilmesi şartıyla, şirketler yönetim kurulu kararıyla yalnızca ilgili hesap dönemiyle sınırlı kalmak üzere kâr payı avansı da dağıtabilirler.

⁷ Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar taksitle kâr dağıtımını uygulamasından yararlanamazlar.

Taksitli dağıtımlarda her taksit için ayrı bir hak kullanım tarihi belirlenir ve Borsa İstanbul fiyat düzeltmesini, ilgili taksitin brüt tutarı kadar, o taksitin hak kullanım tarihinde yapar.

Tahsil edilmeyen kâr payı bedelleri, dağıtım tarihinden itibaren beş yıl sonra zamanaşımına uğrar ve Hazine'ye intikal eder.

Nakit kâr payı dağıtımı, Borsa İstanbul'daki hisse fiyatında doğrudan etki yaratır. Şirket kasasından nakit çıkışı, yani toplam varlıklarının azalması, hissenin piyasa değerine yansıtılır. Bu dengeleme “fiyat düzeltmesi” mekanizmasıyla yapılır. Borsa İstanbul'un *Özsermaye Hallerinde Payların Teorik/Referans Fiyatlarının Belirlenmesi Prosedürü* uyarınca, temettünün tamamı nakit olarak dağıtılıyorsa, hissenin hak kullanım sabahı açılışta baz alınacak teorik fiyatı (Ft), bir önceki seansın kapanış fiyatından (Fk) brüt temettü tutarının (T) çıkarılmasıyla hesaplanır:

$$F_t = F_k - T$$

Yatırımcının elde ettiği nakit kâr payı, vergi mevzuatına tabidir. Türkiye'de tam mükellef gerçek kişi yatırımcılar için bu vergilendirme, ilk aşamada stopaj (kaynakta kesinti) yoluyla yapılır. Şirket, yatırımcıya ödeme yapmadan önce brüt kâr payı üzerinden vergi kesintisini hesaplar ve yatırımcı adına vergi dairesine yatırır. Bu kesinti, yatırımcının toplam gelirin göre ya nihai vergi haline gelir ya da beyan durumunda mahsup edilecek bir vergi avansı niteliği taşır. Yatırımcı hesabına yatan tutar, bu kesinti sonrası kalan net tutardır.

Örnek:

Bir hisse senedinin önceki kapanış fiyatı 120,00 TL olsun ve şirket hisse başına brüt 5,00 TL nakit temettü dağıtma kararı alsın. Mevcut stopaj oranı %15'tir.

Fiyat Düzeltmesi (BIST): Hisse hak kullanım sabahı 115,00 TL (120,00 – 5,00) teorik fiyatla açılır.

Vergi Kesintisi (Şirket): 5,00 TL x %15 = 0,75 TL stopaj kesilir.

Net Ödeme (Yatırımcı): Yatırımcı hesabına 4,25 TL net temettü yansır.

Gelir Vergisi Kanunu uyarınca, elde edilen kâr payının %50'si gelir vergisinden istisnadır. Kalan %50'lik kısım, o yıl için ilan edilen beyan haddini aşp aşmadığına göre değerlendirilir:

- Eğer yatırımcının elde ettiği brüt temettülerin %50'si beyan haddini aşarsa, bu kısım yıllık gelir vergisi beyanamesine dahil edilir. Hesaplanan vergiden, şirkette kesilen %15'lik stopaj mahsup edilir.
- Eğer bu tutar beyan haddinin altında kalırsa, beyanname verilmez ve ödenen %15 stopaj nihai vergi haline gelir.

3.2. Bedelli Sermaye Artırımı ve Yeni Pay Alım (Rüçhan) Hakkı İşlemleri

Bedelli sermaye artırımı, bir şirketin mevcut ortaklarından veya yeni yatırımcılardan alacakları nakit karşılığında yeni pay ihraç ederek sermayesini artırması işlemidir.⁸ Bu yöntem, şirket için geri

⁸ Halka açık ortaklıkların yapacakları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan sermaye koyma borcunun nakit olarak yerine getirilmesi zorunludur.

ödemesi olmayan ve uzun vadeli bir finansman kaynağı yaratır. Ancak, yeni payların ihraç edilmesi mevcut ortakların şirketteki pay oranının azalmasına (seyrelme) yol açar. Bu nedenle, Türk Ticaret Kanunu (TTK) ve Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) uyarınca mevcut ortaklara rüçhan hakkı (yeni pay alım hakkı ya da ön alım hakkı) tanınmıştır. Rüçhan hakkı, ortaklara yeni ihraç edilen paylardan mevcut payları oranında ve öncelikli olarak satın alma imkânı verir. Böylece yatırımcı, sermaye artışı sonrasında da şirket üzerindeki sahiplik oranını koruyabilir.

Bedelli sermaye artırımını süreci, esas olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği hükümlerine tabidir. Şirket kayıtlı sermaye sisteminde faaliyet gösteriyorsa, sermaye artırımını kararı genel kurul yerine yönetim kurulu tarafından alınabilir. Rüçhan hakkı, kural olarak tüm ortaklara tanınmak zorundadır. Ancak haklı gerekçelerin varlığı hâlinde bu hak sınırlandırılabilir veya kaldırılabilir.

Rüçhan haklarının kısmen ya da tamamen kısıtlanmak istenmesi durumunda; bu hususun, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşme ile yetkili kılınmış yönetim kurulunun alacağı sermaye artırımını kararında, esas sermaye sisteminde ise genel kurulun alacağı sermaye artırımını kararında açıkça belirtilmesi gerekir.

Bedelli sermaye artırımını süreci, şirketin sermaye artırım kararı alması ve SPK'ya izahname onayı için başvurusuyla başlar. SPK tarafından izahname onaylandıktan sonra, şirket Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden duyuru yapar.

Bu duyuruda, SPK tarafından onaylanmış izahnameye yer verilir. Yeni pay alma hakkının kullanımının, izahnamenin ilanını takip eden on gün içinde başlatılması zorunludur.

Pay Tebliği uyarınca, payları borsada işlem gören ortaklıklar için rüçhan hakkı kullanım süresi 15 günden az, 60 günden fazla olamaz. Uygulamada bu süre genellikle 15 gün olarak belirlenir. Rüçhan hakkı kullanım süresinin başladığı gün itibarıyla Borsa İstanbul Rüçhan Hakkı Pazarı açılır. Bu pazar, yatırımcıların rüçhan haklarını borsada alıp satabildikleri özel bir piyasadır.

3.2.1.Bedelli Sermaye Artırımı Süreci Uygulama Örneği

ABC A.Ş., 300.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde çıkarılmış sermayesini 100.000.000 TL'den %200 oranında artırarak 300.000.000 TL'ye çıkarmaya karar vermiştir. Artırımın tamamı nakit karşılığı (bedelli) yapılacaktır. Şirket, bu kapsamda Sermaye Piyasası Kurulu'na (SPK) başvuruda bulunmuş ve onay almıştır.

Şirketin KAP duyurusu (21.07.2025) şu şekildedir:

“Şirketimizin, 300.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde, 100.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin %200,00 oranında, 200.000.000 TL tutarında artırılarak, tamamı nakden karşılanmak üzere 300.000.000 TL'ye çıkarılmasına ilişkin SPK'ya yapılan başvuru onaylanmıştır. Bahse konu sermaye artırımına ilişkin SPK tarafından onaylanmış izahname ekte yer almaktadır.”

Bu bildirim, SPK'nın izahname onayının tamamlandığını ve bedelli sermaye artırımına resmen başlanabileceğini ifade eder.

Artırım oranı %200 olduğundan, her 1 adet pay sahibi 2 adet yeni pay alma hakkına sahiptir.

Şirket ayrıca Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) “Rüçhan Hakkı Kullanım Duyurusu” yayımlamıştır.

Bu duyuruda aşağıdaki bilgiler yer almaktadır:

Bilgi	Açıklama
Rüçhan Hakkı Kullanım Başlangıç Tarihi	24.07.2025
Rüçhan Hakkı Kullanım Bitiş Tarihi	7.08.2025
Ödeme Tarihi	28.07.2025
Kayıt Tarihi	25.07.2025
Rüçhan Hakkı Kullanım Oranı	200%
Rüçhan Hakkı Kullandırma Fiyatı	1 TL
Artırım Tutarı	200.000.000 TL

Bu bilgiler, yatırımcıya sermaye artırımının takvimini ve nakit yükümlülüğünü gösterir. Örneğin elinde 1.000 adet pay bulunan bir yatırımcı, 2.000 TL yatırarak 2.000 yeni pay satın alabilir.

Rüçhan hakkı kullanımının, izahnamenin ilanını takip eden on gün içinde başlatılması zorunludur.

Kayıt tarihi olan 25.07.2025, rüçhan hakkına sahip yatırımcıların kimliklerinin Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) sisteminde kesinleştiği günü ifade eder. Ancak Borsa İstanbul'da T+2 takas kuralı geçerli olduğundan, bu tarihte hak sahibi olabilmek için yatırımcının iki iş günü önce (23.07.2025) seans kapanışı itibarıyla payı portföyünde bulundurması gerekir. Bu nedenle, 23.07.2025 tarihinde hisseyi elinde bulunduran yatırımcı, 24.07.2025 itibarıyla rüçhan hakkına sahip sayılır. Hak kullanım başlangıç tarihinde (24.07.2025) MKK, yatırımcıların hesaplarına ".R" uzantılı yeni pay alma hakkı kuponlarını (örneğin ABC.R) kayden tanımlar. Bu kuponlar, yatırımcının portföyünde ayrı bir menkul kıymet olarak görünür ve Borsa İstanbul Rüçhan Hakkı Pazarı'nda işlem görmeye başlar. Ödeme Tarihi (28.07.2025) ise bedelli sermaye artırımına katılan hak sahibi yatırımcıların yeni paylarının hesaplarına kayden aktarılmaya başlandığı (hesaplarda görünür olmaya başladığı) tarihtir.

Rüçhan hakkı kuponları, Borsa İstanbul Rüçhan Hakkı Pazarı'nda sınırlı bir süre işlem görür. Bu pazar, yatırımcılara yeni pay alma haklarını satma veya başkalarının haklarını satın alma imkânı tanır. Ancak bu borsada işlem süresi, rüçhan hakkının toplam kullanım süresiyle aynı değildir. Borsa İstanbul uygulamasına göre, rüçhan hakkı pazarında işlemler, hak kullanım süresinin genellikle ilk 5-7 iş günü boyunca yapılır.⁹ Bu sürenin sonunda, borsada rüçhan hakkı satışı sona erer, fakat yatırımcılar ellerindeki hakları nakit ödeyerek kullanmaya devam edebilirler. Yani yatırımcı, borsada satış yapma olanağını kaybeder, ama sermaye artırımına katılma hakkını kaybetmez. Bu durum, örneğimizde şu şekilde gerçekleşmektedir:

Rüçhan hakkı pazarı 24.07.2025–01.08.2025 tarihleri arasında açıktır.

Ancak rüçhan hakkı kullanım süresi 07.08.2025 tarihine kadar devam etmektedir.

Dolayısıyla yatırımcı, 01.08.2025 tarihinden sonra borsada satış yapamayacak, fakat 07.08.2025 tarihine kadar pay bedellerinin tamamını bir bankada açılan ve izahnamede belirtilen özel hesaba veya MKK tarafından belirlenen esaslar çerçevesinde ilgili hesaba yatırarak, sermaye artırımına katılabilecektir.

⁹ Pay Piyasası Prosedürü 4.2.10.2. Yeni Pay Alma Hakları ğ maddesinde "Pazarın kapanış (son işlem) günü yeni pay alma hakkı kullanma süresi sonundan önceki beşinci iş günüdür." düzenlemesi nedeniyle bu süre genellikle 5-7 iş gününe tekabül etmektedir.

Bu ayrımın iyi anlaşılması önemlidir. Çünkü yatırımcı, rüçhan haklarını borsada işlem süresi dolduktan sonra satamayacağı gibi, eğer haklarını da kullanmazsa, sürenin sonunda bu haklar geçersiz hale gelir ve yatırımcının şirketteki pay oranı azalır.

3.2.2. Teorik Fiyat Hesaplaması ve Borsa İstanbul Uygulaması

Bedelli sermaye artırımı, şirkete nakit girişi sağlarken tedavüldeki pay sayısını artırdığı için hisse başına değer düşer. Bu durum “seyrelme” olarak adlandırılır. Seyrelmenin etkisini yatırımcıların öngörebilmesi amacıyla, Borsa İstanbul, rüçhan hakkı kullanımı başlamadan önce hem ana pay hem de rüçhan hakkı için teorik fiyatları ilan eder.

Teorik fiyat, aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$F_t = (F_k + n_2 \times R) / (1 + n_2)$$

$$F_r = (F_t - R) \times n_2$$

Burada:

- F_k = Artırım öncesi son kapanış fiyatı
- n_2 = Artırım oranı (%200 için 2)
- R = Rüçhan kullanım fiyatı (1 TL)
- F_t = Ana hissenin teorik fiyatı
- F_r = Rüçhan hakkının teorik fiyatı

Örnek hesaplama: Artırım öncesi hisse fiyatı 9 TL, artırım oranı %200 ($n_2 = 2$) ve rüçhan hakkı kullanım fiyatı 1 TL’dir.

$$F_t = (9 + 2 \times 1) / (1 + 2) = (11 / 3) = 3,666 \text{ TL}$$

$$F_r = (F_t - R) \times n_2 = 5,3333 \text{ TL}$$

Borsa İstanbul, bu hesaplamayı yaptıktan sonra teorik fiyatı fiyat adımına uygun en yakın seviyeye (örneğin 3,666 TL → 3,67 TL) yuvarlayarak referans fiyat olarak ilan eder.

KAP duyurusu bu durumda şöyle görünür:

“KAP – Borsa İstanbul Duyurusu (24.07.2025 tarihindeki işlemlerin öncesinde)
Başlık: Referans Fiyat
ABC.R (Kaydi Pay) – Referans fiyat: 5,33 TL
ABC.E (Ana Hisse) – Bedelli oran: %200, Teorik bölünme sonrası fiyat: 3,67 TL”

Bu hesaplama, yatırımcıların bedelli sermaye artırımı sonrası fiyat düşüşünü yanlış yorumlamalarını önler. Fiyatın düşmesi, şirket değerinde bir azalmayı değil, pay sayısının artmasını yansıtır. Yatırımcının toplam varlık değeri, teorik olarak değişmez:

Artırım öncesi: $100 \text{ adet hisse} \times 9 \text{ TL} = 900 \text{ TL}$

Artırım sonrası:

$100 \text{ adet hisse} \Rightarrow 100 \times 3,67 \text{ TL} = 367 \text{ TL}$

$100 \text{ adet hisseye düşen rüçhan hakkı} \Rightarrow 100 \times 5,33 \text{ TL} = 533 \text{ TL}$

Toplam $\approx 900 \text{ TL}$ (korunur)

Rüçhan hakkına sahip olan yatırımcı, üç farklı tercih yapabilir. Birincisi, hakkını kullanarak sermaye artırımına katılmaktır. Bu durumda yatırımcı, elindeki rüçhan hakkı kuponları karşılığında yeni pay başına belirlenen kullanım fiyatını (örneğimizde 1 TL) yatırır. Aracı kurum bu tutarı Takasbank aracılığıyla şirkete aktarır ve süreç sonunda yatırımcının portföyündeki rüçhan hakkı kuponları silinerek yerine yeni paylar geçer. Böylece yatırımcı, şirkete yeni sermaye koymak suretiyle sahiplik oranını korur.

İkinci seçenek, rüçhan hakkını piyasada satarak nakde çevirmektir. Yatırımcı sermaye artırımına katılmak istemezse, haklarını Borsa İstanbul Rüçhan Hakkı Pazarı'nda işlem görmeye açık olduğu süre içinde satarak gelir elde edebilir. Bu pazar genellikle 5-7 iş günü açık kalır ve satıştan elde edilen tutar doğrudan yatırımcı hesabına aktarılır.

Üçüncü seçenek ise, yatırımcının hakkını kullanmaması veya satmamasıdır. Bu durumda haklar süresi dolduğunda Merkezi Kayıt Kuruluşu sistemi tarafından iptal edilir ve değersiz hâle gelir. Yatırımcı, rüçhan hakkının parasal değerine denk bir zarara uğramış olur; çünkü sermaye artırımına katılmadığı için şirketteki pay oranı düşer. Bu etki, pay fiyatının teorik olarak düşmesiyle birlikte portföy değerine de yansır.

3.2.3. Tasarruf Sahiplerine Satış Aşaması

Şirketin izahnamesinin onaylanmasının ardından Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yaptığı duyuruda şu ifade yer almıştır:

“Yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan paylar, tasarruf sahiplerine satış duyurusunda ilan edilecek tarihlerde, iki iş günü süreyle, nominal değer altında olmamak üzere Borsa İstanbul A.Ş. Birincil Piyasası'nda oluşacak fiyattan halka arz edilecektir.”

Bu ifade, bedelli sermaye artırımı sürecinde rüçhan hakkı kullanım süresi sonunda kullanılmayan payların, diğer yatırımcılara satışını ifade eder. Eğer bazı yatırımcılar rüçhan haklarını süresi içinde kullanmazsa, bu paylar tasarruf sahiplerine satış aşamasında birincil piyasada satışa çıkarılır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun II-5.2 sayılı “Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği” uyarınca, halka açık ortaklıkların sermaye artırımlarında, yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan payların satışında borsada satış yönteminin kullanılması zorunludur ve bu satışa, yeni pay alma haklarının kullanımının bitiminden itibaren on iş günü içinde başlanır. Bu paylar nominal değerinin altında satılamaz. Satılamayan paylar kalırsa, bunlar iptal edilerek sermaye bu şekilde tescil edilir.

Ortaklıkların sermaye artırımında, yeni pay alma haklarının kullanımından sonra kalan payların halka arzından önce tasarruf sahiplerine satış duyurusunun ilan edilmesi zorunludur.

Bu kapsamda, rüçhan hakkı kullanım süresinin tamamlanmasının ardından Şirket şu açıklamayı yapmıştır:

Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu

“24 Temmuz 2025 tarihinde başlayan yeni pay alma hakkı (rüçhan hakkı) kullandırma işlemleri 07 Ağustos 2025 tarihinde tamamlanmıştır. Ortaklarımızın yeni pay alma haklarını kullanmamaları nedeniyle, kullanılmayan haklara karşılık gelen payların toplam nominal değeri 30.000.000 TL’dir. Kalan paylar, 12 Ağustos 2025 - 13 Ağustos 2025 tarihleri arasında iki iş günü¹⁰ süreyle, Borsa İstanbul A.Ş. Birincil Piyasası’nda, 1 TL nominal değerli pay başına 1 TL’den az olmamak üzere oluşacak fiyattan satışa sunulacaktır.”

Bu duyurunun ardından Borsa İstanbul 12 Ağustos sabahı aşağıdaki bildirimi yayımlamıştır:

*“İşleme Açılan Birincil Piyasa
ABC.BE11 (Kaydi Pay, Miktar: 30.000.000 TL nominal, Kapanış Tarihi: 13.08.2025)”*

İki gün süren satış işleminin sonunda, şirket 13 Ağustos akşamı şu açıklamayı yapmıştır:

“Pay sahiplerimizin rüçhan hakkı kullanımından sonra kalan 30.000.000 TL nominal değerli payların, 12 ve 13 Ağustos 2025 tarihlerinde gerçekleştirilen Borsa İstanbul Birincil Piyasa satış işlemleri, payların tamamının satılması suretiyle tamamlanmıştır.”

Bu aşama, sermaye artırımı sürecinin son adımı olup, tüm kalan payların satılmasıyla birlikte şirketin çıkarılmış sermayesi 300.000.000 TL olarak tescil edilmiştir.

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 değerinin altında olmamak üzere piyasa fiyatından satılması zorunlu olduğundan bu tür payların da tamamına yakınının primli fiyattan satılması söz konusu olmaktadır. Örneğimizden ilerlersek rüçhan hakkı kullanımından sonra kalan 30.000.000 TL nominal değerli payların piyasada 3,67 TL üzerinden satıldığı varsayımında 80.100.000 TL $((3,67-1) \times 30.000.000)$ tutarında emisyon primi elde edilecek ve bu tutar şirketin kasasına girecektir.

3.2.4.Vergilendirme

Rüçhan hakkının kullanılması, yatırımcı açısından herhangi bir vergisel yükümlülük doğurmaz. Yatırımcı bu durumda sadece şirkete nakit koyarak yeni pay edinmiş olur; dolayısıyla herhangi bir gelir veya kazanç gerçekleşmez. Ancak rüçhan hakkının borsada satılması durumunda, elde edilen bedel menkul kıymet satış kazancı niteliğindedir. Bu tür kazançlar Gelir Vergisi Kanunu’nun Geçici 67. maddesi kapsamında değerlendirilir. Gerçek kişiler açısından, rüçhan hakkı satışından doğan kazanç

¹⁰ SPK’nın 08/07/2010 tarihli ve BİAŞ Yönetim Kurulunun 16/07/2010 tarihli kararı uyarınca, Borsada satış yönteminin kullanıldığı halka arzların süresi 2 iş günü ile sınırlandırılmıştır.

¹¹ Bu “.BE” uzantısı, sadece tasarruf sahiplerine satış aşamasında (yani rüçhan haklarının kullanılmaması sonucu kalan payların Borsa’da satıldığı 1–2 günlük dönemde) geçici olarak kullanılır. Satış tamamlandığında bu paylar kaydileşir ve “.E” koduyla (örneğin ABC.E) normal işlem sırasına dâhil edilir.

üzerinden yapılan stopaj oranı %0'dır.¹² Stopaj nihai vergi olduğu için, yatırımcının bu kazanç için ayrıca beyanname vermesi gerekmez ve yatırımcı üzerinde ilave bir vergi yükü doğmaz. Aynı şekilde, yatırımcı sermaye artırımına katılarak edindiği yeni payları ilerleyen dönemde satarsa, bu satıştan doğacak kazanç da aynı istisna kapsamındadır.¹³ Tüzel kişiler açısından ise söz konusu kazanç, kurum kazancının bir unsuru olarak genel hükümlere göre vergilendirilir. Rüçhan hakkı kullanım süreci boyunca yapılan işlemler, (gerçek kişi) yatırımcı açısından vergiye tabi bir gelir yaratmadığı için, yalnızca sermaye artırımına katılım ya da hak satışı yoluyla portföy bileşiminin değişmesi şeklinde değerlendirilir. Bu yönüyle, bedelli sermaye artırımları vergi açısından nötr işlemler olarak kabul edilir.

3.3. Bedelsiz Sermaye Artırımı

Bedelsiz sermaye artırımı, bir ortaklığın mevcut sermayesini, şirketin iç kaynaklarını kullanarak artırması ve bu artırım karşılığında pay sahiplerinden herhangi bir bedel talep etmeksizin yeni pay ihraç etmesi sürecidir. Bu işlem, şirkete yeni bir nakit girişi sağlamaz; esasen muhasebesel bir işlemidir; pasif karakterli hesaplardaki birikmiş tutarlar, sermaye hesabına aktarılır. Amaç, genellikle sermayeyi güçlendirmek, bilanço yapısını enflasyon karşısında dengelemek ve hissenin piyasa fiyatını düşürerek likiditesini (işlem kolaylığını) artırmaktır.

Bedelsiz sermaye artırımı, mevcut tüm pay sahiplerine oranlı olarak uygulandığından, yatırımcının şirket üzerindeki mülkiyet oranı veya oy gücü değişmez. Ancak pay adedi artarken, birim başına kârlılık ve piyasa fiyatı aynı oranda azalır.

Hukuki açıdan, bedelsiz sermaye artırımı iki farklı kaynaktan gerçekleştirilebilir:

- **İç kaynakların sermayeye eklenmesi:** Şirketin geçmiş yıl kârları, olağanüstü yedek akçeleri veya emisyon primi gibi özkaynak kalemlerinin sermayeye ilavesidir.
- **Kâr payının pay biçiminde dağıtılması:** SPK'nın II-19.1 sayılı Kâr Payı Tebliği uyarınca, şirket dönem kârını ortaklarına nakit yerine pay olarak da dağıtabilir.

Her iki durumda da sonuç, yatırımcıya bedelsiz yeni pay verilmesidir. Bu yeni payların ihracı VII-128.1 sayılı Pay Tebliği hükümlerine tabidir.

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.

Payları borsada işlem gören ortaklıkların dönem karı hariç iç kaynaklarının sermayeye eklenmesi talebi ile Kurula yapacağı sermaye artırım başvurusundan, sermaye artırım kararının

¹² %0 tevkifat (stopaj) oranı, Geçici 67. Madde kapsamında 1 Ocak 2006 tarihinden itibaren iktisap edilen hisse senetleri ve bu senetlere dayalı haklar için geçerlidir. Bu tarihten önce iktisap edilen hisse senetlerinin alım-satım kazançları tevkifata tabi olmayıp, dönemin mevzuatına göre beyan yoluyla vergilendirilir.

¹³ Menkul kıymetler yatırım ortaklıkları hisse senetleri bu kuralın istisnasıdır. Menkul kıymetler yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin elden çıkarılmasından doğan kazançlar Geçici 67. madde kapsamında %10 oranında tevkifata tabidir.

kamuya açıklanmasından önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması dikkate alınarak yapılacak hesaplama sonucunda payın düzeltilmiş borsa fiyatının 2 TL'nin altına düşmesine sebep olacak başvurular Kurulca işleme alınmaz. Sermaye artırımlarında kullanılacak kaynakların içerisinde iç kaynaklar ile birlikte dönem karının da bulunması durumunda, yapılacak hesaplamada dönem karının etkisi dikkate alınmaz.

Aşağıda belirtilen kalemler sermayeye ilave edilemez:

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

İç kaynaklardan sermaye artırımları yapılmadan önce, geçmiş yıl zararlarının iç kaynaklardan mahsup edilmek suretiyle kapatılması veya genel kurulda kapatılacağına ilişkin yönetim kurulu kararının Kurula ibraz edilmesi zorunludur.

3.3.1.Bedelsiz Sermaye Artırımı Süreci Uygulama Örneği

XYZ A.Ş., 500.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde, mevcut 100.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesini, tamamı "Kâr Yedekleri" hesabından karşılanmak üzere %400 oranında artırarak 500.000.000 TL'ye çıkarmaya karar vermiştir.

Şirketin süreci başlatan KAP duyurusu (Örn: 15.07.2025) şu şekildedir:

"Şirketimiz Yönetim Kurulu 500.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde, 100.000.000 TL olan çıkarılmış sermayemizin, tamamı kâr yedeklerinden karşılanmak suretiyle %400 oranında (400.000.000 TL) artırılarak 500.000.000 TL'ye çıkarılmasına; bu kapsamda Sermaye Piyasası Kurulu'na gerekli başvurunun yapılmasına karar vermiştir."

Bu kararın ve SPK'ya yapılan başvurunun ardından, SPK artırım talebini onaylamış (kayda almıştır). Şirket, SPK onayı üzerine bölünme takvimini açıklayan "Bedelsiz Pay Alma Hakkı Kullanım Duyurusu"nu yayımlamıştır.

Bu duyuruda (Örn: 04.08.2025 tarihli) aşağıdaki bilgiler yer almaktadır:

Bilgi	Açıklama
Sermaye Artırım Oranı	400%
Bedelsiz Pay Alma Hakkı Başlangıç Tarihi (Bölünme Günü)	6.08.2025
Kayıt Tarihi (T+1)	7.08.2025
Ödeme Tarihi (Yeni Payların Hesaba Geçmesi, T+2)	8.08.2025

Bu takvim, yatırımcılar için kritik önem taşıyan üç temel tarihi gösterir:

- **Bölünme Günü (06.08.2025):** Bu tarih, Borsa İstanbul'da hisse senedi fiyatının teorik olarak düzeltildiği ("bölündüğü") ve hissenin yeni fiyatıyla işlem görmeye başladığı gündür.
- **Kayıt Tarihi (07.08.2025):** Bu tarih, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) sisteminde, kimlerin bedelsiz pay alma hakkına sahip olduğunun tespit edildiği (kayıtların alındığı) gündür.
- **Ödeme Tarihi (08.08.2025):** Bu tarih, hak sahibi yatırımcıların yeni paylarının hesaplarına kayden aktarıldığı (hesaplarda görünür olduğu) tarihtir.

Bedelsiz pay alabilmek için, yatırımcının 07.08.2025 (Kayıt Tarihi) itibarıyla MKK kayıtlarında pay sahibi olarak görünmesi şarttır. Borsa İstanbul'daki işlemler T+2 (işlemin gerçekleştiği günden 2 iş günü sonra takas) kuralına göre çalıştığı için, bir yatırımcının 07.08.2025 Perşembe günü kayıtlarda olabilmesi için, hisseyi en geç 05.08.2025 Salı (Kayıt Tarihi'nden 2 iş günü önce) günü seans kapanışında portföyünde bulundurması gerekir.

Bu nedenle:

- 05.08.2025 (Salı) günü seans kapanışında hisseyi elinde bulunduran yatırımcılar, bedelsiz pay alma hakkına sahip olur.
- 06.08.2025 (Çarşamba), yani Bölünme Günü'nde, hisse senedi artık düzeltilmiş yeni fiyatından işlem görür. Bu tarihte hisseyi alan yatırımcılar, bedelsiz pay alma hakkına sahip olmazlar (çünkü hisseyi satan yatırımcı hak sahibi olmuştur).

Artırım oranı %400 olduğundan, 05.08.2025 seans kapanışında elinde 100 adet XYZ.E payı bulunan bir yatırımcı, 08.08.2025 (Ödeme Tarihi) tarihinde hesabına 400 adet yeni pay alır ve toplam pay adedi 500'e yükselir.

3.3.2. Teorik Fiyat Hesaplaması

Bedelsiz sermaye artırım, şirketin toplam piyasa değerini değiştirmez; sadece şirketin sermayesini temsil eden pay sayısını artırır. Bu nedenle, toplam değer sabit kalırken pay sayısı arttığı için hisse başına düşen fiyat, artırım oranında matematiksel olarak azalır.

Borsa İstanbul, yatırımcıların bu fiyat değişimini doğru yorumlaması için bölünme öncesi "Teorik Fiyatı" (Referans Fiyat) ilan eder.

Teorik fiyat, aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$F_t = F_k / (1 + n_1)$$

Burada:

- F_k = Artırım öncesi son kapanış fiyatı (Bölünme gününden önceki günün kapanış fiyatı)
- n_1 = Bedelsiz artırım oranı (%400 için 4)
- F_t = Hissenin teorik (bölünmüş) fiyatı

Örnek hesaplama: XYZ A.Ş. hissesinin artırım öncesi, yani 05.08.2025 (Salı) tarihli son kapanış fiyatının 50 TL olduğunu varsayalım. Bölünme Günü 06.08.2025 (Çarşamba)'dır. Artırım oranı %400'dür ($n_2 = 4$).

$$F_t = 50 \text{ TL} / (1 + 4) \quad F_t = 50 \text{ TL} / 5 \quad F_t = 10 \text{ TL}$$

Borsa İstanbul, bu hesaplamayı yaparak 06 Ağustos sabahı hissenin 10 TL referans fiyat ile açılacağını duyurur.

"KAP – Borsa İstanbul Duyurusu (06.08.2025 tarihindeki işlemlerin öncesinde)

Başlık: Referans Fiyat

XYZ.E (Ana Hisse) – Bedelsiz oran: %400, Teorik bölünme sonrası fiyat: 10,00 TL"

Aşağıdaki hesaplama, yatırımcının toplam varlık değerinin değişmediğini göstermektedir:

- **Bölünme Öncesi (05 Ağustos Kapanışı):** 100 adet hisse $\times$ 50 TL = 5.000 TL Toplam Varlık
- **Bölünme Sonrası (06 Ağustos Açılışı):** (100 eski + 400 yeni) 500 adet hisse $\times$ 10 TL = 5.000 TL Toplam Varlık

3.3.3. Vergilendirme

Bedelsiz sermaye artırımını yoluyla yeni pay edinilmesi işlemi, yatırımcı açısından bir "gelir" veya "kazanç" elde etme olarak kabul edilmez. Bu, sadece mevcut varlığın şekil değiştirmesidir. Dolayısıyla, bu payların hesaba geçmesi aşamasında yatırımcı açısından (gerek gerçek gerek tüzel kişi olsun) herhangi bir vergisel yükümlülük doğmaz. Ancak, bu bedelsiz olarak edinilen yeni payların ilerleyen bir tarihte satılması durumunda, bu satıştan doğan kazanç vergi rejimine tabidir.

Bu tür kazançlar, Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67. maddesi kapsamında değerlendirilir. Borsa İstanbul'da işlem gören payların elden çıkarılmasından doğan kazançlar için stopaj oranı %0 (yüzde sıfır) olarak uygulanmaktadır. Dolayısıyla, gerçek kişiler açısından, bedelsiz alınan payların satışından doğan kazanç da mevcut uygulamada etkin bir şekilde vergilendirilmemektedir.¹⁴

3.4. Sermaye Azaltımı

Sermayenin azaltılması, anonim şirketlerin bilançolarında yer alan esas sermayenin (veya kayıtlı sermayeye sahip anonim şirketlerde çıkarılmış sermayenin) nominal değerinin indirilmesi sonucunu doğuran bir hukuki işlemidir.

Sermaye azaltımı işlemi fon çıkışı gerektiren ve fon çıkışı gerektirmeyen olmak üzere iki farklı şekilde yapılabilmektedir.

Fon Çıkışı Gerektiren Sermaye Azaltımı

Şirketin faaliyetlerini sürdürebilmesi için ihtiyaç duyduğu sermayeden daha fazlasına sahip olması hâlinde, fazla sermaye tutarının ortaklara iade edilmesi suretiyle gerçekleştirilen işlemidir. Bu tür azaltımda, azaltılan sermayeye tekabül eden tutar pay sahiplerine ödenmekte ve şirket malvarlığında fiilî bir azalma meydana gelmektedir. Bu yöntem, Türk Ticaret Kanunu'nda (TTK) düzenlenmiş olmakla birlikte, sermaye piyasası mevzuatında halka açık ortaklıklar bakımından özel bir hükümle yer almamaktadır. Bu nedenle, bu tür azaltımlarda TTK'nın genel hükümleri uygulanır¹⁵. Bu tür bir sermaye

¹⁴ %0 tevkifat (stopaj) kuralı, 1.1.2006 tarihinden itibaren iktisap edilen hisse senetleri için geçerlidir. Bu tarihten önce iktisap edilen hisse senetlerinin alım-satım kazançları bu madde kapsamında tevkifata tabi olmayıp dönemin mevzuatına göre beyan yoluyla vergilendirilmektedir. Ayrıca, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin elden çıkarılmasından doğan kazançlar %0 değil, %10 oranında tevkifata tabidir.

¹⁵ Halka açık şirketlerin sermaye azaltımı işlemlerinde niteliğine uygun düştüğü ölçüde sermaye piyasası mevzuatı hükümleri de uygulanır. Örneğin Sermaye Piyasası Kanunu'nda sermaye azaltımı işlemleri için gerekli genel kurul kararında TTK'dan farklı olarak belirlenen toplantı ve karar nisaplarına uyulur.

azaltımı işleminden önce şirketten alacaklı olanların korunmasına yönelik TTK’da belirtilen prosedürler uygulanmaktadır.

Fon Çıkışı Gerektirmeyen Sermaye Azaltımı

Sermaye piyasası mevzuatında (Pay Tebliği VII-128.1) özel olarak düzenlenen sermaye azaltımı türü, fon çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımıdır. Bu işlem ile sermayenin zaten fiilen azaldığı durumlarda muhasebesel düzeltme yapılarak fiili durum kayıtlara yansıtılmaktadır. Ortaklara nakit ödeme yapılmaz. Fon çıkışı olmadığı için alacaklıların korunmasına yönelik TTK’da belirtilen prosedürler uygulanmaz. Fon çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımı, uygulama nedenine göre iki başlıkta toplanabilir.

Bu yöntemin en yaygın uygulama alanı “bilanço açığının kapatılması amacıyla sermaye azaltımı”dır. Pay Tebliği madde 19 kapsamında bu yola başvurulabilmesi için, ortaklık paylarının borsada nominal değerinin altında işlem görmesi¹⁶ ve azaltımın münhasıran bilanço açığını (geçmiş yıl zararları ile dönem zararlarının toplamı) kapatmak amacıyla yapılması şarttır. Bu şekilde yapılan azaltımda, sermaye azaltımına konu tutarın, işlem sonrasında hesaplanacak payların düzeltilmiş borsa fiyatının, payların nominal değerinin yüzde yirmisini aşmayacak şekilde belirlenmesi zorunludur. Örneğin şirket paylarının nominal değeri 1 TL ise sermaye azaltımı sonrası düzeltilmiş borsa fiyatı teorik olarak 1,2 TL’yi geçmemelidir. Bu düzenleme ile payın borsadaki işlem fiyatının düzeltilerek, nominal değerinin üzerine çıkarılması ve bu şirketlerin nakit sermaye artırımını yapabilmeleri için uygun ekonomik ve hukuki koşulların oluşturulması hedeflenmektedir.

Ayrıca, payları nominal değerinin altında işlem gören şirketin bilanço açığı yoksa, ya da yapılacak sermaye azaltım tutarının bilanço açığından fazla olması durumunda, ortaya çıkacak olan fazlalık için, sermaye azaltımı ile sermaye artırımına eş zamanlı olarak karar verilmesinin gerektiği düzenlenmiştir. Sermaye azaltımı ile eş anlı veya azaltımı takip eden iki yıl içinde yapılacak sermaye artırımlarında, talep toplanmadan önce yatırımcılara "risk bildirim formu" imzalatılması zorunludur.

Bilanço açığı olan bir şirket kar etmiş olsa da (bu kar bilanço açığından daha fazla olmadığı sürece) mevzuat gereği bu karı dağıtamamakta elde ettiği karla ancak daha önceki birikmiş zararlarını kapatabilmektedir. Sermaye azaltımı ile bilanço açığı kapatıldığında şirket artık kar dağıtabilir konuma gelecektir. Nitekim bilanço açığının belirli bir seviyeye ulaşması (esas sermayenin üçte ikisinin kaybı halinde) durumunda, TTK, şirketi sermaye artırımını yapmaya, eğer bunu yapmayacaksa da sermaye azaltımı yapmaya zorlamaktadır. Bu noktada sermaye azaltımı yalnızca ihtiyari bir karar olmaktan çıkabilmektedir.

Fon çıkışı gerektirmeyen azaltımın bir diğer uygulama alanı “geri alınan payların itfası yoluyla sermaye azaltımı”dır. Geri Alınan Paylar Tebliği (II-22.1) uyarınca, mevzuat tarafından belirlenen sürelerin dolması durumunda satılamayan payların sermaye azaltımı yoluyla itfa edilmesi zorunludur. Bu işlemde, geri alınan paylar fon çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımı usullerine göre itfa edilir. Nakit çıkışı payların geri alımı sırasında zaten gerçekleştiğinden, itfa aşamasında şirketten ek bir nakit çıkışı olmaz.

Sermaye azaltımı işlemlerine başlanabilmesi için, 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

¹⁶ Payları borsada nominal değerinin üstünde işlem gören ortaklıkların bilanço açığını kapatmak üzere sermaye azaltımı işlemi yapması sermaye piyasası mevzuatında özel olarak düzenlenmemiş olup, yine TTK ve niteliğine uygun düşüğü ölçüde sermaye piyasası mevzuatına tabi olacaktır.

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.

Fon çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımları yalnızca pay sayısının azaltılması suretiyle yapılabilir. Sermaye azaltımı yapıldığında ortakların ellerinde bulunan pay sayısı düşeceği için hissenin fiyatı da Borsa İstanbul tarafından düzeltilmektedir. Düzeltme işlemi ile şirketin toplam piyasa değerinin aynı kalması ve ortakların sahip olduğu hisselerin parasal tutarın teorik olarak değişmemesi sağlanmaktadır.

Örnek

Payları Borsa İstanbul'da nominal değerinin (1 TL) altında işlem gören bir şirketin hem bilançosundaki geçmiş yıl zararlarını kapatmak hem de pay fiyatını teknik olarak yukarı çekmek amacıyla sermayesini %30 oranında azalttığını varsayalım. Bu işlemde tüm yatırımcıların elindeki paylar aynı oranda (%30) azaltılır. Yatırımcının elindeki pay adedi düşerken, şirketin piyasa değeri teorik olarak değişmeyeceği için pay fiyatı yukarı yönlü düzeltilir.

İşlemin şirkete ve yatırımcıya yansımaları şu şekildedir:

- Varsayılan Mevcut Sermaye: 100.000.000 TL (100 Milyon Adet Pay)
- İşlem Öncesi Hisse Fiyatı: 0,80 TL
- Azaltım Oranı: %30 (30.000.000 TL tutarında sermaye azaltımı)
- Yatırımcının Elindeki Örnek Pay: 1.000 Adet

Bu veriler ışığında işlem gerçekleştiğinde, şirketin sermayesi 70 Milyon TL'ye düşer. Borsa İstanbul tarafından hissenin baz fiyatı (eski piyasa değerini koruyacak şekilde) şu şekilde hesaplanır:

$$(0,80 \text{ TL} / 0,70) = 1,14 \text{ TL}$$

İşlem öncesinde yatırımcının portföyünde 800 TL (1.000 adet x 0,80 TL) değerinde hisse varken, işlem sonrasında da teorik olarak yine 800 TL (700 adet x 1,14 TL) değerinde hisse bulunur. Yatırımcının toplam varlığı değişmezken, şirketin ödenmiş sermayesi küçülmüş, pay fiyatı nominal değerine üzerine taşınmış ve bilançodaki zarar kalemi (30 Milyon TL'lik kısım) sermaye ile mahsup edilerek temizlenmiştir.

3.5. Pay Geri Alım Programları

Pay geri alımı, halka açık bir ortaklığın kendi paylarını Borsa İstanbul üzerinden belirli koşullar ve limitler çerçevesinde satın alması işlemidir. Bu işlem, şirket açısından doğrudan bir nakit çıkışı anlamına gelir; çünkü şirket, kasasındaki parayla kendi paylarını piyasadan geri alır ve bunları uhdesine alır. Bu tür alımlar genellikle hisse fiyatına destek sağlamak, piyasa güvenini artırmak, hisse başına kârı yükselterek hissedarlara dolaylı bir değer aktarımı yapmak ya da çalışanlara pay bazlı teşvik programlarında kullanılmak üzere stok oluşturmak amacıyla yapılır.

Bu süreç, Sermaye Piyasası Kurulu'nun II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği ile ayrıntılı şekilde düzenlenmiştir. Tebliğe göre, bir şirketin pay geri alımı yapabilmesi için öncelikle bir geri alım programı hazırlaması gerekir. Bu program, yönetim kurulu tarafından oluşturulur ve genel kurulun onayına sunulur. Yatırımcıları bilgilendirmek üzere programın kapsamı ayrıntılı biçimde açıklanır.

Programda, geri alımın amacı, alınabilecek azami pay sayısı, bu işlem için ayrılacak azami fon tutarı, uygulama süresi ve işlemlerin finansman kaynağı belirtilir. Uygulamada programların süresi genellikle bir ila üç yıl arasında belirlenir. Olağanüstü durumlarda, örneğin pay fiyatının olağandışı düşüş gösterdiği dönemlerde, yönetim kurulu genel kurul kararı olmadan da “yakın ve ciddi kayıptan kaçınmak amacıyla”¹⁷ geri alım programı başlatabilir.

Geri alım programı genel kurultan en az üç hafta önce kamuya duyurulur. Program uyarınca geri alım işlemlerine başlanmadan iki iş günü önce geri alım yapılması planlanan dönemin başlangıç ve bitiş tarihleri, geri alıma konu payların nominal tutarı ile sermayeye oranına ilişkin özel durum açıklaması yapılır. Şirket yaptığı her bir geri alım işlemini, işlem gününü izleyen iş günü seans başlamadan önce işleme konu payların nominal tutarı, sermayeye oranı, işlem fiyatını belirterek kamuya açıklamak zorundadır. Şirket geri aldığı payları satarsa, bunu da aynı şekilde açıklamakla yükümlüdür.

Geri alım programı devam ederken, şirketin yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların veya idari sorumluluğu bulunan kişilerin borsada ortaklık paylarını satmaları yasaklanmıştır. Bu, şirket fiyatı desteklerken içeriden birilerinin veya ana ortağın satış yapmasını engeller.

Şirketler alım yaparken piyasayı bozucu işlemler yapamaz. Bu kapsamda, birinci seansın açılış seansı ve son 15 dakikası ile ikinci seansın açılış ve kapanış seansları içinde, geri alım programı dahilinde emir verilemez ve işlem gerçekleştirilemez. Verilen alım emrinin fiyatı, o anki en son işlem fiyatından veya en iyi satış teklifinden daha yüksek olamaz, yani şirket fiyatı yükseltmez. Ayrıca, bir günde alabilecekleri toplam pay miktarı, o payın son 20 günlük ortalama işlem hacminin %25’ini geçemez.

Tebliğ, şirketin geri alabileceği pay miktarına da bir sınır getirir. Geri alınan payların nominal değeri, şirketin sermayesinin %10’unu aşamaz. Ancak son yıllarda SPK, piyasalarda yüksek oynaklığın yaşandığı dönemlerde bu sınırları geçici olarak askıya almış ve şirketlere daha geniş bir hareket alanı tanımıştır. Dolayısıyla, şirketlerin geri alım planlarını oluştururken SPK’nın güncel ilke kararlarını da dikkate alması gerekir.

Şirketin geri satın aldığı kendi payları "pasif" hale gelir. Bu paylar, genel kurul toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmaz. Ayrıca, bu paylar kâr payı (temettü) ve yeni pay alma hakkı (rüçhan) hariç hiçbir pay sahipliği hakkı vermez. Şirket, %10’luk sermaye sınırına uymak kaydıyla, bu payları süresiz olarak elinde tutabilir, borsada yeniden satabilir veya sermaye azaltımı yoluyla itfa edebilir.

Pay geri alımı, doğru yönetildiğinde piyasa güveni açısından olumlu bir sinyal olarak algılanır. Çünkü bu tür programlar, genellikle şirket yönetiminin kendi hisse değerine olan güvenini yansıtır. Bununla birlikte, geri alımlar her zaman olumlu bir finansal gösterge olarak değerlendirilmemelidir; zira aşırı pay geri alımı, şirketin nakit pozisyonunu zayıflatabilir veya gelecekteki yatırım imkânlarını sınırlayabilir.

¹⁷ Ortaklık paylarının günlük ağırlıklı ortalama fiyatının yönetim kurulu karar tarihinden önceki son bir ayda,

- a) Nominal değerinin altında seyretmesi veya
- b) Yüzde yirminin üzerinde değer kaybetmesi,

durumlarında yakın ve ciddi bir kaybın varlığı kabul edilir. Bu haller dışında yönetim kurulu kararı ile geri alım yapılabilmesi için, ortaklık tarafından işlem öncesinde Kurulun onayının alınması gereklidir.

3.6. Pay Alım Teklifi ve Diğer Çıkış Hakları

Halka açık ortaklıklarda yatırımcıların, belirli olaylar gerçekleştiğinde paylarını adil bir bedel üzerinden devredebilme hakkı, azınlık pay sahiplerinin korunması açısından büyük önem taşır. Bu haklar genellikle kamuoyunda “çağrı” veya “pay alım teklifi” olarak anılsa da gerçekte farklı hukuki dayanaklara sahip üç ayrı mekanizmadan oluşur: Zorunlu Pay Alım Teklifi, Ayrılma Hakkı ile Satma ve Ortaklıktan Çıkarma Hakkı. Her biri farklı bir olayı tetikler, farklı muhataplara yöneliktir ve yatırımcıya farklı şekilde koruma sağlar.

3.6.1. Zorunlu Pay Alım Teklifi (Tebliğ II-26.1)

Bir yatırımcı açısından, pay sahibi olduğu bir şirkette yönetim kontrolünün el değiştirmesi, o ortaklığın niteliğini doğrudan etkileyen en önemli olaylardan biridir. Bu nedenle Sermaye Piyasası Kurulu’nun II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği, yönetim kontrolünü ele geçiren yatırımcıya, azınlık pay sahiplerinin paylarını da satın alma yükümlülüğü getirir.

Tebliğ uyarınca, bir veya birden fazla kişi birlikte hareket ederek bir ortaklığın oy haklarının %50’sinden fazlasını ya da yönetim kurulunun çoğunluğunu seçme hakkını elde ettiğinde, zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü doğar. Yeni hâkim ortak, bu kontrolü elde ettiğini Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (KAP) açıklamak ve diğer yatırımcılara da paylarını satma fırsatı sunmak zorundadır.

Bu teklifin fiyatı, azınlık yatırımcıya adil bir çıkış imkânı tanımak amacıyla belirlenir. Fiyat, kontrolün elde edilmesinden önceki altı ay içinde ödenen en yüksek bedel veya yönetim kontrolünün elde edildiğinin kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalaması esas alınarak hesaplanır ve teklif fiyatı bu tutarların altına inemez. Kurulca gerekli görülmesi halinde, pay alım teklifi fiyatının tespiti için payların devir tarihi esas alınarak değerlendirme raporu hazırlanması istenebilir. Böylece, kontrolü ele geçirenin ödediği primden diğer pay sahipleri de oransal olarak faydalanmış olur.

Zorunlu pay alım teklifinde muhatap, şirketin kendisi değil, yeni hâkim ortaktır. Süreç, genellikle kontrol değişikliğini izleyen 6 iş günü içinde SPK’ya başvuru yapılması, 2 ay içinde fiilen çağrıya başlanması ve 10 ila 20 iş günü süren bir kabul dönemiyle yürütülür. Ayrıca, bir yatırımcı isterse kontrolü gönüllü olarak ele geçirmek amacıyla da aynı Tebliğ kapsamında gönüllü pay alım teklifi yapabilir. Her iki durumda da amaç, azınlık yatırımcının yönetim iradesi değişmiş bir şirkette kalmak zorunda bırakılmamasıdır.

Önemli bir güvence olarak; eğer yeni hâkim ortak bu yükümlülüğü yerine getirmez veya süreci geciktirirse hem gecikilen günler için faiz ödemek zorunda kalır hem de sahip olduğu payların oy hakları kendiliğinden donar. Ayrıca, finansal yeniden yapılandırma veya miras gibi özel durumlarda Kurul’un bu zorunluluğa muafiyet tanıyabileceği de unutulmamalıdır.

Bu mekanizmada yatırımcının katılımı "pasif" olarak nitelendirilebilir; zira hakkın doğması için bir genel kurula katılma veya şerh koyma gibi aktif bir eylem gerekmez. Yatırımcının, kontrol değişikliğinin kamuya açıklandığı tarihte pay sahibi olması yeterlidir. Yeni hâkim ortak SPK’ya başvurup süreci başlattığında (10 ila 20 iş günü süren fiili teklif dönemi içinde), yatırımcının yapması gereken, paylarını satmak istiyorsa, bu “çağrıya” aracı kurumu vasıtasıyla cevap vermek ve paylarının satışı için talimat iletmektir.

3.6.2. Ayrılma Hakkı (Tebliğ II-23.3)

Bazı durumlarda yatırımcının ortaklıktan ayrılmak istemesinin nedeni, yönetim değişikliği değil, şirketin faaliyet yapısındaki köklü bir dönüşümdür. Bu tür durumlar II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği ile düzenlenmiştir.

Şirketin genel kurulunda alınan bazı kararlar, pay sahipleri açısından şirketin niteliğini tamamen değiştirebilir. Bunlara örnek olarak; birleşme, bölünme, tür değiştirme, malvarlığının önemli bir kısmının devri veya sınırlı ayni hak tesis edilmesi, faaliyet konusunun tamamen değiştirilmesi ya da imtiyazların tesis edilmesi veya değiştirilmesi gösterilebilir. Bu tür kararlar “önemli nitelikteki işlemler” olarak kabul edilir.

Eğer yatırımcı bu tür bir karara katılmıyor ve ortaklıktan çıkmak istiyorsa, öncelikle işlemin kamuya açıklandığı tarihte pay sahibi olması şarttır. Sonradan hisse alanlar bu haktan yararlanamaz. Bu şarta sahip yatırımcının genel kurula katılıp karara olumsuz oy vermesi ve muhalefetini toplantı tutanağına işletmesi gerekir. Bu koşulları sağlayan yatırımcıya ayrılma hakkı doğar ve paylarını doğrudan şirkete satabilir. Şirkete, yatırımcının paylarını önceden belirlenmiş bir adil bedel üzerinden geri alma yükümlülüğü getirilmiştir.

Ayrılma hakkı fiyatı, borsada işlem gören şirketlerde, kararın kamuya açıklandığı tarihten önceki dönemdeki ortalama borsa fiyatları esas alınarak belirlenir.

- **Yıldız Pazar’da işlem gören paylar için**, son **1 ayın** günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatı;
- **Diğer pazarlar ve platformlar için** ise son **6 aylık** günlük ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması dikkate alınır.

Ayrılma hakkı süreci, genel kuruldan en geç 6 iş günü sonra başlar ve başladıktan sonraki 10 iş günü içinde tamamlanır. Yatırımcının toplantıya katılımı haksız biçimde engellenmişse, muhalefet şerhi şartı aranmadan da hak kullanımı mümkündür.

Bu mekanizmada yatırımcının muhatabı şirketin kendisidir.¹⁸ Amaç, stratejik kararları onaylamayan yatırımcıyı, kendi iradesine aykırı bir yapıda tutmamaktır.

Bununla birlikte Tebliğ’de düzenlenen özel hallerde, SPK’ca şirket ayrılma hakkını kullandırmaktan muaf tutulabilmektedir.

3.6.3.Satma ve Ortaklıktan Çıkarma Hakları (Tebliğ II-27.3)

Üçüncü senaryo, bir ortaklığın artık fiilen tek kişi/grup hakimiyetine girdiği durumları kapsar. SPK’nın II-27.3 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği, hâkim ortağın veya azınlığın bu aşamadaki haklarını tanımlar.

Eğer bir yatırımcı veya birlikte hareket eden kişiler, şirketin oy haklarının en az %98’ine sahip hale gelirse, artık şirketin halka açık nitelikte bir yatırım aracı olarak işlem görme kabiliyeti fiilen ortadan kalkar. Bu durumda iki yönlü bir hak doğar:

- **Ortaklıktan çıkarma hakkı:** Hâkim ortak, kalan küçük pay sahibi yatırımcıların paylarını borsa üzerinden satın alarak onları ortaklıktan çıkarabilir.
- **Satma hakkı:** Kalan azınlık yatırımcılar da paylarını hâkim ortağa satma hakkına sahiptir.

Bu mekanizmanın temel amacı, artık likit olmayan bir piyasada azınlık paylarının değer kaybetmesini önlemektir. Hâkim ortağa da şirketi tam kontrolle konsolide etme imkânı tanır.

¹⁸ Kar payı imtiyazı yaratılması gibi ayrılma hakkını doğuran bir önemli nitelikteki işlemde belirli kişi veya kişilerin doğrudan yarar sağlaması durumunda, ayrılma hakkı bedeli ortaklık yerine bu kişi veya kişiler tarafından ödenir.

Borsada işlem gören paylarda fiyat, Tebliğ uyarınca karmaşık bir hesaplamaya tabidir ve yatırımcı lehine olan en yüksek bedelin bulunması amaçlanır. Fiyat, iki temel hesaplamadan yüksek olanı olarak belirlenir:

- **Birinci Değer:** Şirketin işlem gördüğü pazara göre (Yıldız Pazar için 1 aylık, diğer pazarlar için 6 aylık) oluşan *günlük ağırlıklı ortalama borsa fiyatı ile hazırlatılan değerlendirme raporunda bulunan bedelin aritmetik ortalaması*.
- **İkinci Değer:** Eğer hâkim ortak konumu bir yönetim kontrolü değişikliği ile eş zamanlı olarak kazanıldıysa, bu durumda hesaplanması gereken *zorunlu pay alım teklifi fiyatı*.

Bu süreçte hem “çıkarma” hem “satma” hakkı eşzamanlı doğar; hâkim ortak çağrışı başlatır, azınlık da aynı koşullardan yararlanabilir. Eğer bu %98 eşiğine bir pay alım teklifi sonucunda ulaşılmışsa, ayrıca yeni bir çağrı yükümlülüğü doğmaz.

Bu mekanizma, yatırımcı için "bildirime dayalı" bir süreçtir. Süreç, hâkim ortağın %98 eşiğine ulaştığını kamuya açıklamasıyla başlar. Bu açıklamayı takiben, ortaklık bir değerlendirme raporu hazırlar ve bu raporun özetini de kamuya açıklar. Azınlık yatırımcılar için kritik olan iki aylık "hak düşürücü" süre, değerlendirme raporu özetinin kamuya açıklanmasını takip eden gün başlar. Yatırımcıların bu hakkı kullanmak için bir genel kurula katılmış veya şerh koymuş olmalarına gerek yoktur. Paylarını satmak isteyen azınlık yatırımcıların, bu iki aylık süre içerisinde şirkete "satma hakkı kullanım taleplerini yazılı olarak iletmeleri" yeterlidir. Şirket bu talebi hâkim ortağa bildirir ve hâkim ortak, pay bedellerini yatırımcılara ödemek üzere ortaklık hesabına yatırır.

Özet Tablo

Mekanizma	İlgili Tebliğ	Tetikleyici Olay	Muhatab (Payı Alan)	Fiyat Esası	Yatırımcının Katılım Şartı	Temel Amaç
Zorunlu Pay Alım Teklifi	II-26.1	Oy haklarının %50'sinden fazlasının VEYA YK çoğunluğunu seçme hakkının elde edilmesi.	Yeni hâkim ortak	Maksimum (Son 6 ayda ödenen en yüksek fiyat, Son 6 aylık AOBF ortalaması)	Teklif cevap verilir. (Aracı kuruma talimat iletilir.)	Kontrol değişikliğinde azınlığı korumak.
Ayrılma Hakkı	II-23.3	Önemli nitelikte işlem kararı (Birleşme, bölünme, mal varlığı devri, faaliyet konusu değişikliği vb.)	Şirketin kendisi	Pazara göre ortalama fiyat: * 1 aylık AOBF (Yıldız Pazar) * 6 aylık AOBF (Diğer pazarlar)	Genel Kurul'a katılıp ret oyu kullanmalı ve muhalefet şerhini tutanağa işletmeli	Stratejik değişikliğe katılmayan azınlığı korumak.
Satma / Ortaklıktan Çıkarma Hakkı	II-27.3	Hâkim ortağın oy oranının %98'e ulaşması (veya bu eşiği aşması).	Hâkim ortak	Pazar bazlı ortalama fiyatlar + Gerekirse değerlendirme raporu sonucu.	Şirkete yazılı talep iletmeli	Likiditesi fiilen kalmayan piyasada azınlığı korumak.

Zorunlu pay alım teklifi, ayrılma hakkı ve satma hakkı, her ne kadar farklı olaylar sonucunda doğsa da tümünün ortak amacı azınlık yatırımcıyı iradesi dışında kalan bir ortaklık yapısında tutmamaktır. İster yönetim kontrolü değişsin, ister şirketin faaliyet konusu tamamen farklı bir yöne evrilsin ya da hâkim ortak neredeyse tüm payları toplasın, yatırımcıya adil bir fiyat üzerinden sistemden çıkış imkânı tanınır.

4. PİYASA İŞLEYİŞ KURALLARI

4.1. Pazarlar

Pay piyasası pazar yapılanmasında, Yıldız Pazar, Ana Pazar, Alt Pazar, Yakın İzleme Pazarı (YİP), Piyasa Öncesi İşlem Platformu (PÖİP), Yapılandırılmış Ürünler ve Fon Pazarı (YÜFP), Girişim Sermayesi Pazarı (GSP) ve Emtia Pazarı yer almaktadır

Ortaklıkların ilk defa kota alınan payları Yıldız Pazar, Ana Pazar, Alt Pazar veya Girişim Sermayesi Pazarı'nda işlem görebilir. Nitelikli yatırımcılara satılan paylar Girişim Sermayesi Pazarı'nda işlem görür.

4.1.1. Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar

Bu pazarlar, işlem gören şirket paylarının benzer **büyüklik, derinlik ve likiditeye** sahip olmaları esas alınarak gruplandırıldığı pazarlardır.

Yıldız Pazar, fiili dolaşımdaki pay değeri (FDPD), piyasa değeri ve işlem hacmi yüksek olan büyük ölçekli şirketlerin paylarının işlem gördüğü pazardır. **Ana Pazar**, Yıldız Pazar'a göre daha düşük ancak belirli büyüklükte piyasa değerine ve fiili dolaşım oranına sahip şirketleri kapsar. **Alt Pazar** ise Yıldız veya Ana Pazar kriterlerini karşılamayan ancak Borsa kotasyon şartlarını yerine getiren şirketlerin paylarının işlem gördüğü pazardır. Bu üç pazarın belirlenmesinde kullanılan kriterler ve eşik değerler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Tablo 1: Pazarlarda İşlem Görme Kriterleri

Pazarlarda İşlem Görme Kriterleri	Yıldız Pazar	Ana Pazar	Alt Pazar
Piyasa Değeri (PD)	> 6 milyar TL	> 1 milyar TL	
Fiili Dolaşımdaki Payların Piyasa Değeri (FDPD)	> 1 milyar TL	> 400 milyon TL	
Fiili Dolaşım Oranı (FDO)	> % 10	> % 10	
İmtiyaz	İmtiyaz varsa FDO<%90	İmtiyaz varsa FDO<%90	
Yerli Fon	> 30 milyon TL		
Likidite	< 0,15	< 0,5	
(*)	FDO > %5; FDPD > 3 milyar TL ve Likidite < 0,1	FDO > %5; Temettü > % 10 ve FDPD > 450 milyon TL veya FDPD > 750 milyon TL ve Likidite < 0,2	

Her pay, sınıflandırıldığı pazarın tüm kriterlerini sağlamalıdır. Bu koşulların istisnaları Pay Piyasası Prosedürü'nde belirtilmiştir.

Kriterlerin Açıklamaları:

- PD: Şirketin tüm sermayesi üzerinden hesaplanan toplam piyasa değerini,
- FDPD: Şirketin Kurul tarafından belirlenen kriterler çerçevesinde dönem sonu itibarıyla (FD pay adedi) x (bir yıllık düzeltilmiş kapanış fiyatlarının ortalaması) şeklinde hesaplanan, fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değerini,
- FDO: Şirketin Kurul tarafından belirlenen kriterler çerçevesinde hesaplanan fiili dolaşımdaki paylarının şirket sermayesine oranını,
- **İmtiyaz:** Oy, kâr payı, aday gösterme vb. konularda belirli pay gruplarına farklı veya üstün hak tanınması.,
- Yerli Fon: MKK verilerine göre ilgili payda SPK denetiminde bulunan “Yatırım Fonlarının” ve “Emeklilik Yatırım Fonlarının” portföyünde bulunan kısmın son bir yıl içindeki ortalama piyasa değerini,

- Likidite Kriteri: 1 Milyon TL işlem hacmi ile bir payda günlük bazda oluşacak ortalama fiyat değişim oranının mutlak değerini,
- Ek kriter olarak Temettü Getirisi: (Son 3 yıllık net nakit temettü toplamı) / (Dönem sonu piyasa değeri) x 100 değerini ifade eder.

Değerlendirme, endeks dönemleri ile uyumlu olacak şekilde yılda en az iki kere her kriter için belirlenen verilerin son bir yıllık ortalamaları kullanılarak yapılır. Payları yeni işlem görmeye başlayan şirketler, Borsada işlem görmeye başladıkları tarihi takip eden 3 ay içindeki pazar değerlendirmelerine dahil edilmez ve mevcut pazarlarında işlem görmeye devam eder.

4.1.2.Yakın İzleme Pazarı

Yakın İzleme Pazarı (YİP), faaliyetleri ve mali yapısı açısından olağandışı durumlar tespit edilen şirketlerin paylarının yatırımcıları koruma amacıyla işlem gördüğü özel bir pazardır. Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar'da işlem gören paylar Kotasyon Yönergesi'nin 35'inci maddesinde sayılan durumların oluşması durumunda Yakın İzleme Pazarı'na alınabilmektedir. Şirketin son iki döneme ait bağımsız denetim raporunun olumsuz görüş içermesi veya görüş bildirilmekten kaçınılması, faaliyetlerin makul sebep olmaksızın 3 aydan fazla durdurulması, üst üste beş yıl boyunca net dönem zararı etmesi, faaliyeti sürdürmek için gerekli izin/lisans/yetki belgesinin iptali, toplam özsermaye/sermaye oranının belirli oranların altına düşmesi ve ticari olmayan ilişkili taraf alacaklarının toplam aktiflerin %50'sini aşması YİP'e alınma nedenleri arasında yer almaktadır.

Bu pazara alınan şirketler, Borsa tarafından yakın takibe alınır ve durumları düzelinceye kadar bu pazarda işlem görmeye devam ederler. Payların YİP'e alınması veya çıkarılması, Borsa İstanbul Yönetim Kurulu'nun kararıyla gerçekleştirilir.

4.1.3.Girişim Sermayesi Pazarı

Girişim Sermayesi Pazarı (GSP), halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcılara satılmak üzere halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımını yoluyla ihraç edilen ortaklık paylarının ve Borsa Yönetim Kurulu'nca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçlarının yalnızca nitelikli yatırımcılar arasında işlem gördüğü pazardır. Nitelikli yatırımcı olmayanlar bu Pazarda işlem yapamaz.

Sermaye artırımını yoluyla çıkaracakları paylarını halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcılara ihraç eden halka açık olmayan ortaklıkların Kotasyon Yönergesi kapsamında Borsa kotuna alınan payları GSP'de işlem görür. Ayrıca, Yapılandırılmış Ürünler ve Fon Pazarı'nda ve Emtia Pazarı'nda işlem görebilecek olan sermaye piyasası araçlarından nitelikli yatırımcıya ihraç edilenler de bu pazarda işlem görür.

Kurulun III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ'inin ilgili maddelerinde düzenlenmiş nitelikli yatırımcılar bu pazarda işlem yapabilir. Borsa üyesi yatırım kuruluşu bu pazara emir iletirken veya bu pazarda işlem yaparken müşterisinin nitelikli yatırımcı olduğunu bilmek ve gerektiğinde belgelemek zorundadır. Aksi takdirde mevzuata aykırı olarak gerçekleştirilen işlemlerden kaynaklanan hukuki ve maddi sorumluluk ilgili üyeye ait olacaktır.

4.1.4.Piyasa Öncesi İşlem Platformu (PÖİP)

Piyasa Öncesi İşlem Platformu (PÖİP), halka açık ortaklık statüsünde bulunan ancak payları Borsada işlem görmeyen ortaklıkların paylarının işlem görmesi için oluşturulmuştur.

4.2. Pazarlarda Uygulanacak İşlem Esasları

Pazar yapılanması ve buna bağlı olarak Pay Piyasası'nda işlem gören paylarda uygulanacak işlem esasları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 2: Pazarlarda Uygulanacak İşlem Esasları

İşlem Esasları	Yıldız Pazar	Ana Pazar	Alt Pazar	YİP	PÖİP
İşlem Yöntemi ¹⁹	Sürekli İşlem	Sürekli İşlem	Sürekli İşlem	5 Kez Tek Fiyat	5 Kez Tek Fiyat
Açığa Satış ve Kredili İşlem	VAR	VAR	YOK	YOK	YOK
Brüt Takas	YOK	YOK	VAR	VAR	VAR
Özkaynak Oranı ²⁰	%90	%75	%0	%0	%0
Açık Takas Pozisyonu / Özkaynak Oranı ²¹	%20	%50	%100	%100	%100
İşlem Esasları	Yıldız Pazar	Ana Pazar	Alt Pazar	YİP	PÖİP
Fiyat Marjı	%20	%15	%10	%10	%10
Açığa Satış Yukarı Adım Kuralı	YOK	VAR	-	-	-
Devre Kesici Tetikleme Oranı	%10	%7,5	%5	-	-
Devre Kesici Sonrası Emir Toplama Süresi	5 dakika	15 dakika	15 dakika	-	-
Devre Kesici Sonrası Eşleştirme Süresi	2 dakika	2 dakika	2 dakika	-	-
Tek Fiyat Emir Toplama Süresi Boyunca Bilgi Yayınının Kısıtlanması	YOK	YOK	VAR	VAR	VAR
Açılış Seansında Son 5 Dakikada Emir İptal, Emir Kötüleştirme ve Miktar Azaltım	YOK	YOK	YOK	YOK	YOK
Açılış Seansında Piyasa ve Piyasadan Limite Emir ²²	VAR	VAR	YOK	YOK	YOK

Kurul'un kredili alım ve açığa satışla ilgili düzenlemelerinde müşterinin malvarlığı ve ödeme gücü dikkate alınarak belirlenmiş istisnalar kapsamında teminat almaksızın alım emri kabul edilebilmesine yönelik hükümleri yalnızca Yıldız Pazar'da yer alan paylar için uygulanır. Kurul'un yatırımcı, pazar ve pay bazında aldığı karar hükümleri saklıdır.

Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi kolektif yatırım kuruluşları ile emeklilik fonlarına ilişkin işlemlerde Kurul'un kredili alım ve açığa satışla ilgili düzenlemeleri uyarınca müşterinin malvarlığı ve ödeme gücü dikkate alınarak belirlenmiş istisnalar kapsamında teminat almaksızın alım emri kabul edilebilmesine yönelik hükümleri Ana Pazar'da yer alan paylar için de uygulanabilir.

Borsa İstanbul tarafından yapılan 2020/20 sayılı duyuruya göre, 3/03/2020 tarihinden itibaren ikinci bir duyuruya kadar geçerli olmak üzere bazı düzenlemelerin yapılmasına karar verilmiştir. Bu

¹⁹ Tek fiyat işlem yöntemi için belirlenen sayılara açılış seansı ve kapanış seansı fiyat belirleme seansları dahil, kapanış fiyatından işlemler seansı dahil değildir.

²⁰ İlgili payın; kredili alım, açığa satış, ödünç alma veya ödünç verme işlemlerine dair özkaynak hesabında hangi orana kadar özkaynak olarak kabul edilebileceğini gösterir. Oran belirtilmediyse ilgili Kurul düzenlemelerindeki hükümler geçerlidir.

²¹ Belirli bir anda oluşabilecek açık takas pozisyonunun veya takas gerçekleşene kadar ilgili pay için asgari olarak hangi oranda özkaynak bulundurulması gerektiğini gösterir. Oran belirtilmediyse ilgili Kurul düzenlemelerindeki hükümler geçerlidir.

²² 15/09/2023 tarihli ve 2023/19885 sayılı Duyuru ile beraber 25/09/2023 tarihi itibarıyla geçerli olmak üzere, Yıldız Pazarda, Ana Pazarda ve açılış seansına dahil olan pay dışındaki sermaye piyasası araçlarında açılış seansında piyasa ve piyasadan limite emir türleri ile emir girilebilir.

kapsamda, Yıldız Pazar ve Ana Pazar tüm gruplarında işlem gören paylarda uygulanan fiyat marjının %10'a düşürülmesi, Yıldız Pazar ve Ana Pazar tüm gruplarında işlem gören paylarda uygulanan devre kesici tetikleme oranının %5'e düşürülmesi, Yıldız Pazar ve Ana Pazar tüm gruplarında işlem gören paylarda uygulanan devre kesici sonrası emir toplama süresinin 30 dakika olarak uygulanması kararlaştırılmıştır.

4.3. Alt Pazar, Yakın İzleme Pazarı ve Piyasa Öncesi İşlem Platformunda İşlem Gören Paylarda Yatırımcıların Olası Riskler Açısından Bilgilendirilmesi

Alt Pazar, Yakın İzleme Pazarı (YİP) ve Piyasa Öncesi İşlem Platformu'nda (PÖİP) işlem gören paylara ilişkin, yatırımcıların bu piyasaların taşıdığı riskler konusunda önceden ve açık şekilde bilgilendirilmesi gerekmektedir. Bu kapsamda yatırım kuruluşları, söz konusu pazarlarda işlem yapmak isteyen yatırımcılardan ilk işlem öncesinde ilgili "Bilgilendirme Metni"ni okuduklarına ve anladıklarına dair bir beyan almak zorundadır. Bu beyan yazılı, sözlü veya elektronik ortamda alınabilir ve alınan beyanın kayıt altına alınması SPK'nın III-45.1 sayılı Belge ve Kayıt Düzeni Tebliği hükümlerine tabidir. İlk işlem sonrasında da bilgilendirme yükümlülüğü devam eder; internet üzerinden verilen her alım emri öncesinde metin yatırımcının bilgisine yeniden sunulur, telefonla verilen alım emirlerinde ise metnin tamamının okunmasına gerek olmaksızın yatırımcıya hatırlatma yapılır.

Tüm bu düzenlemelerin temel amacı, bu üç pazarda işlem gören payların sınırlı derinlik ve likiditeye sahip olması nedeniyle fiyatların aşağı veya yukarı yönde sert dalgalanabilmesi riskine karşı yatırımcıyı korumaktır. Alt Pazar ve YİP'te likidite düşüklüğü ve yüksek fiyat oynaklığı ortak bir özellik olup YİP açısından ek olarak payların Borsa tarafından yakından izlendiği ve KAP açıklamaları ile düzenleyici duyuruların önem taşıdığı vurgulanır. PÖİP'te ise halka açık olmakla birlikte Borsa kotunda olmayan veya fiili dolaşımı düşük şirketlerin paylarının işlem gördüğü belirtilerek bu yapıdan kaynaklanan ek risklere dikkat çekilir. Tüm pazarlar için yatırımcının bu riskleri bilerek hareket etmesi ve fiyat dalgalanması riskini sınırlamak amacıyla mümkün olduğunca limit fiyatlı emir kullanması tavsiye edilir.

4.4. Emir-İşlem Esasları ve İşlem Yöntemleri

4.4.1. İşlemlerin Yürütülmesinde Esas Alınan Kavram ve Kurallar

4.4.1.1. İşlem Birimi (Lot)

Lot olarak adlandırılan işlem birimi bir sermaye piyasası aracından, kendisi veya katları ile işlem yapılabilecek asgari miktarı veya değeri ifade eder. Tüm pay ve yeni pay alma hakkı işlemlerinde işlem birimi olarak "1,00 TL (nominal) = 1 adet = 1 lot" eşitliği uygulanır. Küsurat sıraları (.KE özellik kodlu sıralar) haricinde işlem biriminden daha küçük miktarlı emir (küsarat emir) verilemez.

4.4.1.2. Fiyat İlanı

Borsa tarafından ilan edilen fiyat, 1 TL nominal değerli payın veya 1 TL nominal değerdeki pay üzerinde yer alan yeni pay alma hakkının piyasa fiyatıdır. Hesaplanan ve ilan edilen tüm fiyatlarda virgülden sonra üç karakter Kuruş (Kr) hanesi bulunur.

Her sermaye piyasası aracı için Borsa kaydına alınan fiyatlar ve işlem miktarları seansın bitmesini takiben, Borsa Genel Müdürlüğü tarafından belirlenen içerikte ve biçimde Pay Piyasası Borsa Bülteni'nde ve/veya belirlenen diğer elektronik ortamlarda ilan edilir. Bir sermaye piyasası aracı için o seansta Borsa kaydına alınacak bir fiyat oluşmamışsa bu durum da Pay Piyasası Borsa Bülteni'nde ilan edilir.

4.4.1.3. Baz Fiyat

Bir sermaye piyasası aracı için baz fiyat, bir seans süresince o sermaye piyasası aracının işlem görebileceği üst ve alt fiyat sınırlarının belirlenmesine esas teşkil eden fiyattır.

BISTECH Sistemi'nde önceki işlem gününün kapanış fiyatı, baz fiyat olarak belirlenmektedir.

Baz fiyat yoksa (önceki kapanış yoksa veya fiyat serbest bırakılmışsa):

- Tek fiyat işlem yöntemi ile işlem gören sıralar için ilk fiyatın olduğu emir toplama aşaması sonrasında belirlenen eşleşme fiyatı baz fiyat olacaktır.
- Sürekli işlem yöntemi ile işlem gören sıralar için ilk işlemin fiyatı baz fiyat olarak alınacaktır (Açılış seansında fiyat oluşmuşsa bu fiyat, oluşmamışsa sürekli işlem aşamasında gerçekleşen ilk işlemin fiyatı baz fiyat olarak alınacaktır).
- İşlem göreceği yeni pay alma haklarında ilk gün sonuna kadar (ilk işlem günü dâhil) baz fiyat uygulanmayacak ve işlem gördüğü ilk günün kapanış fiyatı ertesi günün baz fiyatını oluşturacaktır.

Ayrıca, bir önceki günden baz fiyata sahip bir payda gün içerisinde herhangi bir işlem gerçekleşmemişse bu baz fiyat, yine ertesi günün baz fiyatı olacaktır. Temettü ödemesi, sermaye artırım, birleşme, bölünme gibi durumlarda baz fiyat, Borsa tarafından hesaplanan teorik fiyatın en yakın fiyat adımıyla yuvarlanmasıyla belirlenir ve sistemde güncellenir.

ABC A.Ş. hissesi, Borsa İstanbul'da sürekli işlem yöntemiyle işlem görmektedir. 14 Kasım günü hisse 50 TL'den kapanmıştır. 15 Kasım günü baz fiyat, bir önceki kapanış fiyatı olan 50 TL olarak belirlenir. Gün içi fiyat sınırları da bu baz fiyat üzerinden hesaplanır (örneğin $\pm\%10$ fiyat marjı uygulanıyorsa, hisse 45 TL ile 55 TL arasında işlem görebilir). Ancak 15 Kasım günü hisse senedinde hiç işlem gerçekleşmezse, sistem 50 TL'yi ertesi gün için de baz fiyat olarak kullanmaya devam eder.

4.4.1.4. Fiyat Adımları

Fiyat adımı, bir payın fiyatında tek seferde gerçekleşebilecek en küçük fiyat değişimidir. Emirlerin sisteme girilmesi sırasında bu adımlara uyulması zorunludur. Payların fiyat adımları, fiyat seviyelerine göre belirlenir. Pay piyasasında, fiyat seviyeleri arttıkça uygulanacak fiyat adımı da büyür.

Paylarda geçerli fiyat adımları şu şekildedir:

Tablo 3: Paylarda ve Yeni Pay Alma Haklarında Geçerli Fiyat Adımları

Fiyat Seviyesi (TL)		Fiyat Adımı (TL)
0,010	19,999	0,010
20,000	49,999	0,020
50,000	99,999	0,050
100,000	249,999	0,100
250,000	499,999	0,250
500,000	999,999	0,500
1000,000	2499,999	1,000
2500,000	üzeri	2,500

Fiyat adımları baz fiyata bağlı olmaksızın ilgili fiyat seviyesine göre belirlenir. Örneğin, bir payın baz fiyatı 48,90 TL olsun. Bu fiyat, 20–49,999 TL aralığına girdiği için fiyat adımı 0,02 TL'dir. Seans süresince yatırımcılar 48,90 TL seviyesinin üzerinde emir girmek isterse, fiyat 49,98 TL'ye kadar 2 kuruşluk adımlarla ilerler (48,92 – 48,94 – 48,96 – 48,98 – 49,00 ... 49,98 gibi). Ancak fiyat 50,00 TL seviyesine ulaşırsa, artık bir üst fiyat aralığına geçilmiş olur ve bu seviyeden sonra fiyat adımı 0,05 TL olarak uygulanır. Dolayısıyla yatırımcıların 50,00 TL üzerinde emir girebilmesi için emir fiyatlarını

50,05 – 50,10 – 50,15 şeklinde, yeni fiyat adımına uygun olarak iletmeleri gerekecektir. Bu değişiklik, baz fiyatın hangi seviyede olduğundan bağımsızdır; önemli olan emrin hangi fiyat aralığına girdiğidir.

4.4.1.5. Referans Fiyat

Özsermaye hâlleri sonucunda ortaklık paylarının veya yeni pay alma haklarının ilgili Borsa düzenlemesi kapsamında belirtilen esaslara ve yöntemlere göre hesaplanan ancak payların veya yeni pay alma haklarının işlem görebileceği en üst ve en alt fiyat limitlerinin belirlenmesine esas teşkil etmeyen, fiyat tescili yapıncaya kadar yatırımcılar tarafından referans değer olarak kullanılması amaçlanan fiyattır.

4.4.1.6. Fiyat Değişme Sınırları (Fiyat Marjı ve Fiyat Limitleri)

Baz fiyat yöntemine göre işlem gören her sermaye piyasası aracı için seans sırasında tek fiyat veya sürekli işlem yöntemine göre oluşan fiyatlar bu düzenlemede tanımlanan baz fiyattan;

- Paylarda Yıldız Pazar'da $\pm\%20$ 'den, Ana Pazar'da $\pm\%15$ 'ten; Alt Pazar, YİP ve PÖİP'te $\pm\%10$ 'dan,
- Yeni pay alma haklarında $\pm\%50$ 'den,

farklı olamaz.

Fiyat değişim sınırları hesaplanırken yuvarlama, işlem yapılabilecek fiyat aralığını daraltıcı şekilde içeri doğru yapılır. Buna göre; üst fiyat limiti bulunurken aşağı adıma, alt fiyat limiti bulunurken yukarı adıma yuvarlama yapılır.

Kapanış seansında uygulanan ve sürekli işlem bölümünde gerçekleşen son işlem fiyatı üzerine $\pm\%3$ olarak uygulanır.

Örneğin, Alt Pazar'da işlem gören bir payın baz fiyatı 32,46 TL olsun. Alt Pazar'da fiyat değişim sınırı $\pm\%10$ olduğundan, teorik fiyat aralığı $32,46 \times \%10 = 3,246$ TL üzerinden hesaplanır. Bu durumda teorik alt limit $32,46 - 3,246 = 29,214$ TL, teorik üst limit ise $32,46 + 3,246 = 35,706$ TL olur. Ancak fiyat değişim sınırları belirlenirken yuvarlama işlem yapılabilecek fiyat aralığını daraltıcı şekilde "içeri" yapılır. Bu nedenle üst sınır belirlenirken ilgili fiyat aralığındaki fiyat adımına göre bir alt kademeye; alt sınır belirlenirken ise bir üst kademeye yuvarlama yapılır. Dolayısıyla 35,706 TL üst limiti, 30–49,999 TL aralığında geçerli fiyat adımının 0,02 TL olması nedeniyle 35,70 TL'ye; 29,214 TL alt limiti ise aynı fiyat adımı kuralı gereği 29,22 TL seviyesine yuvarlanır. Böylece Alt Pazar'da söz konusu pay için işlem yapılabilecek nihai fiyat aralığı 29,22 TL – 35,70 TL olarak belirlenmiş olur.

Borsa İstanbul tarafından yapılan 2020/20 sayılı duyuruya göre, 3/03/2020 tarihinden itibaren ikinci bir duyuruya kadar geçerli olmak üzere bazı düzenlemelerin yapılmasına karar verilmiştir. Bu kapsamda, Yıldız Pazar ve Ana Pazar tüm gruplarında işlem gören paylarda uygulanan fiyat marjının $\%10$ 'a düşürülmesi kararlaştırılmıştır.

4.5. Seans Saatleri

Pay Piyasası bünyesinde yer alan sermaye piyasası araçlarının alım satım işlemlerinin gerçekleştirilmesi için belirlenen zaman dilimi seans olarak adlandırılır. Borsa Yönetim Kurulu sermaye piyasası aracı, işlem türü veya işlem yöntemi bazında farklı sürelerde farklı seanslar yapılmasına karar verebilir.

Sürekli İşlem Yöntemi uygulanan paylara ilişkin tam gün seans bilgilerine aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 4: Sürekli İşlem Yöntemi uygulanan paylara ilişkin tam gün seans bilgileri

SEANSIN BÖLÜMLERİ	SAATLER
a) Açılış	09:40 – 10:00
i) Emir Toplama Süreci	09:40 – 09:55
ii) Açılış Fiyatının Belirlenmesi	09:55 (+)**
b) Sürekli İşlem Bölümü	10:00 – 18:00
c) Kapanış	18:00 – 18:07
i) Kapanış Marj Yayını	18:00 – 18:01
ii) Emir Toplama	18:01 – 18:05
iii) Kapanış Fiyatının Belirlenmesi	18:05 (+)**
ç) Kapanış Fiyatından / Tek Fiyattan İşlemler Bölümü	18:07 – 18:10
i) Marj Yayını	18:07 – 18:08
ii) Kapanış Fiyatından / Tek Fiyattan İşlemler	18:08 – 18:10
Birincil Piyasa İşlemleri	10:30 – 13:00

** : (+) İşlemlerin tamamlanmasına bağlı olarak değişebilecek bir saati ifade eder.

Tek Fiyat İşlem Yöntemi uygulanan paylara ilişkin tam gün seans bilgilerine aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 5: Tek Fiyat İşlem Yöntemi uygulanan paylara ilişkin tam gün seans bilgileri

Tek Fiyat Süreçleri	Tek Fiyat Bölümü	Emir Toplama	Fiyat Belirleme ve İşlemler
1. Tek Fiyat (Açılış Seansı)	09:40 – 10:00	09:40 – 09:55 (+)*	09:55 (+)**
2. Tek Fiyat	10:00 – 13:00	10:00 – 12:55	12:55 (+)**
3. Tek Fiyat (Gün Ortası)	13:00 – 14:00	13:00 – 13:55	13:55 (+)**
4. Tek Fiyat	14:00 – 18:00	14:00 – 17:55	17:55 (+)**
5. Tek Fiyat (Kapanış Seansı)	18:01 – 18:07	18:01 – 18:05	18:05 (+)**
6. Kapanış Fiyatından/Tek Fiyattan İşlemler Bölümü		18:08 – 18:10	

(+)*: Emir toplama aşamasını takip eden eşleştirme aşaması 30 saniye içinde herhangi bir anda başlayacak ve bu süreye kadar emir girişi devam edecektir.

(+)**: İşlemlerin tamamlanmasına bağlı olarak değişebilecek bir saati ifade eder.

Yarım iş günlerine ilişkin seans bilgilerine aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 6: Yarım iş günlerine ilişkin seans bilgileri

SEANSIN BÖLÜMLERİ	SAATLER
a) Açılış	09:40 – 10:00
i) Emir Toplama Süreci	09:40 – 09:55
ii) Açılış Fiyatının Belirlenmesi	09:55 (+)**
b) Sürekli İşlem Bölümü	10:00 – 12:30
c) Tek Fiyat Bölümü	10:00 – 12:30
i) Emir Toplama	10:00 – 12:25
ii) Tek Fiyatın Belirlenmesi	12:25 (+)**
ç) Kapanış	12:30 – 12:37
i) Kapanış Marj Yayını	12:30 – 12:31
ii) Emir Toplama	12:31 – 12:35
iii) Kapanış Fiyatının Belirlenmesi	12:35 (+)**
d) Kapanış Fiyatından / Tek Fiyattan İşlemler Bölümü	12:37 – 12:40
i) Marj Yayını	12:37 – 12:38
ii) Kapanış Fiyatından / Tek Fiyattan İşlemler	12:38 – 12:40

** : (+) İşlemlerin tamamlanmasına bağlı olarak değişebilecek bir saati ifade eder.

4.6. İşlem Yöntemleri

PÖİP ve YİP’te işlem gören paylar ile Borsa Genel Müdürlüğünce geçici veya sürekli olarak tek fiyat yöntemiyle işlem görmesi kararlaştırılan sermaye piyasası araçları için Tek Fiyat İşlem Yöntemi uygulanmaktadır. Yıldız Pazar, Ana Pazar, Alt Pazar ve Girişim Sermayesi Pazarında (GSP) işlem gören paylar için ise sürekli işlem yöntemi uygulanmaktadır.

Sürekli İşlem Yöntemi uygulanan payların seansında, Açılış, Sürekli İşlem Bölümü, Kapanış, Kapanış Fiyatından İşlemler olmak üzere 4 bölüm bulunmaktadır. Açılış, Kapanış, Kapanış Fiyatından İşlemler bölümleri esasen Tek Fiyat İşlem Yöntemi uygulanan paylar ile aynı olup, farklılaşma açılış kapanış bölümleri arasında sürekli işlem yöntemi uygulanıyor olmasından kaynaklanmaktadır.

Tek fiyat işlem yönteminin uygulandığı sermaye piyasası araçlarında her seans açılış ve kapanış seansları da dâhil olmak üzere günde 5 kez fiyat belirlenir ve işlemler belirlenen bu fiyatlar ile gerçekleştirilir.

4.6.1. Sürekli İşlem Yöntemi

Sürekli işlem yöntemi, bir sermaye piyasası aracı için sisteme iletilen emirlerin Borsa tarafından belirlenen işlem süreleri boyunca sürekli bir şekilde, öncelik ve işlem kurallarına uygun olarak farklı fiyat seviyelerinden eşleştirilmesi yöntemidir. Sürekli işlem yöntemi, “Çok Fiyat Yöntemi” olarak da adlandırılmaktadır.

Bu yöntemin uygulamasında ilgili enstrümanda, üyelerin alış ve satış emirlerinin ve gerçekleşen işlemlerin ilgililerin izleyebileceği biçimde gösterilmesi esastır. Sürekli işlem yönteminde alım satım emirlerinin sisteme girişi, eşleştirilmesi ile emir ve işlem bilgilerinin gösterilmesine ilişkin uygulama aşağıdaki esaslar çerçevesinde yürütülür:

- a) Alım satım emirleri belirlenmiş kurallar çerçevesinde sisteme iletilir.
- b) Emir girişlerinde miktar veya tutar olarak Borsa Yönetim Kurulunca getirilen azami sınırlara uyulur.
- c) Emirler, sisteme iletdikleri andan itibaren öncelik kurallarına göre işlem görebilir.
- ç) Üyeler, daha önce başka üyeler tarafından sisteme girilmiş olan emirler üzerinde tamamen veya kısmen işlem gerçekleştirebilir.

4.6.2. Tek Fiyat Yöntemi

Bir sermaye piyasası aracı için sisteme iletilen emirlerin Borsa tarafından belirlenen zaman dilimleri boyunca toplanarak gün içinde bir kere veya birden fazla kez tekrar edilmek suretiyle en çok işlem miktarını gerçekleştirecek şekilde ve öncelik kurallarına uygun olarak belirlenen tek bir işlem fiyatından eşleştirilmesi yöntemidir.

4.6.2.1. Tek Fiyat İşlem Yöntemi İşleyiş Esasları

Tek fiyat yöntemi, belirli bir zaman dilimi boyunca emirlerin eşleştirme yapılmaksızın sisteme kabul edilip, bu süre sonunda en yüksek miktarda işlemin gerçekleşmesini sağlayan fiyat seviyesinin hesaplandığı, tüm işlemlerin bu fiyat seviyesinden gerçekleştiği işlem yöntemidir.

Tek fiyat yönteminde alım satım emirlerinin sisteme girişi, eşleştirilmesi ile emir ve işlem bilgilerinin gösterilmesine ilişkin uygulama aşağıdaki esaslar çerçevesinde yürütülür:

- a) Alım satım emirleri belirlenmiş kurallar çerçevesinde sisteme iletilir.

b) Emir girişlerinde, miktar veya tutar olarak Borsa Yönetim Kurulunca getirilen azami sınırlara uyulur.

c) Emir toplama süresi boyunca, işlem gerçekleşmez.

ç) Emir toplama süresi boyunca, sisteme iletilen emirlerin iptal edilmesi ve değiştirilmesi mümkündür.

d) Emir toplama sona erdikten sonra en çok işlem miktarının gerçekleşmesini sağlayan tek fiyat belirlenir ve ilan edilir. İlgili emir toplama süresine tekabül eden tüm işlemler, bu fiyat üzerinden öncelik kurallarına göre gerçekleştirilir.

4.6.2.1.1. Tek Fiyat İşlem Yönteminde Süreçler

Temel olarak iki bölümden oluşur: Emir Toplama ve Fiyat Belirleme.

Emir Toplama Aşaması

Emir toplama aşamasında, tüm alım-satım emirleri sistemde toplanır ve bu dönemde üyeler yalnızca kendi emirlerini görebilir. Emir defteri ekranında kendi emirlerine ait detayları, fiyat bilgisi ekranında ise denge fiyatı, denge miktarı ve kalan emir miktarı gibi sınırlı bilgileri izleyebilirler. Ancak fiyat derinliği veya diğer üyelerin emirleri görünmez. Baş temsilci yetkisine sahip kullanıcılar, kendi kurumlarına ait tüm emirleri görüntüleyip üzerinde işlem yapabilir. Emir toplama süreci açılış, gün ortası, tek fiyat ve kapanış aşamalarında uygulanır. Tek fiyat yöntemiyle işlem gören menkul kıymetlerde derinlik bilgisi paylaşılmaz, yalnızca teorik eşleşme fiyatı, bu fiyat üzerinden gerçekleşebilecek işlem miktarı ve varsa kalan emir miktarı gösterilir.

Emir toplama aşaması, seans başlamadan önce emirlerin sisteme iletilip fiyat-zaman önceliğine göre sıralandığı dönemdir. Bu aşamada emirler yalnızca toplanır, henüz eşleştirme yapılmaz. Emir sahipleri bu süreçte fiyatı iyileştirebilir, kötüleştirebilir, miktarı azaltabilir veya artırabilir. Ancak fiyatın değiştirilmesi ya da miktarın artırılması durumunda emrin önceliği değişir. Emirler iptal edilebilir fakat paylarda açılış seansının son beş dakikasında emir iptali, fiyat kötüleştirme ve miktar azaltımı yapılamaz. Bu sürenin sonuna, sistemin rastlantısal olarak belirlediği en fazla otuz saniyelik ek süre ilave edilir.

Açığa satış yapılmasına izin verilen sıralarda, açılış seansı dışında açığa satış emri girilebilir. Emir toplama sonunda, teorik olarak oluşan denge fiyatı, bu fiyattan gerçekleşebilecek işlem miktarı ve karşılanamayan emir miktarları yayımlanır. Seansın başladığını belirten sistem mesajı gönderilir. Açılış ve kapanış bölümleri dışında özel işlem bildirimi yapılabilir.

Bu aşamada kullanılabilecek emir türleri; limit, piyasa, piyasadan limite, kalanını iptal et ve dengeleyici emirlerdir. Ancak Yıldız ve Ana Pazar dışındaki paylarda açılış seansında piyasa ve piyasadan limite emir girilmesine izin verilmez. Emir toplama süresi belirli bir zaman aralığında rastlantısal bir anda sona erer ve eşleştirme aşaması otuz saniye içinde herhangi bir anda başlayabilir. Eşleştirme başlayana kadar emir girişi devam eder.

Fiyat Belirleme Aşaması

Emir toplama sürecinin ardından, sistemdeki alım ve satım emirleri değerlendirilerek işlem fiyatı belirlenir ve uygun emirler eşleştirilir. Böylece işlemler gerçekleşmiş olur. Bu aşama en fazla 5 dakika sürer ancak genellikle işlem yoğunluğuna bağlı olarak ortalama 1 dakika içinde tamamlanır. Aynı seans içinde tek fiyat belirleme sürecinde işlem görmeyen ve geçerliliği devam eden emirler bir sonraki tek fiyat sürecine aktarılır. Bu aşamada sisteme yeni emir girilemez, mevcut emirlerde değişiklik veya iptal yapılamaz ve özel işlem bildirimi gönderilemez. Eşleştirme işlemi, önceden belirlenmiş zaman aralığının ilk 30 saniyesinde rastgele başlar. Ancak devre kesici sonrası yapılan eşleştirmelerde bu

rastlantısallık uygulanmaz, işlemler belirlenen saatte başlar. Eşleştirme tamamlandığında, oluşan işlem fiyatları ve kalan emir bilgileri emir derinliği ekranında birer kademe olarak yayımlanır.

4.6.2.2. Açılış Seansı ve Açılış Fiyatı

Açılış seansı, Borsaya iletilen emirlerin seans başlangıcında eşleştirilerek açılış fiyatının tespit edildiği zaman dilimidir.

4.6.2.2.1. Açılış Seansı İşleyiş Esasları

Açılış seansı, belirli bir süre boyunca emirlerin sisteme girildiği ancak bu süre içinde eşleşme yapılmadığı özel bir seans türüdür. Bu sürenin sonunda, en fazla miktarda işlemin gerçekleşmesini sağlayan tek bir fiyat seviyesi hesaplanır ve tüm işlemler bu “Açılış Seansı Fiyatı” üzerinden gerçekleştirilir. Başka bir deyişle, seans sonunda piyasada tek bir fiyat oluşur ve tüm alım-satım işlemleri bu fiyattan yapılır. Bu uygulama, piyasanın güne düzenli bir fiyatla başlamasını sağlar. Açılış seansında da tek fiyat yönteminde geçerli olan “Emir Toplama” ve “Fiyat Belirleme” aşamaları uygulanır. Emirlerin değiştirilmesi veya iptal edilmesi konusundaki kurallar da emir toplama aşamasındaki esaslara göre yürütülür. Seansa, bir önceki işlem gününün kapanış fiyatı baz fiyat olarak alınarak başlanır. Fiyat marjları da bu baz fiyat üzerinden hesaplanır. Belirlenen baz fiyat ve fiyat marjları, açılış seansında ve onu izleyen tek fiyat aşamasında geçerliliğini korur.

Açılış Fiyatı Hesaplaması Algoritması

- 1) En çok işlem miktarının gerçekleşmesini sağlayan fiyat açılış fiyatıdır. En fazla işlemi gerçekleştirecek birden fazla fiyat seviyesi varsa;
- 2) İşlem sonrası açılış fiyatı seviyesinde artı kalan emir miktarının en az olmasını sağlayan fiyat açılış fiyatı olarak belirlenir. Bu iki koşulu sağlayan birden fazla fiyat seviyesi varsa;
- 3) Piyasa yönüne bakılır. Alış ağırlıklı ise yüksek olan fiyat, satış ağırlıklı ise düşük olan fiyat açılış fiyatı olarak belirlenir. Bu üç koşulu sağlayan birden fazla fiyat seviyesi varsa;
- 4) Referans fiyata en yakın olan fiyat açılış fiyatı olarak belirlenir.

Referans Fiyat:

- Son işlem fiyatı,
- Kapanış fiyatı,
- Borsa tarafından belirlenen fiyattan en son belirlenendir.

Açılış fiyatı hesaplamasında:

- limit emirler
 - piyasa emirler,
 - piyasadan limite emirler,
 - kalanı iptal et (KİE) emirler,
 - rezerv emirler ve
 - kotasyonlar
- dikkate alınır.²³
- küsurat,
 - hepsi ya da hiçbiri (*),

²³ 15/09/2023 tarihli ve 2023/19885 sayılı Duyuru ile beraber 25/09/2023 tarihi itibarıyla geçerli olmak üzere, Yıldız Pazarda, Ana Pazarda ve açılış seansına dahil olan pay dışındaki sermaye piyasası araçlarında açılış seansında piyasa ve piyasadan limite emir türleri ile emir girilebilir.

- gerçekleşmezse iptal et,
 - gösterge emirler (*),
 - dengeleyici emirler,
 - tetiklenmemiş stop ve stop limit emirler (*)
- hesaplamaya dâhil edilmez.

Sırada fiyatları uyuşan emirler olmadığında ya da sadece piyasa emirleri bulunduğu anda açılış fiyatı hesaplanmaz.

Hiç emir olmayan, fiyat adımına uygun bir fiyat kademesi de açılış fiyatı olabilir.

Örnekler

Aşağıdaki örneklerde açılış fiyatı hesaplanırken:

“Alış Tarafı Toplam Miktar” ve “Satış Tarafı Toplam Miktar” sütunlarındaki rakamlar her bir fiyat seviyesindeki toplam emir miktarlarının en iyi fiyattan en kötü fiyata doğru, diğer bir ifadeyle alış tarafı için en yüksek fiyattan en düşük fiyata; satış tarafı için ise en düşük fiyattan en yüksek fiyata doğru toplanması sonucu bulunmaktadır. Bu sütunların işlevi, açılış fiyatı olarak seçilen herhangi bir fiyat seviyesinden kaç lot işlem olabileceğinin hesaplanabilmesini sağlamaktır. Alış tarafı için, seçilen fiyat ve daha yüksek fiyatlardaki emirlerin miktarlarının, satış tarafı için ise seçilen fiyat ve daha düşük fiyatlardaki emir miktarlarının toplanması suretiyle hesaplanır. MKT (Market Order) “piyasa emri”ni ifade etmektedir.

Örnek 1:

Bir payda açılış seansında girilen emirler şu şekildedir:

Alış Tarafı		Fiyat	Satış Tarafı		İşlem Miktar	Kalan	
Toplam Miktar	Emir Miktarı		Emir Miktarı	Toplam Miktar		Miktar	Taraf
10	10	MKT		150	10	140	Satış
10		20,5	10	150	10	140	Satış
10		20,4	20	140	10	130	Satış
40	30	20,3	40	120	40	80	Satış
55	15	20,2	15	80	55	25	Satış
60	5	20,1	20	65	60	5	Satış
80	20	20	5	45	45	35	Alış
105	25	19,9	30	40	40	65	Alış
125	20	19,8		10	10	115	Alış
135	10	19,7		10	10	125	Alış
135		MKT	10	10	10	125	Alış

En çok işlemin gerçekleşebileceği tek fiyat seviyesi olduğundan, eşleşme sonrası 60 lot 20,10 fiyat seviyesinde işleme dönüşecektir.

Örnek 2:

Bir payda açılış seansında girilen emirler şu şekildedir:

Alış Tarafı		Fiyat	Satış Tarafı		İşlem Miktar	Kalan	
Toplam Miktar	Emir Miktarı		Emir Miktarı	Toplam Miktar		Miktar	Taraf
10	10	MKT		115	10	105	Satış
10		20,5	10	115	10	105	Satış
10		20,4	10	105	10	95	Satış
40	30	20,3	15	95	40	55	Satış
55	15	20,2	15	80	55	25	Satış
60	5	20,1	5	65	60	5	Satış

80	20	20	20	60	60	20	Alış
95	15	19,9	30	40	40	55	Alış
105	10	19,8		10	10	95	Alış
110	5	19,7		10	10	100	Alış
110		MKT	10	10	10	100	Alış

En fazla işlem şartını sağlayan iki fiyat seviyesi bulunduğundan arta kalan tutarın minimum olduğu fiyat seviyesi denge fiyatı olarak belirlenir. En çok işlemin gerçekleşebileceği 20,00 ve 20,10 fiyat seviyelerinden 20,10 fiyat seviyesinde arta kalan miktar daha az olduğundan denge fiyatı 20,10 olarak belirlenir ve 60 lot işlem gerçekleşir.

Emirlerin İşlem Görme Sırası²⁴

1. Piyasa emirleri
2. Piyasadan limite emirler (*)
3. Limit fiyatlı emirler
4. Dengeleyici emirler

(*) Piyasa emirleri ile piyasadan limite emirler arasında zaman önceliğine bakılır.

Tek fiyat yönteminde girilen piyasa emirlerinin limit fiyatlı emirlere göre fiyat öncelikleri bulunmakla beraber piyasa emirleri kendi aralarında zaman önceliğine göre değerlendirilirler. Piyasa emirleri, belirlenen denge fiyatı üzerinden eşleştikten sonra varsa pasifte kalan piyasa emirleri limit fiyatlı emirler ile yine denge fiyatı üzerinden eşleşirler. Piyasa emirleri eşleştikten sonra pasifte kalan limit fiyatlı emirlerin bulunması durumunda, bu limit fiyatlı emirler kendi aralarında eşleşirler.

Açılış fiyatından daha “iyi” fiyat seviyelerindeki limit fiyatlı emirler (alışta daha yüksek, satışta daha düşük fiyatlı emirler) ve açılış fiyatı seviyesindeki limit fiyatlı emirler, önce fiyat sonra zaman önceliği dikkate alınarak açılış fiyatından eşleşerek işlem görür. Bir tarafta açılış fiyatı seviyesinde bekleyen limit fiyatlı emirler kalmasına rağmen karşı tarafta eşleşebilecek fiyat seviyesinde limit fiyatlı emrin bulunmadığı durumda, bu limit fiyatlı emirler karşı taraftaki dengeleyici emirler ile eşleşerek işlem görür.

Dengeleyici emirler, açılış ve kapanış seansları da dâhil olmak üzere tek fiyat yöntemi uygulanan tüm seans bölümlerinde, fiyat belirleme sürecinde hesaba katılmayan ancak belirlenen eşleşme fiyatı seviyesinde karşılanmadan kalan emirler ile işlem yapmak üzere girilen emirlerdir.

Dengeleyici emirler arasındaki öncelik sıralaması emrin sisteme giriş zamanına göre belirlenir. Her iki tarafta da açılış fiyatı seviyesindeki limit fiyatlı emirlerin tükenmesinin ardından, alış ve satış tarafındaki dengeleyici emirler birbirleri ile karşılaşılarak açılış fiyatından işleme dönüşürler. Herhangi bir eşleşme işlemine konu olmayan dengeleyici emirler iptal edilirler.

4.6.2.3. Kapanış Seansı ve Kapanış Fiyatı

Kapanış seansı, bu seansın başladığı ana kadar gerçekleşmemiş emirler ile bu bölümde girilen yeni emirlerin kapanış fiyatını belirlemeye yönelik olarak eşleştirildiği zaman dilimidir. Seans kapanış fiyatı, o seansta Borsa kaydına alınan en son fiyattır.

²⁴ 15/09/2023 tarihli ve 2023/19885 sayılı Duyuru ile beraber 25/09/2023 tarihi itibarıyla geçerli olmak üzere, Yıldız Pazarda, Ana Pazarda ve açılış seansına dahil olan pay dışındaki sermaye piyasası araçlarında açılış seansında piyasa ve piyasadan limite emir türleri ile emir girilebilir.

4.6.2.3.1. Kapanış Seansı İşleyiş Esasları

Kapanış seansı, normal seans sonunda, sistemde kalan emirlerin belirli bir süre boyunca yeniden değerlendirilmesine imkân tanıyan özel bir seans bölümüdür. Bu sürede, önceki emirler sisteme aktarılır ve yeni emirler de eklenebilir ancak bu aşamada henüz herhangi bir eşleşme gerçekleşmez. Süre sonunda, piyasadaki en yüksek işlem hacmini sağlayacak tek bir fiyat seviyesi belirlenir ve tüm işlemler bu fiyat üzerinden yapılır. Bu fiyat, “Kapanış Seansı Fiyatı” olarak adlandırılır.

Kapanış Seansında Süreçler

Kapanış seansında, tek fiyat yönteminde uygulanan Emir Toplama ve Fiyat Belirleme aşamaları aynı şekilde geçerlidir. Kapanış seansı, bu aşamalardan önce yeni fiyat marjlarının hesaplanması ve gerekli teknik işlemlerin tamamlanmasıyla başlar.

Emir Toplama Aşaması

Bekleyen pasif emirlere ilaveten, yeni alış ve satış emirlerinin Sisteme iletildiği aşamadır. Bu aşama süresince emirler eşleştirilmez (işlem gerçekleşmez). Bu aşamada Sisteme iletilen emirlerin fiyatları sermaye piyasası aracındaki normal emir dosyasında gerçekleşen son işlemin fiyatına göre belirlenmiş olan fiyat marjı içinde olabilir.

Kapanış seansında bir sermaye piyasası aracına girilen emirlerin fiyatları sermaye piyasası aracında gerçekleşen son normal emir işlem fiyatının $\pm\%3$ 'ünden daha fazla farklı olamaz. Bir sermaye piyasası aracı için o seans hesaplanan baz fiyata göre belirlenmiş fiyat değişim sınırlarının dışında bir fiyattan kapanış seansında emir girilmesine izin verilmemektedir. Marjın $\pm\%20$ olduğu bir örnekte; bir payda o seans için baz fiyatının 3,00, fiyat değişim sınırlarının ise 2,40-3,60 olduğu düşünüldüğünde; bu payın kapanış seansı başlangıcı öncesindeki son işlem fiyatı 3,58 ise ilgili payda kapanış seansında $\%3$ marj kapsamında girilebilecek minimum emir fiyatı 3,48, maksimum emir fiyatı ise 3,60 olabilecektir.

İletilmiş emirler mevcut kurallar dâhilinde değiştirilebilir, iptal edilebilir. Seansın kapanış seansı emir toplama aşaması öncesindeki bölümlerinde girilmiş emirlerden kapanış seansı için belirlenmiş olan marjın dışında kalan ve kapanış seansına aktarılmış olan emirler iptal edilebilir veya fiyatları kapanış seansı fiyat marjları içine çekilerek bu emirlerde fiyat / miktar değişikliği yapılabilir.

Kapanış Fiyatı Belirleme Aşaması

Yukarıda tek fiyat yönteminde belirtilen fiyat belirleme aşamaları, kapanış seansında da geçerlidir.

Bu aşamada, kapanış seansında emir toplanmış olan işlem sıralarında kapanış fiyatı belirlenir. Kapanış fiyatı, açılış fiyatı belirleme sistematigi ile aynıdır.

Bu aşamanın sonunda, Sistem, kapanış fiyatından işlemler aşamasına hazır hâle gelir. Kapanış seansı öncesinde ve kapanış seansında girilmiş ancak işlem görmemiş tüm emirler kapanış fiyatından işlemler aşaması marjı dışında olsalar dahi kapanış fiyatından işlemler aşamasına aktarılır.

4.6.2.4. Kapanış Fiyatından İşlemler

Kapanış seansında belirlenmiş olan fiyat (veya kapanış seansında gerçekleşen işlemin olmaması hâlinde son işlem fiyatı) ile sınırlı olmak üzere Sisteme yeni emirlerin girilebileceği ve girilen yeni emirlerin Sistemde kapanış seansında işlem görmediği için bu aşamaya aktarılmış kapanış seansı/son işlem fiyatından beklemekte olan pasif emirlerle veya bu aşamada girilen emirlerle öncelik kuralları çerçevesinde karşılaşılarak işlemlerin gerçekleştirileceği son aşamadır.

2 dakika süren bu aşamada, sadece o ana kadar işlem görmüş olan kıymetlere emir girilebilir. Sisteme girilebilecek yeni alış ve satış emirleri sadece belirlenmiş kapanış/son işlem fiyatından olabilir ve aynı fiyattaki bir pasif emir ile karşılaşması hâlinde öncelik sırasına göre işleme dönüşür, işlem görmemesi hâlinde öncelik kuralları çerçevesinde pasif emir olarak bekler.

Bu aşamada girilen emirlerin fiyatları değiştirilemez ancak miktarları artırılıp azaltılabilir veya emirler iptal edilebilir.

Kapanış fiyatından işlemler aşaması öncesinde girilerek bu aşamaya aktarılmış emirlerden;

- Kapanış seansı/son işlem fiyatına eşit olanların fiyatları değiştirilemez ancak miktarları azaltılıp arttırılabilir veya iptal edilebilir,
- Kapanış seansı/son işlem fiyatından farklı fiyatta bekleyen emirlerin miktarları azaltılabilir fakat arttırılamaz ancak bu emirler iptal edilebilir veya fiyatları sadece kapanış seansı/son işlem fiyatına değiştirilebilir.

Kapanış fiyatından işlemler aşamasında limit fiyatlı emirler (KİE ve açığa satış) girilebilir ve özel işlem bildirimi yapılabilir. Bu emir türlerinde de emir fiyatı son işlem fiyatı olmak zorundadır. Seansın hiçbir aşamasında işlem gerçekleşmemiş olan kıymetlerde kapanış/son işlem fiyatından işlemler aşamasında emir girilemez, bekleyen emirler üzerinde değişiklik yapılamaz.

4.7. Devre Kesiciler

4.7.1. Pay Bazında Devre Kesici Sistemi

Bir payda işlemler seansın sürekli işlem bölümünde çok fiyat yöntemiyle yürütülürken, fiyatın belirli bir referans değere göre Borsa tarafından belirlenen eşik oranlara ulaşması veya bu oranları aşması durumunda, ilgili payın işlemleri geçici olarak durdurulur ve emir toplama aşamasına geçilir. Bu aşamada, payın yeni fiyatı tek fiyat yöntemiyle belirlenir. Tek fiyat yöntemi süreci tamamlandıktan sonra, pay tekrar seansın sürekli işlem bölümüne alınır ve işlemler çok fiyat yöntemiyle devam eder.

Pay bazında devre kesici uygulamasında şu esaslar geçerlidir:

- Devre kesici sadece paylar için uygulanır.
- Uygulama yalnızca seansın sürekli işlem yöntemiyle yürütülen bölümlerinde devreye girer.
- Devre kesici referans fiyatı, en son tek fiyat yöntemiyle belirlenen fiyat (örneğin açılış seansı, tekil açılış veya önceki devre kesici seansı sırasında oluşan fiyat) ya da ilgili payın baz fiyatıdır. Bu iki fiyat arasından en son güncellenen fiyat, referans fiyat olarak alınır.
- Referans fiyata, o pazarda geçerli olan marj uygulanarak devre kesici fiyat limitleri belirlenir.
- Bu limitler dahilinde işlemler normal şekilde devam eder; ancak fiyat limitini aşacak bir emir geldiğinde, bu emrin işlem görmesine izin verilmez. Emir limit dışında işlem yaratacaksa devre kesici devreye girer. Emir kısmen gerçekleşmişse, kalan kısmı iptal edilir.

Yıldız Pazar, Ana Pazar, Alt Pazar ve Girişim Sermayesi Pazarı'nda devre kesici çalıştığında, ilgili payda 10 dakikalık emir toplama aşamasına geçilir. Bu aşamada, açılış veya kapanış seanslarında olduğu gibi teorik fiyat ve işlem miktarı ekranda gösterilir. Emir toplama süresinin ardından 2 dakikalık bir eşleşme süreci başlar.

Eşleştirme aşaması, seans durumu içinde 30 saniyelik rastlantısal bir zaman aralığında başlar. Bu süre zarfında emir girişi devam eder ve eşleştirme süreci başlamadan hemen önce sona erer.

Emir toplama ve eşleşme tamamlandıktan sonra, payda işlemler normal şekilde devam eder. Devre kesici uygulamasının başladığı sırada açığa satış yapılabilen paylarda ise, seansın geri kalanında yukarı adım kuralı uygulanır.

Yıldız Pazar, Ana Pazar, Alt Pazar ve Girişim Sermayesi Pazarı'nda işlem gören paylarda, seansın kapanış bölümüne 15 dakikadan az bir süre kalmışken (yani 17:45 – 18:00 arasında) devre kesici devreye girerse, normalde 10 dakika olan emir toplama süresi 15 dakikaya uzatılır. Bu durumda, ilgili sırada eşleştirme yapılmadan emir toplama süreci kapanış seansının emir toplama aşamasına kadar devam eder. Eşleştirme işlemi, kapanış seansının emir toplama süresi sona erdiğinde gerçekleştirilir.

Ayrıca, bir payda devre kesici çalışması diğer ilişkili sıralardaki işlemleri etkilemez. Yani ana payda devre kesici devreye girse bile, bu payla bağlantılı yeni pay alma hakkı, varant veya temerrüt sıralarında işlemler sürekli işlem yöntemiyle kesintisiz devam eder. Örneğin, GARAN.E sırasında devre kesici çalışıp sıra tek fiyat emir toplamaya geçtiğinde, buna bağlı GARAN.R ve GADAA.V sıralarındaki işlemler normal biçimde sürer.

4.7.2. Endekse Bağlı Devre Kesici Sistemi (EBDKS)

BIST 100 Endeksinin gün içerisinde önceki günün kapanışına göre %6 veya daha fazla düşmesi halinde EBDKS devreye girer ve Pay Piyasası'nda işlemler geçici olarak durdurulur. EBDKS uygulaması kapsamında referans olarak alınacak endeks, değişim yönü ve oranları gelişen şartlara göre önceden duyurulmak suretiyle Borsa tarafından değiştirilebilir.

EBDKS devreye girdiğinde, paylarda işlemler 10 dakika süreyle durdurulur. Eğer sistem devreye girdiğinde bu sıralar tek fiyat işlem yöntemindeyse, emirlerin eşleştirilip işlemler tamamlandıktan sonra durdurma gerçekleşir. Bu sırada emir iptali veya değişikliği yapılamaz.

10 dakikalık durdurma süresi bittikten sonra;

- Sürekli işlem yöntemiyle işlem gören sıralarda 5 dakika boyunca tek fiyat emir toplama yapılır. Ardından 5 dakika içinde eşleştirme gerçekleştirilir ve işlem fiyatı belirlenerek ilan edilir.
- Tek fiyat işlem yöntemiyle işlem gören paylarda en az 10 dakika sürecek yeni bir tek fiyat emir toplama seansı yapılır, ardından seans akışı kaldığı yerden devam eder.
- Emir toplama süresi, eşleştirme aşamasına geçilmeden önce 30 saniyelik rastgele bir zamanda sona erer. Eşleştirme başlamadan önce emir girişi yapılmaya devam edilebilir.

EBDKS, Pay Piyasası'nda sürekli işlem seansının bitimine son 30 dakika kala (17:30–18:00 arasında) devreye girerse, işlemler kapanış seansı başlayana kadar (18:00'e kadar) durdurulur. Kapanış seansına dahil olan sıralarda işlemler kapanış seansı ile devam eder.

EBDKS kapsamında belirlenen %6'lık düşüş eşiği gün içinde ikinci kez aşılsa devre kesici tekrar çalışmaz. Ayrıca sistem, sürekli işlem seansının bitiminden sonra (18:00'den sonra) devreye girmez.

Gerekli görüldüğünde, Genel Müdür piyasa koşullarına bağlı olarak sermaye piyasası aracı, pazar veya piyasa genelinde geçerli olmak üzere devre kesiciyi tetikleyecek oranları, referans endeksi ya da devre kesiciyi devreye sokacak endeks değişim oranlarını resen değiştirebilir veya tamamen kaldırabilir.

4.8. Emir Tipleri ve Kuralları

4.8.1. Emir Tipleri

BISTECH Sistemi'nde Pay Piyasası'na iletebilecek emir tiplerine aşağıda yer verilmektedir. Emir tiplerine ilişkin örnekler, Borsa İstanbul Pay Piyasası Prosedürü sonundaki "EMİR TİPLERİNE İLİŞKİN ÖRNEKLER" başlıklı ekte yer almaktadır.

Aksi belirtilmedikçe girilen her emir, girildiği gün boyunca geçerlidir. Ancak emirler geçerli oldukları süre veya son tarih belirtilerek verilebilir.

4.8.1.1. Limit Fiyatlı Emirler

Bir hisseyi yalnızca yatırımcının belirlediği özel bir fiyattan (veya daha iyisinden) almak ya da satmak için girilen ve piyasa fiyatı o seviyeye ulaşana kadar sistemde pasif olarak bekleyen emirdir. Yani fiyatın ve miktarın belirtildiği emirlerdir. Emrin gerçekleşmeyen bölümü işlem görmedikçe sistemde pasif olarak geçerlilik süresi sonuna kadar (KİE olarak girilmediği sürece) bekletilir.

4.8.1.2. Piyasa Emirleri

Piyasa emirleri (market order), fiyat belirtilmeden sadece miktarın girildiği emirlerdir. Bu emirler, sistemde karşı tarafta bekleyen en iyi fiyatlı emirlerle hemen eşleşerek işleme dönüşür. Ancak bu emir tipi yalnızca KİE (Kalanı İptal Et) olarak gönderilebilir. Yani, karşı tarafta eşleşecek bir emir bulunmazsa, sistem bu emirleri otomatik olarak iptal eder.

Kapanış seansı ya da tek fiyat yöntemi uygulanan aşamalarda girilen piyasa emirleri, eşleştirme başlayana kadar sistemde bekletilir. Eşleştirme başladığında işlem gerçekleşir; eşleşmeyen emirler ise seansın sonraki bölümlerine aktarılmaz ve iptal edilir.

Piyasa emirleri için sabit bir maksimum emir tutarı sınırı bulunmaz. Her bir pay sırası için o sırada geçerli olan maksimum emir değeri sınırı uygulanır. Bu tutar, ilgili payın son işlem fiyatı üzerinden hesaplanır. Eğer son işlem fiyatı yoksa, bir önceki kapanış fiyatı dikkate alınır. Her ikisi de mevcut değilse, Borsa tarafından belirlenmiş bir referans fiyat varsa o kullanılır. Böyle bir fiyat da bulunmuyorsa, sistem işlem gerçekleşene kadar piyasa emri girişine izin vermez.

4.8.1.3. Piyasadan Limite Emirler

Piyasadan Limite Emirler (Market To Limit Order), piyasa emirleri gibi fiyatsız olarak girilen emirlerdir. Karşı taraftaki sadece en iyi fiyat kademesinde bekleyen emirlerle eşleşerek işleme dönüşürler. Ancak işleme dönüşmeyen kısım, gerçekleştiği son işlem fiyatını alarak limit fiyatlı emre dönüşür ve emir defterinde pasif olarak yazılır (ancak KİE olarak girilirse pasife yazılmaz). Maksimum emir değeri sınırına tabidir. Bu tutar piyasa emirlerinde olduğu gibi belirlenir.

Kapanış bölümü ve tek fiyat yönteminde emir toplama aşamasında girilen piyasadan limite emirleri, eşleştirme başlayana kadar emir defterinde bekletilir, eşleştirme başladığında ise işleme dönüşür. İşleme dönüşmeyen piyasadan limite emirleri sürekli işlem aşamasına geçerken gerçekleştiği son işlem fiyatını alarak limit fiyatlı emre dönüşür ve emir defterinde pasif olarak yazılır (ancak KİE olarak girilirse pasife yazılmaz). İlgili açılış, kapanış ve tek fiyat bölümünde fiyat oluşmaması hâlinde veya seansın sürekli işlem bölümünde girildikleri anda hiç işleme dönüşmemiş olmaları hâlinde piyasadan limite emir iptal edilir.

Serbest marj uygulanan ve ilk işlem fiyatının baz fiyatı oluşturduğu işlem sıralarında baz fiyatın olduğu seansın sonuna kadar piyasadan limite emri girilemez.

4.8.1.4. Dengeleyici Emirler

Dengeleyici Emirler (Imbalance Orders), açılış ve kapanış seansları da dâhil olmak üzere tek fiyat yöntemi uygulanan tüm seans bölümlerinde, fiyat belirleme sürecinde hesaba katılmayan ancak belirlenen eşleşme fiyatı seviyesinde karşılanmadan kalan emirler ile işlem yapmak üzere girilen emirlerdir. Bu tip emirler, eşleşme fiyatından kalan emirler bittiğinde veya eşleşme fiyatından kalan emir yoksa birbirleri ile de eşleşme fiyatından işleme dönüşebilirler. Eşleşmeden kalan dengeleyici emirler iptal edilirler.

4.8.1.5. Koşullu Emirler

Koşullu Emirler, girilen emrin aktif hâle gelmesi veya işleme dönüşebilmesi için bazı koşulların tanımlanabildiği emirlerdir. Dört şekilde verilebilir:

a) Miktar Koşullu Emirler: Belirtilen fiyat seviyesinde emrin içerdiği miktarın tamamı karşılanmıyorsa, işlem görmeyen emirlerdir. Ancak emrin içerdiği miktarın tamamının karşılanması hâlinde işleme tabi olurlar. Bu tür emirlere örnek olarak “hepsi ya da hiçbiri” (AON - All or None), “gerçekleşmezse iptal et” (Fill or Kill) emirleri verilebilir.

b) Fiyat Koşullu Emirler: Bir sermaye piyasası aracının cari fiyatının veya emir defterindeki en iyi alış veya satış fiyatının, koşul olarak belirtilen fiyat seviyesine ulaşması durumunda ilgili veya tanımlanmış bir diğer sermaye piyasası aracının emir defterinde aktif hâle gelen veya işleme dönüşen emirlerdir.

c) Zaman Koşullu Emirler: Seansın önceden belirlenen bir bölümünde aktif hâle gelen veya seansın bir bölümünde geçerli olmak üzere girilen emirlerdir (örneğin açılışta ve kapanışta geçerli olan emirler – at open / at close).

ç) Kısmi Görünme Koşullu Emirler: Limit fiyatlı emirler, kısmen görünme koşulu ile girilebilir. Kısmen görünen emirlerde, emir defterinde görülmesi istenen kısmın tamamı işlem gördüğünde gizli bölümden belirlenen miktar kadar kısım açığa çıkar. Açığa çıkan bu kısım, açığa çıktığı anda girilmiş yeni bir emir gibi fiyat ve zaman önceliğine göre emir defterinde yerini alır. Bu süreç emrin tamamı karşılanıp bitinceye, geçerlilik süresi sona erinceye veya emir iptal edilinceye kadar devam eder. Bu emir tipi, BISTECH sistemine geçişten sonra 27/06/2016 tarihinde uygulanmaya başlanmıştır.

4.8.1.6. Kotasyon Emirleri

Limit fiyatlı alış ve satış emrinden oluşan ve sadece piyasa yapıcı/likidite sağlayıcı üyeler tarafından girilebilen bir emir tipidir. Kotasyonu oluşturan alış ve satış emrine kotasyon emri denir. Kotasyon emri bir bütün olarak iptal edilebileceği gibi sadece alış veya satış tarafı da iptal edilebilir.

4.8.1.7. Orta Nokta Emirleri

Orta Nokta emri (Mid-Point order), normal emir defterine kıyasla daha büyük miktartlı emirlerin kendi aralarında eşleşmesine imkân sağlayan ve piyasa katılımcılarına daha düşük işlem maliyeti sunan bir emir türüdür. Bu emirlerin girişi ve miktarlarının değiştirilmesi sırasında minimum ve maksimum tutar kontrolü yapılır. Orta Nokta emirlerinin değeri, asgari 100.000 TL, azami 30 milyon TL olabilir. Ancak kısmi işlem görme durumunda, kalan kısım asgari sınırın altına düşse bile emrin kalan miktarında değişiklik yapılmadığı sürece bu kısıt aranmaz.

Emirler sürekli olarak otomatik eşleşmeye tabidir ve normal emir defterinde bekleyen en iyi alış ve en iyi satış emirlerinin fiyatlarının aritmetik ortalaması ile fiyatlanır, ayrı ve kapalı bir emir defterinde işlem görür.

İşlem gerçekleşmesinin ardından miktar bilgisi piyasaya gönderilir; işlemin miktarı ve hacmi, ilgili sıranın miktar ve hacmine dâhil edilir ancak fiyat istatistikleri piyasada yayımlanmaz. Bu emir tipi, BISTECH sistemine geçişten sonra 27/06/2016 tarihinde uygulanmaya başlanmıştır.

Orta Nokta emirler yalnızca BIST 30 kapsamındaki paylarda kullanılır.

4.8.1.8. Ağırlıklı Ortalama Fiyat (AOF) Emirleri

Gün sonunda ilgili sırada oluşan AOF ya da kapanış fiyatı gibi bir fiyatı referans alarak işlem gerçekleştirilmesine imkân veren yeni bir emir/işlem türüdür. İşleme referans olarak AOF'nin kullanılması kararlaştırıldığından bu tür emir ve işlemler AOF'den işlemler olarak adlandırılmaktadır. Bir payın sırasında gün sonunda oluşacak AOF baz alınarak, ya bu fiyat üzerinden ya da bu fiyata belirli bir sayıda fiyat adımı uzaklıkta fiyatlar ile gün içerisinde işlem yapılır. Bu yolla:

- Gün sonu oluşacak AOF'den işlemlerin gerçekleşmesine imkân tanımının yanı sıra,
- İşlem günü sonunda pay sırasında oluşacak "AOF $\pm$ Borsa tarafından belirlenecek sayıda fiyat adımı" seviyesinden gün içinde işlem yapma imkânı sağlanır.
- Merkezi emir defterinden ayrı bir sırada işlem görürler (Örneğin GARAN.AOF sırasında).
- İşlem gerçekleşmesinin ardından piyasaya bilgi verilmez ancak işlem bilgileri Günlük Bültende yer alır.

Bu emirlerin girişi ve miktarlarının değiştirilmesi sırasında minimum ve maksimum miktar kontrolü yapılır. AOF (TAR) emirlerin içereceği miktarın yapılan düzenleme uyarınca minimum 100.000 lot maksimum 10 milyon lot olması gerekir.

Bu emir tipi, BISTECH sistemine geçişten sonra 30/09/2016 tarihinde uygulanmaya başlanmıştır.

AOF'den (TAR) emirler yalnızca BIST 30 kapsamındaki paylarda kullanılır.

4.8.1.9. Küsarat Emirler

İşlem biriminin içerdiği miktardan daha az miktarda verilmiş emirlerdir. Küsarat emirlerde; sadece miktar girilir, fiyat yazılmaz ve küsarat işlemi o anda ilgili sermaye piyasası aracının ".E" sırasındaki son işlem fiyatından gerçekleştirilir. Küsarat emirler, karşı küsarat emirlerle kısmen eşleşebilir.

Ayrı bir işlem sırasında bir adedin altındaki miktarlarla gerçekleştirilecek küsarat işlemler aynı paya ait normal emir defterinde oluşan en son işlem fiyatı ile fiyatlandırılacaktır. Örneğin ABCDE.KE (Kesir) sırasında gerçekleşen 0,3 adetlik bir işlem ABCDE.E sırasında gerçekleşen son işlemin fiyatını alacaktır.

4.8.1.10. Açığa Satış Emirleri

Açığa satış emirleri, SPK ve Borsa düzenlemeleri uyarınca yapılan açığa satış işlemlerine ilişkin emirlerdir. Bu emirlerde SPK ve Borsa düzenlemeleri ile belirlenen fiyat sınırlamalarına uyulur.

4.8.2. Emirlerde Değiştirme ve İptal

Sisteme girilmiş ve henüz işleme dönüşmemiş emirlerin üyeler tarafından değiştirilmesine ve iptal edilmesine ilişkin usul ve esaslar Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenir.

Emir iptalinin koşulsuz olarak serbest bırakılması uygulamasıyla birlikte Sisteme girilmiş olan emirlerin miktarları azaltılıp artırılabilir (miktar artırıldığında emir Sisteme yeni girilmiş bir emir olarak

değerlendirildiği için zaman önceliğini kaybeder); emrin fiyatı düşürülüp yükseltilebilir (fiyat değiştirildiğinde de emir, Sisteme yeni girilmiş bir emir olarak değerlendirildiği için zaman önceliğini kaybeder). Emir iyileştirilmesi, alış emri için fiyatı yükseltmek, satış emri için fiyatı düşürmek; emir kötüleştirilmesi ise alış emri için fiyatı düşürmek, satış emri için fiyatı yükseltmek anlamındadır.

Emirlerin işlem görmeyen kısmı istenildiği an iptal edilebilir.

Cari fiyat kademesinde yer alan emirlerde emir iptali, emir miktarını azaltma ve emir fiyatını kötüleştirme uygulamalarına süre esas alınarak üç aşamalı bir ücretlendirme modeli uygulanmaktadır. Söz konusu kademeli ücretlendirme modeline ilişkin detaylar “Borsa Payı ve Diğer Ücretlere İlişkin Tarife”de yer almaktadır.

4.8.3.Emir Giriş Kuralları ve Sınırlamalar

4.8.3.1. Öncelik Kuralları

Sisteme kaydedilen emirler karşılanırken, önceliklerin belirlenmesinde aşağıdaki kurallar sırasıyla uygulanır.

1) Fiyat Önceliği: Daha düşük fiyatlı satım emirleri, daha yüksek fiyatlı satım emirlerinden; daha yüksek fiyatlı alım emirleri, daha düşük fiyatlı alım emirlerinden önce karşılanır.

2) Zaman Önceliği: Fiyat eşitliği hâlinde, Sisteme zaman açısından daha önce kaydedilen emirler öncelikle karşılanır.

4.8.3.2. Emirlerde Geçerlilik Süresi

Sisteme iletilen emirler, dört farklı geçerlilik süresine sahip olabilir.

Günlük

PP'deki bütün pazarlarda aksi belirtilmedikçe girilen her emir, girildiği gün boyunca geçerlidir ve işlem görmezlerse gün sonunda iptal edilirler.

Kalanı İptal Et (KİE)

Fiyat ve miktar belirtilerek girilen ve emrin girildiği anda karşılanmayan bölümünün otomatik olarak iptal edildiği emir türüdür.

İptale Kadar Geçerli (İKG)

Borsa Birincil Piyasada Değişken ve Sabit Fiyatla Talep Toplama yöntemlerinde halka arz süresinin sonuna kadar geçerli emir girişi mümkündür. Bu geçerlilik türü, talep toplama yöntemiyle halka arzların gerçekleştirildiği birincil piyasada (.HE sıralarında) kullanılacaktır.

Tarihli

Fiyat adımı ve fiyat değişme sınırları çerçevesinde geçerli olacakları son tarih belirtilerek Sisteme girilen, işlem görene veya iptal edilene kadar Sistemde geçerliliğini koruyan emirlerdir. Tarihli girilen emirlerin geçerli olabileceği azami süre Yönetim Kurulu tarafından belirlenir. Tarihli girilen emirler BISTECH Sisteminin başlangıç aşamasında devreye alınmamıştır. Devreye alınma zamanı ayrıca duyurulacaktır.

BISTECH Sisteminde bir emrin süresinin değiştirilmesine izin verilmektedir. Bir emrin süresi uzatıldığında bahse konu emir önceliğini kaybetmekte, süresi kısaltıldığında ise önceliğini korumaktadır.

Gerçekleşmeyip süresi dolan emirler Sistem tarafından iptal edilir. Bunun yanı sıra emrin fiyatı belirlenen zaman içinde marj dışına çıktığında veya fiyat adımlarına uymadığında da ilgili emir iptal

edilir. Ayrıca ilgili payın baz fiyatında sermaye artırımını ve/veya diğer nedenlerle bir değişme olmuşsa, emrin sahibi olan üyenin kodu değişmişse bütün tarihli ve süreli emirler iptal edilir.

4.8.4.Hesap Numarası Giriş Zorunluluğu

Pay Piyasası'na iletilen tüm emirlerde, müşteri hesap numarası girilmesi zorunludur ve bu zorunluluk seansın tüm aşamalarını kapsamaktadır.

Emir girişlerinde kullanılan hesap numarasının (kendi muhasebe sistemlerinde geçerli olan müşteri hesap numarası), yatırım kuruluşlarının MKK'da müşterileri için açmış oldukları hesap numaralarıyla aynı olması gerekmektedir.

4.9. Kredili Menkul Kıymet ve Açığa Satış İşlemleri

4.9.1.Kredili Menkul Kıymet ve Açığa Satış İşlemlerine Konu Menkul Kıymet Listeleri

“Kredili Menkul Kıymet ve Açığa Satış İşlemlerine Konu Olan Menkul Kıymet Listesi” Alt Pazar, PÖİP ve YİP hariç tutularak BİAŞ Pay Piyasası pazarlarında işlem gören tüm payları kapsayacak şekilde belirlenmiştir. Buna göre, Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Girişim Sermayesi Pazarında işlem gören paylar hem kredili alıma hem de açığa satış işlemine konu olabilir.

Borsa Yönetim Kurulunun kararı doğrultusunda, Seri: V, No: 65 sayılı “Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ” uyarınca, işlem sıraları sürekli kapatılmış olan paylar hemen, işlem sıraları geçici durdurulmuş olan paylar ise kapalılık hâlinin 5 iş gününden fazla sürmesi durumunda “Kredili Menkul Kıymet İşlemleri ile Açığa Satış İşlemlerine Konu Olan Menkul Kıymetler Listesi”nden çıkartılır.

Listeden çıkarılan paylar, takip eden üç aylık dönemin sonuna kadar Geçici Listede yer alır, söz konusu paylar bu dönem boyunca gerçekleştirilecek yeni Kredili Menkul Kıymet İşlemleri ve Açığa Satış İşlemlerine konu edilemez ancak, kredili işlemlerden doğan hesaplardaki pozisyonlar, krediyi sağlayan banka/aracı kurumun veya müşterinin aksine bir talebinin bulunmaması hâlinde, bu dönemin sonuna kadar korunabilir.

Üç aylık “Geçici Liste” döneminin sonunda geçici listedeki payların yeniden esas listeye alınmaması durumunda, bu paylardaki kredili işlemlerden kaynaklanan pozisyonların doğrudan tasfiyesi gerekir.

4.9.2.Açığa Satışta Fiyat Sınırı

SPK'nın Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğinin 29. maddesi çerçevesinde açığa satış işlemi, açığa satışa konu olacak sermaye piyasası aracının en son gerçekleşen işlem fiyatından daha yüksek bir fiyat üzerinden yapılır. Ancak, açığa satışa konu olan sermaye piyasası aracının en son gerçekleşen fiyatının bir önceki fiyattan daha yüksek olması hâlinde açığa satış işlemi en son gerçekleşen fiyat düzeyinden de yapılabilir.

Yıldız Pazar'da işlem gören paylarda yukarıda açıklanan yukarı adım kuralı geçerli değildir ve fiyat sınırları dâhilindeki her fiyattan açığa satış emri girilebilir.

Ana Pazar'da işlem gören paylar ile borsa yatırım fonu katılma belgelerinde ise yukarı adım kuralı uygulaması geçerlidir.

Seansın açılışında, en son gerçekleşen fiyat bir önceki seansın kapanış fiyatıdır ve açığa satış emri bu fiyatın bir adım üzerinden verilebilir. Baz fiyat, serbest ise açığa satış emri işlem gerçekleştikten sonra verilebilir. Eğer baz fiyat seans içinde değiştirilmişse ve değişimden sonra herhangi bir işlem

gerçekleştirilmemiş olsa dahi açığa satış emri girilebilir. Sistem, fiyat sınırı ile ilgili kontrolleri yapar, söz konusu düzenlemeye uymayan emir girişlerine ise izin vermez.

Seansın tüm bölümlerinde ve devre kesici emir toplama aşamasında açığa satış emri girilebilirken sadece açılış seanslarında açığa satış emri iletimi mümkün değildir. Bu kapsamda seans içinde sermaye piyasası aracının ilk açığa satış emri açılış seansından sonra verilebilecek olup, açılış fiyatının olduğu durumlarda açığa satış fiyatı, açılış seansında oluşan fiyatın bir kademe üstünden verilebilir; açılış fiyatının oluşmadığı durumlarda ise bir önceki günün kapanış fiyatının bir kademe üstünden açığa satış fiyatı girilebilir.

BIST 100 Endeksinin gün içerisinde önceki gün kapanış değerine oranla %2 veya üzerinde düşmesi durumunda açığa satış yapılabilen işlem sıralarında yukarı adım kuralı seans sonuna kadar otomatik olarak uygulanır.

Açığa satışta temel kural, fiyatın her zaman bir önceki işlem fiyatından daha düşük olmamasıdır. Yani fiyat düşerken açığa satış yapılamaz; ancak fiyat yükselirken veya sabitken, belirlenen kademe sınırlarına uygun şekilde açığa satış emri verilebilir.

4.10. Brüt Takas (BT)

Pay Piyasasında gerçekleştirilen işlemlerin takasında Takasbank tarafından pay bazında ve toplam TL olarak netleştirme yapılmaktadır. Bu çerçevede, aynı tarihli seans süresince bir payda hem satış hem de alış işlemi yapan yatırım kuruluşu, satış toplamı alış toplamına mahsup edilerek çıkan net bakiyeye göre söz konusu pay üzerinden takasa borçlandırılmakta veya alacaklandırılmaktadır. Diğer yandan, tüm paylardaki alış veya satışlarının bedelleri ise genel olarak netleştirilmekte ve yatırım kuruluşunun alış tutarları fazla ise yatırım kuruluşu takasa nakit borçlu, satış tutarları fazla ise takastan nakit alacaklı olmaktadır. Netleştirme uygulaması sayesinde bir payda gün içerisinde alım satım gerçekleştiren bir yatırımcı sadece gerçekleştirdiği alım veya satım sonucundaki net fark miktarı kadar teslim yükümlülüğüne tabi olmaktadır.

Netleştirme uygulaması kaldırılan paylarda Takasbank tarafından BT uygulaması yapılmakta, üye ve yatırımcı bazındaki takas alacakları Takasbank tarafından takas süresinden sonra dağıtılmaktadır. Buna göre, söz konusu paylarda alım yapmak isteyen yatırımcıların takas tarihinde hesaplarında alımlarını karşılayacak tutarda nakit, satım yapmak isteyen yatırımcıların takas tarihinde hesaplarında satımlarını karşılayacak miktarda sermaye piyasası aracı bulundurması gerekmektedir. Bu uygulama ile payların piyasasında üçüncü kişiler nezdinde yanlış intiba uyandırabilecek ve piyasaya net katkı sağlamayan nitelikteki alım satım işlemleri ile olağan dışı fiyat-miktar hareketlerinin önüne geçilmesi amaçlanmaktadır. BT uygulaması, sadece takas işlemleri ile ilgili olup uygulamanın yatırım kararlarını etkileyecek ve yatırım yapmayı engelleyecek hiçbir olumsuz yönü bulunmamaktadır. Öte yandan BT uygulaması, yatırımcıların ve pay piyasasının risklerini azaltabilecek etkiye sahiptir.

Mehmet, XY A.Ş.'nin hisse senetlerine yatırım yapmaya karar verir. Hissenin piyasa fiyatı 10 TL'dir ve Mehmet 500 adet hisse almak ister. Bu durumda işlem tutarı 5.000 TL olur. Brüt takas uygulaması kapsamında, Mehmet'in bu hisseleri alabilmesi için hesabında en az 5.000 TL nakit bulunması gerekir. Takas sürecinde bu tutar doğrudan Mehmet'in hesabından kesilerek satıcının hesabına aktarılır.

Ertesi gün, Mehmet aynı hisseleri satmak isterse durum standart takasa göre farklı işler. Brüt takas uygulamasında, alım-satım farkı aynı gün içinde netleştirilmez; yani Mehmet, hisseleri satsa bile satıştan doğan tutar hemen hesabına geçmez. Önce takas süreci tamamlanır, ardından satış bedeli hesabına yansır.

Bu sistemde amaç, yatırımcının yalnızca gerçek nakit ve sahip olduğu paylarla işlem yapmasını sağlamak ve gün içi spekülatif al-sat hareketlerini sınırlamaktır. Eğer brüt takas uygulaması olmasaydı, Mehmet aynı gün içinde XY A.Ş. hisselerini alıp hemen satabilirdi. Bu durumda sistem, gün içindeki alım ve satım işlemlerini netleştirir; yani Mehmet'in sadece net fark kadar ödeme yapması veya net tutar kadar alacak elde etmesi yeterli olurdu.

BÖLÜM II: BORÇLANMA ARAÇLARI

1. SERMAYE PİYASASI MEVZUATI KAPSAMINDA BORÇLANMA ARAÇLARINA İLİŞKİN TEMEL DÜZENLEMELER.....	83
1.1. Borçlanma Araçlarının İhracına İlişkin Genel Esaslar	83
1.2. Borçlanma Araçlarının Satış Yöntemleri ve İşlem Süreci	84
1.3. Borçlanma Aracı İhraççılarının Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri	85
1.4. Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu ve Yeniden Yapılandırma Süreci	86
1.5. Borçlanma Araçlarının Borsada İşlem Görmesi (İkincil Piyasa)	87
2. BORÇLANMA ARAÇLARINA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER.....	88
2.1. Sabit Getirili Menkul Kıymetler: Kavramsal Çerçeve	88
2.2. Finansman Tercihinde Banka Kredileri ve Borçlanma Araçları	88
3. BORÇLANMA ARAÇLARININ YAPISAL UNSURLARI	89
3.1. Nominal Değer	89
3.2. Kupon Oranı	90
3.3. Sabit ve Değişken Kupon Yapıları	90
3.4. İtfa Tarihi (Vade) Kavramı	91
3.5. İtfa Yapısı	91
4. TEMİZ FİYAT, KİRLİ FİYAT VE İŞLEMİŞ FAİZ MEKANİZMASI.....	92
5. KUPONSUZ SENET FİYATLAMASI.....	94
6. BASİT FAİZ VE BİLEŞİK FAİZ AYRIMI.....	95
7. TAHVİL GETİRİLERİNİN ÖLÇÜLMESİ.....	96
7.1. Getiri Kavramına Genel Bakış	96
7.2. Nominal Getiri (Nominal Yield)	97
7.3. Cari Getiri (Current Yield)	97
7.4. Vadeye Kadar Getiri (Yield To Maturity – Ytm)	98
7.5. Enflasyon Etkisi ve Reel Getiri	99
7.6. Net Getiri ve Mevduat Eşleniği	100
7.7. Baz Puan Kavramı	102
8. TAHVİLLERDE RİSK-GETİRİ İLİŞKİSİ.....	102
8.1. Piyasa Faiz Oranları Nasıl Değişir?	104
8.2. Faiz Oranı Riski ve Duyarlılığın Ölçülmesi: Durasyon Yaklaşımı	106
9. RİSKSİZ FAİZ ORANI (RİSK-FREE RATE).....	107
10. KREDİ RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ	109
10.1. Derecelendirme	109
10.2. Kredi Temerrüt Takası (CDS)	111
11. BORÇLANMA ARAÇLARINDA ERKEN İTFA OPSİYONLARI.....	113
12. EUROTAHVİLLER (EUROBONDS).....	114
13. STRİP	116
14. GETİRİ EĞRİSİ.....	117
15. DEĞİŞKEN GETİRİLİ ARAÇLARDA REFERANS ORANLAR	118
16. TLREF'E ENDEKSLİ BORÇLANMA ARACI İHRAÇ ÖRNEĞİ	122
17. TÜFE'YE ENDEKSLİ DEVLET TAHVİLİ	124
18. DİBS İHRAÇ YÖNTEMLERİ.....	126
19. DİBS'LERDE PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ	129

1. SERMAYE PİYASASI MEVZUATI KAPSAMINDA BORÇLANMA ARAÇLARINA İLİŞKİN TEMEL DÜZENLEMELER

1.1. Borçlanma Araçlarının İhracına İlişkin Genel Esaslar

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği hükümleri uyarınca borçlanma araçları; ihraççıların ilgili Tebliğ esaslarına göre borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahvilleri, paya dönüştürülebilir tahvilleri, değiştirilebilir tahvilleri, finansman bonolarını ve niteliği itibarıyla borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek diğer sermaye piyasası araçlarını kapsamaktadır. Uygulamada vade yapılarına göre temel bir ayrım söz konusudur. İhraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde veya vade tarihine kadar taksitler halinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren araçlardan vadesi 365 gün veya daha uzun olanlar tahvil, vadesi 30 günden az olmayan (veya 30 günden başlayan) ve 364 günü aşmayanlar finansman bonosudur. Finansman bonoları kural olarak ihraççı tarafından belirlenen vadeye uygun iskonto oranları ile iskonto edilerek bulunan fiyat üzerinden satılmakla birlikte, kupon ödemeli olarak ihraç edilmeleri de mümkündür. Tahviller ise iskontolu, primli ve/veya kupon ödemeli olarak satılabilir. Tahvillere ödenecek faiz oranı ile ödeme koşullarına ilişkin esaslar ihraççılar tarafından serbestçe belirlenir. Hukuki rejim açısından, tahvillere ilişkin olarak Tebliğde düzenlenmiş olan esaslar, mahiyetine uygun düştüğü ölçüde finansman bonoları için de kıyasen uygulanır.

Borçlanma aracı ihracı sürecinin hukuki geçerlilik kazanabilmesi için ihraççı bünyesinde yetkili organ tarafından usulüne uygun bir karar alınması zorunludur. Türk Ticaret Kanunu uyarınca borçlanma aracı ihracı için kural olarak genel kurul tarafından karar alınması gerekmektedir de Sermaye Piyasası Kanunu'nun 31. maddesi çerçevesinde bu yetkinin esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilmesi mümkündür. İhraç yetkisinin yönetim kuruluna bırakıldığı durumlarda, ilgili esas sözleşme maddesinde yönetim kurulunun borçlanma aracı ihraç yetkisine sahip olduğunun açıkça belirtilmesi şarttır. Alınacak yetkili organ kararında, ihraç edilmesi planlanan borçlanma araçlarının azami tutarı ile satışın yurt içinde halka arz edilerek, halka arz edilmeksizin veya yurt dışında yapılacağı hususlarına asgari olarak yer verilmesi gerekmektedir. Yetkili organ kararının alındığı tarihten itibaren en geç bir yıl içinde Kurula başvuruda bulunulması zorunludur. Söz konusu başvuru ve onay zorunluluğu, yalnızca yurt içi ihraçları değil, şirketlerin yurt dışı piyasalarda gerçekleştirecekleri borçlanma aracı ihraçlarını da kapsamaktadır.

İhraççıların piyasadan borçlanabilecekleri tutar sınırsız olmayıp, özkaynaklara dayalı bir ihraç limiti belirlenmiştir. Bu limit, izahname veya ihraç belgesinin onaylanması amacıyla Kurula yapılan başvuru tarihi esas alınarak ve Kurulun finansal raporlama düzenlemelerine göre hazırlanmış finansal tablolar dikkate alınarak hesaplanmaktadır. İhraççının hem konsolide hem de konsolide olmayan finansal tablolarının bulunması durumunda, ihraç limitinin belirlenmesinde konsolide finansal tablolar esas alınır. İhraç limitinin hesaplanmasında, ihraççının halka açık olup olmaması belirleyici bir kriterdir. Buna göre, halka açık ortaklıkların ihraç limiti özkaynak tutarının beş katını, halka açık olmayan ortaklıkların ihraç limiti ise özkaynak tutarının üç katını geçemez. Söz konusu ihraç limitleri, ihraççının finansal gücünü gösteren kredi derecelendirme notuna bağlı olarak artırılmış uygulanabilmektedir. Derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak yatırım yapılabilir seviyenin en yüksek ilk üç kademesine denk gelen uzun vadeli derecelendirme notu alan bankalar için hesaplanan limitler yüzde yüz oranında artırılır. Hesaplanan ihraç limitinden, ihraççının halen tedavülde olan borçlanma araçları ile ihraç tavanı kapsamında henüz satışı gerçekleştirilmemiş borçlanma araçlarının nominal tutarı indirim kalemi olarak düşülür.

Borçlanma araçlarının itfa süreçlerinde esneklik sağlanması amacıyla erken itfa mekanizması düzenlenmiştir. Buna göre 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, yatırımcıların bilgilendirilmesi amacıyla izahname veya ihraç belgesinde yer verilmesi zorunludur. Ayrıca ihraç edilmiş tahviller, ihraççı tarafından piyasadan geri alınabilir. İhraççı tarafından geri alınan bu tahvillerin vade boyunca tekrar satılması, elde tutulması veya vadeden önce Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde gerekli işlemlerin yapılması suretiyle iptal edilmesi mümkündür. Yurt içinde ihraç edilecek borçlanma araçlarının Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde elektronik ortamda kayden ihracı ve bunlara ilişkin hakların hak sahipleri bazında izlenmesi zorunludur.

1.2. Borçlanma Araçlarının Satış Yöntemleri ve İşlem Süreci

Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca borçlanma araçlarının ihracı, temel olarak halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin gerçekleştirilebilir. Sermaye piyasası araçlarının halka arzının, yetkili kuruluşlar vasıtasıyla gerçekleştirilmesi esas olup, halka arz edilmeksizin yapılan ihraçlarda aracı kuruluş kullanma zorunluluğu bulunmamaktadır. Türkiye'deki özel sektör borçlanma aracı piyasasında, maliyet avantajı ve operasyonel hız nedeniyle ağırlıklı olarak tercih edilen yöntem halka arz edilmeksizin satıştır. Halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen satışlar ise kendi içinde tahsisli satış ve nitelikli yatırımcıya satış olmak üzere iki ana kategoriye ayrılmaktadır. İhraççılar, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan alacakları ihraç tavanı onayı kapsamında, bu satış yöntemlerini ayrı ayrı veya birlikte kullanma imkanına sahiptir. Ancak, 4749 sayılı Kanun uyarınca Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından gerçekleştirilen ihraçlar, Kurulun ihraç tavanı onayı zorunluluğundan muaftır.

Borçlanma araçlarının halka arz edilmeksizin satılacak olması durumunda, izahname düzenlenmesi zorunluluğu bulunmamaktadır. Bunun yerine, yatırımcıların bilgilendirilmesi ve satışın mevzuatsal dayanağının oluşturulması amacıyla ihraç belgesi hazırlanması gerekmektedir. İhraç belgesi, çıkarılacak sermaye piyasası araçlarının niteliği ve satış şartları hakkındaki genel bilgileri içeren ve Kurul tarafından onaylanan temel dokümandır. Söz konusu ihraç belgesi, onaylandığı tarihten itibaren bir yıllık süre içerisinde yapılacak ihraçlar için geçerliliğini korur.

Piyasada en sık başvuru olan yöntem olan **nitelikli yatırımcıya satış**; yalnızca sermaye piyasası mevzuatında tanımlanan profesyonel müşterilere yönelik bir çağrı ve satış sürecini ifade eder. Bu yöntemde, ihraç edilecek borçlanma araçlarını satın alabilecek yatırımcı sayısı yönünden herhangi bir kısıtlama uygulanmaz. Satışın muhatabı, Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde "profesyonel" olarak tanımlanan ve talebe dayalı profesyonel kabul edilenler de dahil olmak üzere nitelikli yatırımcı vasfını haiz kişi ve kurumlardır. Yatırımcıların bu vasfı taşıdığına dair bilginin Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdindeki kayıtlarda yer alması ve satışa aracılık eden kuruluşlarca bu durumun teyit edilmesi işlemin sıhhati açısından esastır.

Diğer yöntem olan **tahsisli satış** ise, borçlanma araçlarının doğrudan yurt dışında veya yurt içinde yerleşik, kimlikleri önceden belirlenmiş kişilere, borsa dışında satılmasıdır. Tahsisli satış yönteminde, nitelikli yatırımcıya satıştan farklı olarak sayısal bir sınır ("Halka Arza Dönüşme Eşiği") bulunmaktadır. Tahsisli olarak satılan sermaye piyasası araçlarını belirli bir anda elinde bulunduran yatırımcı sayısının yüz elliye geçmemesi gerekir. Bu sayının hesaplanmasında nitelikli yatırımcılar dikkate alınmaz. Yatırımcı sayısının yüz elliye aştığının MKK tarafından tespit edilmesi halinde, Kanun gereği bu işlem halka arz sayılacağından, durumun derhal ihraççıya ve Kurula bildirilmesi; akabinde ihraççının izahname hazırlayarak söz konusu araçların borsada işlem görmesi için başvuruda bulunması gerekmektedir.

Operasyonel işleyiş ve saklama süreçleri, ihracın yurt içinde veya yurt dışında yapılmasına göre farklılaşır. Yurt içinde ihraç edilecek borçlanma araçlarının MKK nezdinde elektronik ortamda kayden ihracı ve hakların hak sahipleri bazında izlenmesi zorunludur. İhraç tavanı dahilindeki her bir tertip satış öncesinde doğrudan MKK'ya başvurularak süreç işletilir. Buna karşılık, yurt dışında ihraç edilen borçlanma araçlarında, MKK nezdinde hak sahipliği bazında izleme zorunluluğu bulunmamaktadır.

Ancak bu durum, ihraççının raporlama yükümlülüğünü ortadan kaldırmaz. Yurt dışı ihraçlarda; borçlanma aracının ihraç tutarı, vadesi, faiz oranı, ISIN kodu, saklamacı kuruluşu ve satışın yapıldığı ülkeye ilişkin bilgilerin, satışın tamamlanmasını takip eden üç iş günü içinde MKK'ya iletilmesi gerekmektedir. Benzer şekilde, erken itfa dahil olmak üzere bu bilgilerde bir değişiklik olması halinde de değişikliği takip eden üç iş günü içinde bildirim yapılmalıdır.

Yatırımcıların korunması ilkesi gereği, halka arz edilmeksizin yurt içinde yapılacak satışlarda yetkili kuruluşlarca belirli "risk beyanlarının" alınması şarttır. Tahsisli satışlarda yatırımcının riskleri anlayıp kabul ettiğine dair beyan imzalatılırken; nitelikli yatırımcılara yapılan satışlarda, kişinin bu vasfı taşıdığına ve riskleri kabul ettiğine ilişkin beyan veya MKK kayıtlarındaki statüsü esas alınır. İhraççılar veya yetkili kuruluşlar, ispat yükümlülüğü çerçevesinde bu beyanları beş yıl süreyle saklamakla yükümlüdür.

1.3. Borçlanma Aracı İhraççıların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Sermaye piyasası mevzuatı, yatırımcıların zamanında, tam ve doğru bilgilendirilmesini sağlamak amacıyla; payları borsada işlem görmese dahi, yalnızca borçlanma aracı ihraç eden ortaklıklar için kapsamlı ancak ihracın türüne göre farklılaşan bir kamuyu aydınlatma rejimi öngörmüştür. İhraççılar, II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği uyarınca; izahnamenin veya ihraç belgesinin Kurulca onaylandığı tarihten itibaren, ilgili aracın itfa tarihine kadar bu yükümlülüklerle tabidir. Ancak burada mevzuat koyucu, ihracın yöntemine göre ikili bir ayrıma gitmiştir: Borçlanma araçlarını halka arz etmeksizin (nitelikli yatırımcıya veya tahsisli) satan ihraççılar, Tebliğ'in şirketin içsel bilgilerini ve sürekli bilgilendirme formlarını içeren genel hükümlerinden muaf tutulmuş; bunun yerine yalnızca Tebliğ'in dördüncü bölümünde (Madde 21) sınırlı sayıda sayılan "önemli olayları" açıklamakla yükümlü kılınmışlardır.

Bu kapsamdaki ihraççılar için ilk kritik ayrım, genel bilgilendirme yükümlülüğünde ortaya çıkar. Borçlanma aracı ihraç eden ortaklıkların kural olarak öncelikli yükümlülüğü, ihraççıya ilişkin genel bilgilerin Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yayımlanmasıdır. Borçlanma aracını halka arz yoluyla satan ihraççılar ile nitelikli yatırımcıya satan ihraççıların; genel bilgilerini KAP'ta yer alan ilgili formu doldurarak yayımlamaları ve bu bilgilerde bir değişiklik olması durumunda gerekli güncellemeyi en geç iki iş günü içinde yapmaları zorunludur. Buna karşın, borçlanma aracını tahsisli (doğrudan belirli kişi/kurumlara) satan ihraççılar için bu yükümlülük istisnai olarak kaldırılmıştır; dolayısıyla sadece tahsisli ihraç yapanların KAP'ta genel bilgi formu yayımlama zorunluluğu bulunmamaktadır.

Satış yöntemi (halka arz, nitelikli veya tahsisli) ne olursa olsun, yatırımcının üstlendiği riskin takibi açısından Tebliğ'in 21. maddesinde sayılan somut gelişmelerin açıklanması tüm ihraççılar için zorunludur. İhraççılar; ihraç tavanı alınması, tertip ihraçların gerçekleşmesi, anapara, faiz veya kupon ödemelerinde temerrüt durumu oluşması hallerinde derhal açıklama yapmalıdır. Ayrıca, ihraççının finansal durumunda ve faaliyetlerinde meydana gelen ve borç ödeme kabiliyetini olumsuz etkileyebilecek gelişmeler, araca ilişkin derecelendirme notları ile garanti ve teminat yapısındaki değişiklikler, genel kurul gündemi, kâr dağıtım kararları, sermaye artırımı/azaltımı, birleşme, bölünme işlemleri ve ihraç koşullarının yatırımcı aleyhine değişmesi gibi durumlar istisnasız olarak kamuya duyurulmalıdır.

Söz konusu borçlanma araçlarının halka arz edilerek satılması durumunda ise yükümlülükler genişler ve ihraççı, yukarıdaki maddelere ek olarak Tebliğ'in "İçsel Bilgiler" bölümüne de tam tabi olur. Bu durumda ihraççı, sadece borç ödeme riskini değil, şirketin piyasa değerini ve yatırım kararını etkileyebilecek her türlü gelişmeyi açıklamak zorundadır. Özel Durumlar Rehberi uyarınca; yönetim kurulu üyeleri veya genel müdür gibi idari sorumluluğu bulunan kişilerdeki değişiklikler, aktif

toplamının belirli bir oranını aşan maddi duran varlık alım-satımları veya şirket aleyhine açılan önemli davalar gibi; Madde 21 kapsamına girmeyen ancak kurumsal yapıyı etkileyen olaylar da halka arz ihraççısı tarafından açıklanmalıdır.

Bir diğer önemli farklılık, sermaye yapısı ve yönetim kontrolüne ilişkin değişikliklerin bildiriminde görülür. Nitelikli yatırımcıya veya tahsisli satış yapan ihraççılar, bir kişi veya grubun paylarının %25, %50 veya %67 oranlarına ulaşması ya da bu oranların altına düşmesi durumunda bildirim yapmakla yükümlüdür. Oysa halka arz yapan ihraççılarda bu yükümlülük çok daha kapsamlıdır; sermaye paylarının %5, %10, %15, %20, %25, %33, %50, %67 veya %95 oranlarına ulaşması veya altına düşmesi durumunda açıklama yapılması gerekmektedir.

1.4. Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu ve Yeniden Yapılandırma Süreci

Sermaye piyasası mevzuatında yapılan önemli reformlardan biri, borçlanma aracı sahiplerinin ihraççı karşısında kolektif hareket edebilmelerine olanak tanıyan Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu (BASK) mekanizmasıdır. Kurulun *II-31A.1 sayılı Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği* ile düzenlenen bu yapı, ihraççıların ödeme yükümlülüklerini ihlal etmesi veya borçlanma araçlarının faiz, vade gibi asli unsurlarında değişiklik yapılması gereken durumlarda yatırımcıların haklarını korumayı amaçlar. BASK, ihraççının yönetim kurulunun veya borçlanma aracı sahiplerinin talebi üzerine toplanan özel nitelikli bir kuruldur. Tebliğ, bu kurulu "Tertip BASK" ve "Genel BASK" olarak ikiye ayırmıştır. Tertip BASK, belirli bir ISIN kodu altında ihraç edilen (tertip) araç sahiplerini kapsarken; Genel BASK, bir tertipte alınan kararın diğer tertip sahiplerini olumsuz etkilemesi durumunda tüm tertip sahiplerinin katılımıyla toplanan bir üst kurul niteliğindedir.

Borçlanma aracının izahname veya ihraç belgesinde belirlenen faiz, vade, anapara ödemesi gibi asli hüküm ve şartlarında, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek nitelikte bir değişiklik yapılabilmesi için Tertip BASK kararı alınması zorunludur. Toplantı nisabı hesaplanırken, ihraççının veya ilişkili taraflarının elinde bulunan borçlanma araçları dikkate alınmaz ve bu araçlar için oy hakkı kullanılamaz. Bu toplantılarda kararlar, daha ağır bir nisap öngörülmedikçe, ilgili tertibin tedavülde bulunan toplam nominal bedelinin üçte iki çoğunluğunu temsil eden yatırımcıların olumlu oyu ile alınır. Alınan kararların geçerlilik kazanabilmesi için toplantı tarihinden itibaren en geç üç iş günü içinde ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanması gerekmektedir. Şayet Tertip BASK'ta alınan ve yönetim kurulunca onaylanan bir kararın, kendi haklarını olumsuz etkilediğini iddia eden diğer tertip sahipleri (tedavüldeki toplam tutarın yüzde yirmisine sahip olmaları şartıyla) varsa, Genel BASK'ın toplanması talep edilebilir. Genel BASK, söz konusu kararı üçte iki çoğunlukla reddederse, Tertip BASK kararı yürürlüğe girmez.

Yatırımcıların ihraççı nezdinde temsili ve haklarının takibi amacıyla "Borçlanma Aracı Sahipleri Temsilcisi" atanması da mümkündür. İlgili tertibin nominal bedelinin yarısından fazlasını temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin oyu ile seçilen bu temsilci, yatırımcılar ile ihraççı arasındaki ilişkileri yürütür. Temsilcinin görev ve yetkileri ile ücretine ilişkin hususlar izahname veya ihraç belgesinde düzenlenir.

BASK mekanizmasının en önemli hukuki sonuçlarından biri, temerrüt ve yeniden yapılandırma süreçlerinde ortaya çıkar. Borçlanma araçlarının geri ödemelerinde temerrüt oluştuktan sonra, BASK kararı ile borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarının değiştirilmesi (yeniden yapılandırma) halinde, yatırımcılar lehine önemli bir hukuki güvence mekanizması devreye girer. Buna göre, yapılandırma kararı alındığı andan itibaren, ilgili borçlanma aracının temerrüdü nedeniyle başlatılmış tüm icra takipleri durur, ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz kararları uygulanmaz. Ayrıca, bir takip işlemi ile kesilebilen zamanaşımı ve hak düşürücü süreler işlemez. Borçlanma aracından doğan yeni

yapılandırılmış borçlar ifa edildikten sonra ise duran takipler düşer. Bu hüküm, ihraççının üzerindeki baskıyı geçici olarak kaldırarak borcun ödenebilir hale getirilmesine olanak tanır.

1.5. Borçlanma Araçlarının Borsada İşlem Görmesi (İkincil Piyasa)

Borçlanma araçlarının birincil piyasa ihraç süreçleri tamamlandıktan sonra likidite kazanması ve yatırımcılar arasında el değiştirmesi, Borsa İstanbul bünyesindeki Borçlanma Araçları Piyasası'nda (BAP) gerçekleştirilmektedir. Hazine ve Maliye Bakanlığı ile özel sektör şirketleri tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarının işlem gördüğü merkezi platform olan bu piyasada; Borsa İstanbul düzenlemeleri gereği doğrudan işlem yapma yetkisi yalnızca Borsa üyesi olan bankalara, aracı kurumlara ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na aittir.

Piyanın en hacimli ve temel platformu olan Kesin Alım Satım Pazarı, Hazine tarafından ihraç edilen dış borçlanma araçları haricindeki kıymetlerin (Devlet İç Borçlanma Senetleri, Özel Sektör Tahvilleri ve Finansman Bonoları) mülkiyetinin nihai olarak el değiştirdiği, yani ikinci el işlemlerin döndüğü yerdir. Bu pazarın işleyişinde, işlem gören aracın türü ve ihraç yöntemi, yatırımcı erişimini belirleyen en kritik unsurdur. Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri uyarınca, yurt içinde halka arz edilen özel sektör borçlanma araçlarının Borsada işlem görmesi gerekir. Bu kategorideki araçlar için herhangi bir yatırımcı kısıtlaması bulunmamakta olup; bireysel ve kurumsal tüm yatırımcılar, aracı kuruluşları vasıtasıyla bu araçları serbestçe alıp satabilmektedir.

Halka arz edilmeksizin yalnızca nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilen özel sektör borçlanma araçlarında ise rejim farklılaşır. Bu ihraç türünde Borsa'da işlem görme zorunluluğu bulunmamaktadır; ihraççı, tercihi göre satışı borsa dışında (tezgahüstü) tamamlayıp aracı borsa kotuna aldırabilir. Ancak ihraççı, borçlanma aracının ikincil piyasasının olmasını tercih ediyorsa iki yol izleyebilir: Birincil piyasadaki satış işlemini doğrudan Borsa'nın "Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı" üzerinden gerçekleştirebilir veya satışı borsa dışında tamamlayıp sonrasında Borsa'ya kote ettirebilir. Her iki durumda da satış süreci tamamlandıktan sonra bu araçlar ikincil piyasa işlemleri için Kesin Alım Satım Pazarı bünyesinde işleme açılır. Önemli bir husus olarak; bu araçlar borsada işlem görse dahi, üzerlerindeki "nitelikli yatırımcı" kısıtlaması devam eder ve sistem, nitelikli vasfı olmayan yatırımcıların bu tahtalara emir iletmesini engeller.

Hazine tarafından ihraç edilen dış borçlanma araçları (Eurotahviller) ise döviz cinsinden işlem gördükleri Uluslararası Tahvil Pazarı'nda alınıp satılmaktadır.

Borçlanma araçlarının piyasa süreçlerini doğru analiz edebilmek için birincil ve ikincil piyasa ayrımının net bir şekilde yapılması gerekir. Özel sektör borçlanma araçlarının halka arzı, Borsa işlem platformunda değil, yetkili aracı kurumlar/konsorsiyumu vasıtasıyla yatırımcılardan talep toplanması suretiyle gerçekleştirilir²⁵. Yatırımcılar, halka arz aşamasında (birincil piyasa) taleplerini doğrudan aracı kurumlara iletir. Satış süreci tamamlanıp borçlanma araçları yatırımcı hesaplarına geçtikten sonra, bu kıymetlerin nakde dönüştürülebileceği veya yeni alımların yapılabileceği yer Kesin Alım Satım Pazarı, yani ikincil piyasadır. "Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı" ise, adından da anlaşılacağı üzere sadece bir "ihraç" (birincil piyasa) penceresidir; ihraççı tercih ederse ilk satışı burada yapar, ancak kağıdın vadesine kadar sürecek olan ikincil piyasa işlem süreci Kesin Alım Satım Pazarı'na devrolur.

²⁵ Mevzuatımızda borçlanma araçlarının 'Borsada Satış' yöntemiyle halka arz edilebileceği açıkça düzenlenmiş olsa da; bu yöntem fiilen tercih edilmemekte, ihraçlar istisnasız olarak 'Talep Toplama' usulüyle gerçekleştirilmektedir.

2. BORÇLANMA ARAÇLARINA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER

2.1. Sabit Getirili Menkul Kıymetler: Kavramsal Çerçeve

Sabit getirili menkul kıymetler, yatırımcıların ihraççı konumundaki devlete, kamu kuruluşlarına veya özel sektör şirketlerine belirli bir süre için borç verdikleri; bu borç karşılığında önceden belirlenmiş bir faiz veya getiri kuralı çerçevesinde varsa vade boyunca faiz (kupon) ödemeleri ile vade sonunda anaparanın geri ödenmesini öngören, borçlanma ilişkisini temsil eden menkul kıymetlerdir.

Bu varlık sınıfının "sabit getirili" olarak adlandırılması, yatırımcının her koşulda değişmez ve sabit bir kazanç elde edeceği anlamına gelmez. Buradaki "sabitlik", getirinin rakamsal kesinliğinden ziyade, nakit akışlarını belirleyen formülün ve ödeme takviminin sözleşmeye dayalı olarak önceden sabitlenmiş olmasından kaynaklanır. Örneğin, değişken faizli bir tahvilde kupon ödemeleri piyasa faizlerine göre değişse de faizin hangi referans orana (örneğin TLREF) göre hesaplanacağı ihraç anında "sabitlendiği" için bu araçlar da sabit getirili menkul kıymet sınıfında değerlendirilir.

Hisse senetlerinde temettü ödemeleri tamamen şirketin kârlılığına ve genel kurulun inisiyatifine bağlı iken, borçlanma araçlarında ihraççının faiz ve anapara ödeme yükümlülüğü hukuken bağlayıcı ve kesindir; ihraççının kâr veya zarar etmesinden etkilenmez. Bu bağlamda borçlanma aracı yatırımcısı, şirketin "ortağı" değil, "alacaklısı" konumundadır. Bu statü farkı, yatırımcıya şirketin yönetimine katılma hakkı vermez ancak tasfiyede öncelik hakkı verir. İhraççının iflası veya tasfiyesi durumunda, şirketin varlıklarından elde edilen nakit, pay sahiplerinden önce borçlanma aracı sahiplerinin alacaklarının ödenmesinde kullanılır.

İhraççı açısından bakıldığında ise borçlanma araçları yoluyla fon temini, mevcut ortakların pay oranlarını düşürmeden finansman sağlamasına imkân verir. Ancak bu yöntem, bilançodaki borçluluk oranını artırdığı için şirketin "finansal kaldıracını" yükseltir. Kaldıraç etkisi, uygun piyasa koşullarında ve doğru maliyetle borçlanıldığında şirketin özkaynak kârlılığını artırır; ancak faiz oranlarındaki yükseliş veya nakit akışı bozulmaları durumunda ihraççı için yönetilmesi gereken ciddi bir finansal risk (yeniden finansman riski) doğurur.

2.2. Finansman Tercihinde Banka Kredileri ve Borçlanma Araçları

Şirketlerin banka kredisi veya borçlanma aracı ihracı arasındaki tercihi, maliyetin yanı sıra stratejik ve operasyonel faktörlere de dayanır. Bankadan kredi kullanımı ile borçlanma aracı ihracı arasındaki en temel ayrım, fonun kaynağı ve işleyiş mekanizmasında yatmaktadır. Banka kredisinde şirket, bankanın topladığı mevduat veya özkaynak havuzundan fonlanırken, borçlanma aracı ihracında ise ihraççı, bankayı kredi veren konumundan çıkararak doğrudan tasarruf sahiplerine, fonlara veya sigorta şirketlerine ulaşır. Bu yapı, bankanın fonlama maliyeti üzerine eklediği operasyonel giderleri ve kâr marjını ortadan kaldırarak, teorik olarak hem ihraççı için daha düşük borçlanma maliyeti hem de yatırımcı için mevduattan daha yüksek bir getiri imkanı yaratır.

Nakit akışı yönetimi ve geri ödeme yapısı açısından bakıldığında, borçlanma araçları ihraççıya banka kredilerinin sunmadığı bir esneklik sağlar. Banka kredileri genellikle anapara ve faizin vade boyunca aylık veya dönemsel taksitler halinde ödenmesini (itfa edilmesini) gerektirir; bu durum, şirketin işletme sermayesi üzerinde düzenli bir nakit çıkış baskısı oluşturur. Buna karşılık borçlanma araçları, çoğunlukla vade boyunca sadece dönemsel kupon (faiz) ödemeli, anaparanın ise vade sonunda tek seferde ödendiği (balon ödeme) bir yapıya sahiptir. Bu yapı, şirketin yatırım projelerinden nakit akışı yaratana kadar anapara ödeme baskısı hissetmemesini ve nakit akışını projeksiyonlarına göre daha rahat yönetmesini sağlar.

Finansman tercihini etkileyen diğer kritik unsurlar teminat ve vade yapısıdır. Bankalar, kredi tahsis süreçlerinde genellikle ipotek, rehin veya kefalet gibi maddi teminatlar talep ederek şirketin varlıklarını bloke edebilir. Oysa borçlanma araçları, (Teminatlı Menkul Kıymetler gibi istisnalar hariç) çoğunlukla şirketin genel kredi değerliliğine ve itibarına dayalı olarak "teminatsız" ihraç edilir. Bu durum, şirketin teminat havuzunu başka projeler veya acil durumlar için serbest bırakmasına olanak tanır. Ayrıca vade açısından banka kredileri genellikle kısa veya orta vadeli ve belirli kalıplara sıkışmışken; sermaye piyasalarında, özellikle tahvil ihraçlarında daha uzun vadelere erişim imkanı ve vadenin piyasa koşullarına göre esnek belirlenmesi mümkündür.

Ancak, borçlanma aracı ihracının maliyet analizi yapılırken sadece yatırımcıya ödenecek kupon faizine odaklanmak yanıltıcı olabilir. İhraççının katlanması gereken operasyonel ve mevzuatsal maliyetler, "toplam maliyet yükü" hesaplamasına mutlaka dahil edilmelidir. Banka kredisinde genellikle dosya masrafı ve faiz dışında ek bir operasyonel maliyet bulunmazken, tahvil veya bono ihracı çok taraflı bir süreçtir. Öncelikle, (varsa) ihracın başarısı için satış sürecini yönetecek olan yetkili kuruluşa bir aracılık komisyonu ödenmesi gerekmektedir. İkinci olarak, derecelendirme kuruluşundan hizmet alınıyorsa derecelendirme ücretleri de maliyet kalemleri arasına girer. Mevzuatsal yükümlülüklerden kaynaklanan maliyetler de ihraç sürecinin ayrılmaz bir parçasıdır. İhraç tavanı onayı için Sermaye Piyasası Kurulu tarafından tahsil edilen Kurul ücreti, yürürlükteki tarifeye göre aracın vadesine bağlı olarak ihraç değeri üzerinden değişen oranlarda tahsil edilir. Buna ek olarak, borçlanma araçlarının kayden izlendiği Merkezi Kayıt Kuruluşu'na ödenen saklama ve üyelik ücretleri ile Kamuyu Aydınlatma Platformu katılım bedelleri de operasyonel maliyetlere dahil edilmelidir. Ayrıca, ihraç edilen borçlanma araçlarının ikincil piyasada likidite kazanması ve Borsa İstanbul'da işlem görmesi hedefleniyorsa, Borsa'ya ödenmesi gereken kotasyon ve yıllık işlem görme ücretleri de maliyet unsuru oluşturur. Tüm bu giderler, ihraççının banka kredisine kıyasla elde edeceği faiz avantajının bir kısmını absorbe edebilir. Dolayısıyla finansman kararı verilirken, ihracın nominal büyüklüğünün bu maliyetleri karşılayacak ölçekte olup olmadığı analiz edilmelidir.

Son olarak, operasyonel süreç ve prestij boyutu bu kararın diğer boyutunu oluşturur. Banka kredisi, banka ve şirket arasında kalan "özel" ve ikili bir işlem olup, pazarlık süreci hızlı sonuçlanabilir. Buna karşın borçlanma aracı ihracı; SPK tavan onayı, derecelendirme, ihraca ilişkin gerekli belgelerin hazırlığı gibi daha uzun, prosedürü yoğun ve şeffaflık gerektiren bir süreçtir. Ancak bu zorlu süreç, şirkete finansal piyasalarda çok önemli bir "kurumsal itibar" kazandırır. Halka (veya nitelikli yatırımcıya) yapılan bir ihraç, şirketin finansal verilerinin şeffaflığını ve kredibilitesini tescilleyerek, şirketin bilinirliğini artırır ve gelecekteki finansman olanaklarına erişimini kolaylaştırır.

3. BORÇLANMA ARAÇLARININ YAPISAL UNSURLARI

Borçlanma araçları; nominal değer, kupon oranı, kupon ödeme sıklığı, vade ve itfa esasları gibi ihraç anında belirlenen "yapısal unsurlar" çerçevesinde şekillenir. Bu unsurlar, borçlanma aracının nakit akışlarını ve taraflar açısından doğurduğu yükümlülükleri belirler.

3.1. Nominal Değer

Nominal değer (itibari veya yazılı değer); ihraççının, borçlanma aracının vadesi dolduğunda yatırımcıya geri ödemeyi taahhüt ettiği anapara tutarıdır. Türkiye uygulamasında gerek Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) gerekse özel sektör borçlanma araçları standart olarak 100 TL nominal değer üzerinden ihraç edilmektedir. Yatırımcının tahvili hangi fiyattan satın aldığına bakılmaksızın, borçlanma aracı vade sonuna kadar elde tutulduğu sürece ihraççı nominal değeri yatırımcıya ödemekle yükümlüdür.

3.2. Kupon Oranı

Kupon oranı, ihraççının tahvilin nominal değeri üzerinden yatırımcıya ödemeyi taahhüt ettiği yıllık faiz oranını ifade eder. Bu oran, tahvilin ihraç edildiği tarihte belirlenir ve sabit faizli tahvillerde tahvilin vadesi boyunca değişmeden kalır.

Finans terminolojisindeki "kupon" ifadesi, dijitalleşme öncesi dönemde basılı tahvillerin üzerinde yer alan ve faiz günü geldiğinde makasla kesilip bankaya verilerek tahsil edilen fiziksel kupon yapraklarından gelmektedir. Günümüzde işlemler tamamen elektronik ortamda (MKK nezdinde) yürütülse de periyodik faiz ödemeleri için bu terim kullanılmaya devam etmektedir.

Kupon ödemeleri, tahvilin o anki piyasa fiyatı üzerinden değil, daima nominal değer üzerinden hesaplanır. Türkiye uygulamalarında nominal değer genellikle 100 TL olarak belirlendiğinden, kupon oranı yatırımcının yıllık olarak elde edeceği faiz tutarının hesaplanmasında doğrudan bu tutar üzerinden uygulanır. Örneğin, %6 kupon oranına sahip 100 TL nominal değerli bir tahvilde yatırımcı, yıllık toplam 6 TL faiz geliri elde eder. Kupon ödemelerinin altı ayda bir yapılması halinde bu tutar, her biri 3 TL olmak üzere iki eşit ödeme şeklinde gerçekleştirilir. Türkiye'deki borçlanma aracı ihraçlarında kupon ödemeleri genellikle 3 ayda bir (yılda 4 kez) veya 6 ayda bir (yılda 2 kez) gerçekleştirilir. Bununla birlikte, vadesi boyunca hiç faiz ödemesi yapmayan, bunun yerine nominal değerden daha düşük bir fiyatla satılıp vade sonunda nominal değerinin ödenmesiyle getiri sağlayan "kupsuz" (zero-coupon) borçlanma araçları da mevcuttur. Kupsuz borçlanma araçlarında; getiri, ihraç ve itfa fiyatı arasındaki farktan oluşur.

Kupon oranı ile tahvilin yatırımcıya sağladığı getiri kavramlarının birbirinden ayrılması önemlidir. Kupon oranı, ihraççı tarafından sözleşmeye yazılan ve nakit akışını belirleyen sabit bir parametredir. Tahvilin getirisi ise, yatırımcının tahvili hangi fiyattan aldığına göre değişen dinamik bir kavramdır. Eğer yatırımcı bir tahvili nominal değerinin altında (iskontolu) satın alırsa, vadeye kadar elde edeceği bileşik getiri, kupon oranından daha yüksek olacaktır. Dolayısıyla aynı kupon oranına sahip iki tahvil, ikincil piyasada farklı fiyatlardan işlem görmeleri halinde yatırımcılarına vade sonunda farklı getiriler sunar.

3.3. Sabit ve Değişken Kupon Yapıları

Borçlanma araçları, kupon yapısına göre temel olarak "sabit faizli" ve "değişken faizli" olmak üzere iki ana kategoride ihraç edilir. Bu ayrım, borçlanma aracının vadesi boyunca uygulanacak faiz oranının belirlenme yöntemine dayanır ve yatırımcı açısından üstlenilen risklerin niteliğini (özellikle piyasa riskini) doğrudan belirler.

a) Sabit Kuponlu Araçlar: Kupon oranı ihraç anında belirlenir ve aracın vadesi boyunca değişmeden uygulanır. Bu yapıda nakit akışları kesin ve öngörülebilirdir; ancak yatırımcı, piyasa faiz oranlarında meydana gelebilecek değişimlere karşı korunmasızdır. Finans teorisindeki temel kural gereği; piyasa faiz oranlarının yükselmesi halinde, piyasaya kıyasla düşük kuponlu kalan sabit faizli aracın piyasa fiyatı düşer. Ters durumda, faizler gerilerse aracın fiyatı yükselir. Bu nedenle sabit faizli borçlanma araçlarında, vade uzadıkça artan bir "faiz oranı riski" taşınır.

b) Değişken Kuponlu Araçlar: Bu araçlarda kupon oranı sabit bir rakam değil, bir formüldür. Kupon, önceden belirlenmiş bir referans orana (gösterge) endekslenir ve her kupon döneminde (örneğin 3 ayda bir) güncel piyasa verilerine göre yeniden hesaplanır. Türkiye uygulamasında bu formül genellikle şöyledir:

$$\text{Kupon Oranı} = \text{Referans Oran} + \text{Ek Getiri (Spread)}$$

Burada referans oran; TLREF (Türk Lirası Gecelik Referans Faiz Oranı) veya BİST Endeksleri (Örneğin BIST TLREF Endeksi Değişimi) olabilir. "Ek getiri" (Spread) ise ihraççının kredi riskine göre belirlenen sabit marjdır. Kupon oranının dönemsel olarak güncellenmesi, bu araçların fiyatının piyasa faizlerindeki dalgalanmalardan sabit faizli olanlara kıyasla çok daha az etkilenmesini sağlar.

Bu standart yapıların yanı sıra, uygulamada daha sınırlı olmak üzere, sabit ve değişken faiz unsurlarını birlikte içeren hibrit kupon yapıları da kullanılabilmektedir. Bu tür ihraçlarda, kupon ödemesinin; ihraç belgesinde önceden belirlenen sabit bir oran ile referans bir faiz oranına belirli bir marj eklenmesiyle bulunan değişken oran arasından, belirlenen kurala göre hesaplanması mümkündür. Bu yapı, piyasa faizlerinin düşmesi halinde sabit faiz unsurunun; faizlerin yükselmesi halinde ise değişken faiz unsurunun yatırımcı açısından koruyucu bir rol üstlenmesini amaçlar.

3.4. İtfa Tarihi (Vade) Kavramı

İtfa tarihi (vade), ihraççının borçlanma aracından doğan yükümlülüğünü tamamen yerine getirip anaparayı yatırımcıya geri ödeyeceği nihai tarihi ifade eder. İtfa tarihi, nakit akışlarının zamanlamasını belirleyen en temel unsurdur ve ihraç sirkülerinde açıkça belirtilir.

Uygulamada TL cinsi devlet tahvili ve özel sektör tahvillerinde vadeler sıklıkla 10 yıl ve altında olmakla birlikte, daha uzun vadeli ihraçlar da mümkündür. Eurotahvillerde ise 30 yıla kadar vadelerde ihraçlar gerçekleştirilebilmektedir.

Sermaye Benzeri Borçlanma Araçları

Vade yapısı ve tahsilat önceliği açısından standart borçlanma araçlarından ayrıışan en önemli enstrüman türlerinden biri sermaye benzeri borçlanma araçlarıdır. Bu araçlar, özellikle bankalar tarafından özkaynak benzeri nitelik taşınması ve Basel düzenlemeleri kapsamında sermaye yeterliliği hesaplamalarına dahil edilebilmesi amacıyla ihraç edilmektedir.

Bu araçların vadesi genellikle çok uzundur veya bazı ihraçlarda vadesiz olarak yapılandırılabilir. Vadesiz ihraçlarda anapara geri ödeme tarihi bulunmamakta; ancak ihraççıya belirli bir süreden sonra (örneğin 5. veya 10. yıldan itibaren) geri çağırma hakkı tanınabilmektedir.

Tasfiye önceliği açısından bu araçlar, diğer tüm borçlanma araçlarından sonra, ancak pay sahiplerinden önce gelir. Bu nedenle ihraççının iflası veya tasfiyesi halinde, sermaye benzeri borçlanma aracı sahiplerinin alacaklarının tahsili, diğer borçlara kıyasla daha düşük önceliğe sahiptir.

Yatırımcının üstlendiği bu ilave riskler nedeniyle, sermaye benzeri borçlanma araçları, standart tahvillere kıyasla daha yüksek bir kupon getirisi sunma eğilimindedir.

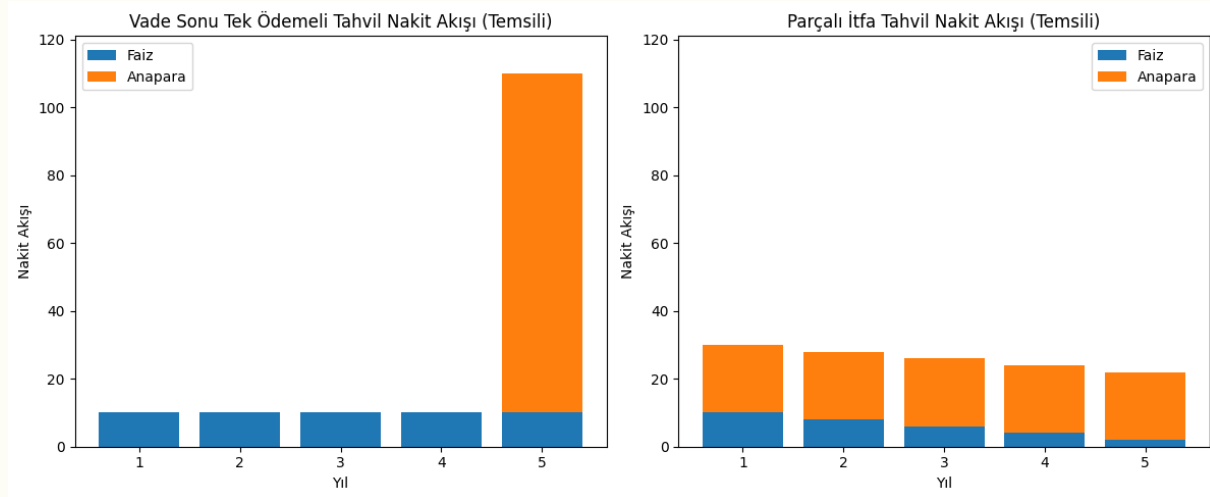
3.5. İtfa Yapısı

Borçlanma araçlarının tasarımında ihraççılar, nakit akışlarını yönetmek ve yükümlülüklerini varlıklarının vadesiyle uyumlu hale getirmek amacıyla farklı itfa yöntemleri kullanırlar. Buradaki temel ayrım, anaparanın vade sonunda tek seferde mi yoksa vade boyunca taksitler halinde mi geri ödendiğidir.

Piyasada en sık karşılaşılan “vade sonu tek ödemeli” yapıda, yatırımcı vade süresince yalnızca faiz geliri elde ederken, anapara vade sonunda toplu olarak geri ödenir. Bu yapı, ihraççıya vade boyunca anapara çıkışı yaratmayarak nakit akışında esneklik sağlar; ancak itfa tarihinde yapılması gereken yüksek tutarlı ödeme (Balon Ödeme), piyasa koşullarının olumsuzlaşması halinde şirketin yeniden

borçlanmasını (rollover) zorlaştırabilir. Buna karşılık, nakit akışlarının sade olması ve ara dönemlerde anapara geri ödemesi bulunmaması nedeniyle yatırımcının anapara tutarına ilişkin yeniden yatırıma yönlendirme riski vade sonuna kadar ertelenmiş olur. Türkiye’de ihraç edilen borçlanma araçlarının önemli bir bölümü bu yapı ile ihraç edilmektedir.

Buna alternatif olarak kullanılan parçalı itfa yönteminde ise anapara, önceden belirlenen bir takvim çerçevesinde vade boyunca kademeli olarak geri ödenir ve borç yükü zaman içinde azaltılır. Parçalı itfanın dengeli borç servisi olarak adlandırılan türünde, konut kredilerinde olduğu gibi her dönemde ödenen toplam taksit tutarı (anapara + faiz) sabitlenir. Vadenin başlarında taksitin büyük kısmı faiz ödemesinden oluşurken, zamanla anapara borcu azaldıkça taksit içindeki anapara payı artar. Bu yapı, ihraççının vade sonundaki yüklü ödeme riskini ortadan kaldırır.



Anüite Tahvilleri

TÜFE’ye Endeksli Anüite Devlet Tahvilleri, Türkiye tahvil piyasasında "Parçalı İtfa" yapısının en sofistike örneğidir. Teknik literatürde "Dengeli Borç Servisi" ilkesine göre tasarlanan bu tahvillerde, yatırımcıya her dönem ödenen "Reel Taksit Tutarı" vade boyunca sabittir; ancak nominal ödeme enflasyona göre artar. Her taksit hem anapara hem de faiz ödemesini içerir.

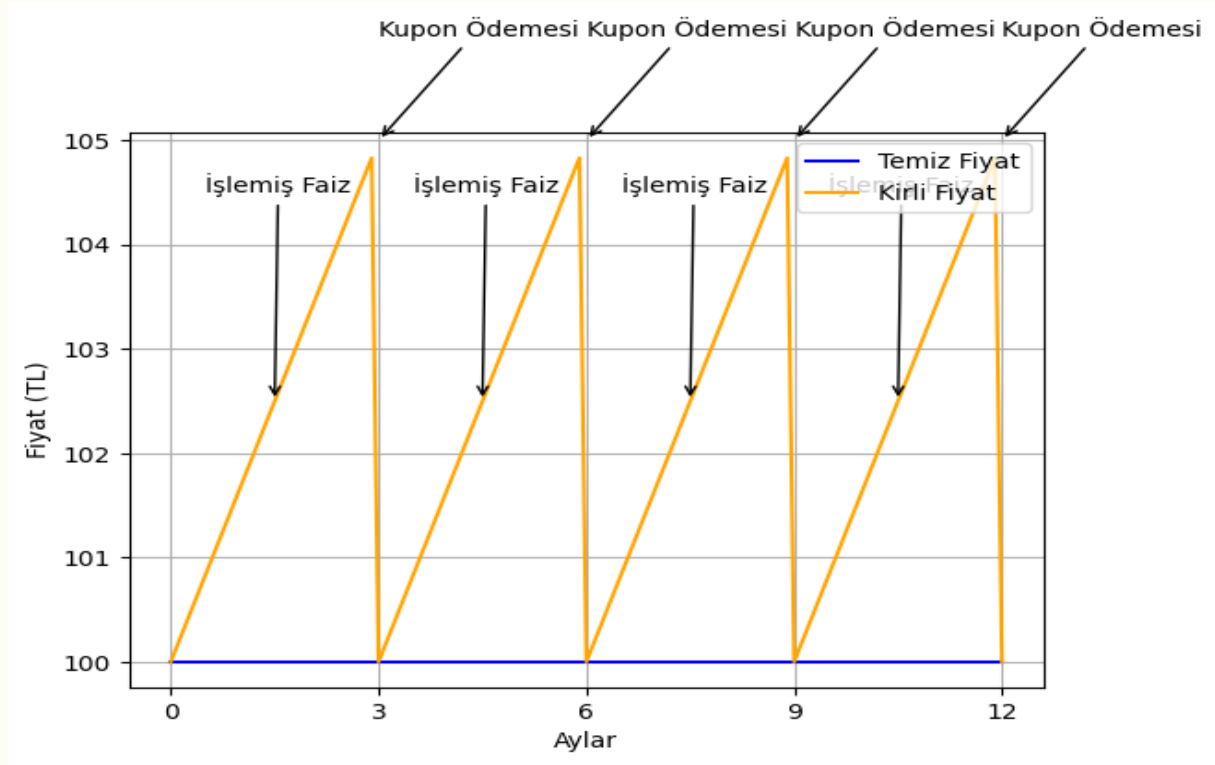
Temel ihraç amacı, Sigorta ve Emeklilik şirketlerinin "Yıllık Gelir Sigortası" kapsamındaki 20-30 yıla yayılan düzenli maaş ödeme yükümlülüklerini karşılamaktır. Genellikle 30 yıl vadeli ve 3 ayda bir kupon ödemeli olarak ihraç edilirler. Ayrıca yatırımcıyı deflasyona karşı koruyan bir getiri garantisi mekanizması bulunur.

Bu tahviller, Hazine tarafından talep toplama suretiyle "Doğrudan Satış" yöntemiyle ihraç edilir. Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası’nda işlem görme özelliği bulursa da niteliği gereği genellikle kurumsal portföylerde (sigorta şirketleri) vadeye kadar elde tutulan stratejik varlıklardır.

4. TEMİZ FİYAT, KİRLİ FİYAT VE İŞLEMİŞ FAİZ MEKANİZMASI

Borçlanma araçlarının ikincil piyasadaki fiyatlama mekanizması, hisse senetlerinden farklı olarak zamanla biriken faiz unsurunu dikkate alan dinamik bir yapı üzerine kuruludur. Tahvil faizleri (kuponlar) belirli dönemlerde ödenmekle birlikte, menkul kıymetler vadesinden önce her an el değiştirebilmektedir. İki kupon ödeme tarihi arasında gerçekleşen bir alım satım işleminde, satıcının tahvili elinde tuttuğu süreye tekabül eden faiz gelirinin alıcı ve satıcı arasında paylaşılması gerekmektedir. Bu paylaşım; işlemiş faiz, temiz fiyat ve kirli fiyat kavramları üzerinden yönetilir.

Kirli fiyat, işlemiş faizi de içeren ve takas işlemlerinde esas alınan fiyattır. Buna karşılık temiz fiyat, tahvilin üzerindeki birikmiş faizden arındırılmış, yalnızca piyasa arz-talebi ve faiz beklentilerine göre oluşan çıplak değeridir. Yatırımcılar ekranlarda temiz fiyatı görseler dahi, işlem gerçekleştirdiklerinde ödemekle yükümlü oldukları tutar, temiz fiyata işlemiş faizin eklenmesiyle bulunan kirli fiyattır. Temiz fiyatın kullanılmasının temel amacı, faiz birikiminin yarattığı suni fiyat hareketlerini dışlayarak tahvilin gerçek piyasa performansını analiz edebilmektir.



Bu iki fiyat arasındaki ilişki, zaman içindeki fiyat hareketlerini gösteren grafiklerde "Testere Dişi Modeli" olarak adlandırılan karakteristik bir desenle net bir şekilde görülmektedir. Yukarıdaki grafikten de görüleceği üzere, Temiz Fiyat, piyasa koşulları değişmediği sürece yatay bir seyir izlerken; Kirli Fiyat, her kupon dönemi başında temiz fiyat seviyesinden başlayarak, gün geçtikçe biriken işlemiş faiz etkisiyle doğrusal bir şekilde yükselir. Kupon ödeme günü geldiğinde, biriken faiz nakit olarak yatırımcıya ödendiği için kirli fiyat aniden temiz fiyat seviyesine (dikey olarak) geri döner. Eğer analizlerde kirli fiyat kullanılsaydı, grafikteki bu mekanik yükseliş ve düşüşler tahvilin değer kazandığı veya kaybettiği şeklinde yanlış yorumlanabilirdi. Bu nedenle finansal analizlerde temiz fiyat, takas işlemlerinde ise kirli fiyat esas alınır.

Burada kuponsuz (iskontolu) senetler için (Örneğin Hazine Bonoları) özel bir durum söz konusudur. Bu tür menkul kıymetlerde dönemsel bir kupon ödemesi bulunmadığından, birikmiş bir kupon faizinden bahsetmek mümkün değildir. İşlemiş faiz sıfır olduğu için, bu senetlerde Temiz Fiyat ve Kirli Fiyat birbirine eşittir. Dolayısıyla kuponsuz senetlerin fiyat grafikleri testere dişi modeli çizmez; vade sonuna doğru (piyasa koşulları değişmediği sürece) nominal değere (100 TL'ye) yaklaşan daha doğrusal bir seyir izler.

İşlemiş faizin hesaplanabilmesi için son kupon ödeme tarihi ile takas tarihi arasındaki fiili gün sayısı esas alınır. Türkiye uygulamasında DİBS'ler ve özel sektör tahvilleri için Gerçek/Gerçek (ACT/ACT) gün sayım yöntemi kullanılmakta; gün sayısı fiili takvim günlerine göre, yıl uzunluğu ise

ilgili döneme göre 365 veya 366 gün olarak dikkate alınmaktadır. İşlemiş faiz takas tarihine kadar hesaplanır, ancak faiz hakkı takasla birlikte alıcıya geçtiği için takas günü hesaba dahil edilmez.

Bu çerçevede işlemiş faiz hesaplamasında kullanılan temel formül şu şekildedir:

$$\text{İşlemiş Faiz} = \frac{\text{Nominal Değer} \times \text{Yıllık Kupon Oranı} \times \text{Gün Sayısı}}{365}$$

Konunun somut bir örnekle açıklanması gerekirse; nominal değeri 100 TL ve yıllık %6 kupon oranına sahip bir tahvilin kupon ödemelerinin her yıl 1 Haziran ve 1 Aralık tarihlerinde yapıldığı bir senaryo ele alınabilir. Bir yatırımcının bu tahvili 16 Eylül tarihinde satın aldığı ve hafta sonu tatilleri dikkate alındığında işlemin 19 Eylül tarihinde takas edildiği varsayıldığında, işlemiş faiz hesabı son kupon tarihi olan 1 Haziran ile takas tarihi olan 19 Eylül arasındaki fiili gün sayısı üzerinden yapılır. Bu süre zarfında Haziran ayından 30 gün (1 Haziran dahil), Temmuz ve Ağustos aylarından 31'er gün ve Eylül ayından takas günü hariç 18 gün (19 Eylül dahil değil) olmak üzere toplam 110 gün bulunmaktadır.

Bu veriler ışığında işlemiş faiz tutarı şu şekilde hesaplanır:

$$\text{İşlemiş Faiz} = \frac{100 \text{ TL} \times 0,06 \times 110}{365} = 1,81 \text{ TL}$$

Bu durumda alıcı, tahvilin temiz fiyatına ek olarak tahvil başına 1,81 TL işlemiş faiz ödeyecektir. 1 Aralık tarihinde yapılacak kupon ödemesinde tahsil edilecek 3,00 TL'lik (yıllık %6'nın yarısı) faizin 1,81 TL'lik kısmı alıcının daha önce ödediği tutarın geri dönüşü (mahsuplaşma), kalan 1,19 TL'lik kısmı ise alıcının tahvili fiilen elinde tutacağı 19 Eylül – 1 Aralık dönemine ait reel faiz geliri olacaktır.

5. KUPONSUZ SENET FİYATLAMASI

Kupon ödemesi bulunmayan ve vade sonunda yalnızca nominal değer üzerinden geri ödeme yapılan borçlanma araçlarına kuponsuz senetler denir. Türkiye piyasasında Hazine Bonoları ve Finansman Bonolarında çoğunlukla kuponsuz ihraçlar yapılır. Kuponsuz senetlerde yatırımcı, senedi nominal değerinin altında bir fiyattan satın alır ve vade sonunda nominal değer üzerinden ödeme olarak getiri elde eder. Bu nedenle bu senetler birikmiş faiz içermeksizin, yani temiz fiyat ve kirli fiyat ayrımı olmaksızın işlem görür; teknik olarak temiz fiyat kirli fiyata eşittir.

Türkiye uygulamasında kuponsuz senetlerin fiyatlamasında yaygın olarak 'Gerçek Gün / 365' (Actual/365) yöntemi kullanılmaktadır. Piyasa standardı gereği bu senetlerin fiyatlamasında basit faiz yöntemi esas alınır. Fiyatlama formülü şu şekildedir:

$$\text{Fiyat} = \frac{\text{Nominal Değer}}{1 + (\text{Basit Faiz Oranı}) \times \left(\frac{\text{Vadeye Kalan Gün}}{365} \right)}$$

Konuyu somutlaştırmak adına; nominal değeri 100 TL olan ve vadesine 180 gün kalan bir Hazine Bonosunun piyasada yıllık %20 basit faiz oranı ile işlem gördüğünü varsayalım. Bu durumda senedin fiyatı şu şekilde hesaplanacaktır:

$$\text{Fiyat} = \frac{\text{Nominal Değer}}{1 + (0,2) \times \left(\frac{180}{365}\right)}$$

Yatırımcı bu senedi bugün 91,02 TL ödeyerek satın alacak, vade sonuna kadar beklediğinde ise Hazine'den 100 TL tahsil edecektir. Aradaki 8,98 TL'lik fark, yatırımcının 180 günlük dönem getirisini oluşturur.

6. BASİT FAİZ VE BİLEŞİK FAİZ AYRIMI

Yatırımcıların sabit getirili menkul kıymetleri değerlemesinde kullandıkları getiri oranları, hesaplama metodolojisine göre basit faiz (nominal olarak ifade edilen getiri oranı) ve bileşik faiz (efektif getiri) olmak üzere iki temel sınıfa ayrılır. Bu iki kavram arasındaki fark, özellikle kupon ödemeli borçlanma araçlarında, ödeme sıklığının artmasıyla belirginleşir. Ayrımın teorik temeli, finans literatüründe "Yeniden Yatırım Varsayımı" olarak adlandırılan ilkeye dayanır. Basit faiz yaklaşımı, yatırımcının elde ettiği dönemsel nakit akışlarını (kuponları) vade sonuna kadar atıl bir şekilde beklettiğini varsayarken; bileşik faiz yaklaşımı, tahsil edilen her kuponun vakit kaybetmeksizin aynı getiri oranıyla tekrar yatırıma yönlendirildiğini ve faizin de faiz kazandığı dinamik bir süreci modellemektedir.

Bu mekanizmanın işleyişini ve kupon sıklığının efektif getiri üzerindeki etkisini somutlaştırmak adına, bir özel sektör tahvil ihracı üzerinden analiz yapmak yerinde olacaktır. Örnek olarak; ABC A.Ş. tarafından ihraç edilen, 1 yıl vadeli ve yatırımcısına her kupon döneminde %5 dönemsel getiri sağlayan bir bonoyu ele alalım. Bu bononun kupon ödeme sıklığının (yılda kaç kez ödeme yapıldığının) yatırımcının nihai servetine etkisini aşağıdaki formülasyonlarla hesaplayabiliriz.

Yıllık Basit Faiz (Nominal Getiri) Hesabı

Piyasa kotasyonlarında genellikle kullanılan basit faiz, dönemsel getirinin yıllık ödeme sayısı ile doğrusal olarak çarpılmasıyla bulunur. Bu yöntemde paranın zaman değeri ve ara dönemlerdeki yeniden yatırım getirileri ihmal edilir.

$$\text{Yıllık Basit Faiz} = \text{Dönemsel Getiri} \times \text{Yıllık Kupon Sayısı}$$

Örneğimizde, bononun 3 ayda bir (Yılda 4 kez) kupon ödediği varsayıldığında:

$$\text{Yıllık Basit Faiz} = \%5 \times 4 = \%20$$

Yıllık Bileşik Faiz (Efektif Getiri) Hesabı

Bileşik faiz, yatırımcının eline geçen gerçek (efektif) getiriye ifade eder. İlk dönem tahsil edilen kuponun kalan vadeler boyunca tekrar değerlendirilmesi prensibine dayanır.

$$\text{Yıllık Bileşik Faiz} = [(1 + \text{Dönemsel Getiri})^{\text{Yıllık Kupon Sayısı}}] - 1$$

Aynı örnek (3 ayda bir %5 getiri) için hesaplama yapıldığında:

$$\text{Yıllık Bileşik Faiz} = [(1 + 0,05)^4] - 1$$

$$\text{Yıllık Bileşik Faiz} = [1,2155] - 1$$

$$\text{Yıllık Bileşik Faiz} \approx \%21,55$$

Görüldüğü üzere, tabela faizi (basit faiz) %20 olmasına rağmen, yeniden yatırım etkisiyle yatırımcının elde ettiği efektif getiri %21,55 olarak gerçekleşmiştir.

Kupon ödeme sıklığının artması, nakit akışlarının daha erken tahsil edilmesine ve dolayısıyla paranın daha sık "yeniden yatırıma" dönmesine olanak tanır. Aşağıdaki tablo, yıllık basit faiz oranının %20 seviyesinde sabit kaldığı varsayımı altında, ödeme sıklığının artışına paralel olarak bileşik (efektif) getirinin nasıl yükseldiğini göstermektedir:

Tablo 3.1: Kupon Ödeme Sıklığına Göre Basit ve Bileşik Faiz Karşılaştırması

Kupon Ödeme Sıklığı	Dönemsel Getiri	Yıllık Basit Faiz (Nominal)	Hesaplama Mantığı (Üstel)	Yıllık Bileşik Faiz (Efektif)	Getiri Farkı (Spread)
Yılda 1 Kez	20,00%	20,00%	$(1 + 0,20)^1 - 1$	20,00%	0 Puan
6 Ayda Bir (Yılda 2)	10,00%	20,00%	$(1 + 0,10)^2 - 1$	21,00%	+100 Baz Puan
3 Ayda Bir (Yılda 4)	5,00%	20,00%	$(1 + 0,05)^4 - 1$	21,55%	+155 Baz Puan
Aylık (Yılda 12)	1,66%	20,00%	$(1 + 0,0166)^{12} - 1$	21,94%	+194 Baz Puan
Günlük (Repo)	0,05% (0,20/365)	20,00%	$(1 + 0,05)^{365} - 1$	22,13%	+213 Baz Puan

Tablodan da izlenebileceği üzere; basit faiz oranı matematiksel olarak aynı (%20) kalsa dahi, kupon ödeme sıklığı arttıkça bileşik getiri yukarı yönlü hareket etmektedir. Yılda bir kez ödeme yapan bir tahvil ile üç ayda bir ödeme yapan bir tahvilin basit faizleri eşit olsa bile, üç ayda bir ödeme yapan tahvil yatırımcısına vade sonunda kümülatif olarak daha yüksek bir servet transferi sağlar. Bu nedenle, sabit getirili menkul kıymet analizlerinde ve portföy tercihlerinde, yanıltıcı olabilen basit faiz oranları yerine, nakit akış sıklığını da fiyatlayan bileşik (efektif) faiz oranlarının kullanılması esastır.

7. TAHVİL GETİRİLERİNİN ÖLÇÜLMESİ

7.1. Getiri Kavramına Genel Bakış

Tahvil yatırımlarında fiyat tek başına yeterli bir değerlendirme ölçütü değildir. Yatırımcı açısından asıl önemli olan, üstlenilen risk ve ödenen bedel karşılığında elde edilecek toplam kazançtır.

Bu kazanç, yalnızca dönemsel kupon ödemelerinden (faiz geliri) değil; aynı zamanda tahvilin alış fiyatı ile vade sonunda geri alınacak nominal değer arasındaki farktan (sermaye kazancı/kaybı) da oluşur. Bu nedenle tahvil piyasalarında performansın ölçülmesi amacıyla birden fazla getiri kavramı geliştirilmiştir. Yatırımcıların en sık karşılaştığı temel getiri ölçütleri; Nominal Getiri, Cari Getiri ve Vadeye Kadar Getiri'dir.

7.2. Nominal Getiri (Nominal Yield)

En basit getiri ölçütü olan nominal getiri, tahvilin üzerinde yazılı olan kupon oranını ifade eder. Tahvilin nominal değeri (genellikle 100 TL) üzerinden ödenen yıllık faiz oranıdır ve piyasa koşullarından etkilenmez. Örneğin, yıllık %20 kupon oranına sahip bir tahvilin nominal getirisi %20'dir. Yatırımcı bu tahvili piyasada 80 TL'ye de alsa, 110 TL'ye de alsa nominal getiri sabit kalır. Bu yönüyle nominal getiri, tahvilin ihraç koşullarını tanımlasa da yatırımcının maliyetini dikkate almadığı için karlılık analizinde tek başına kullanılamaz.

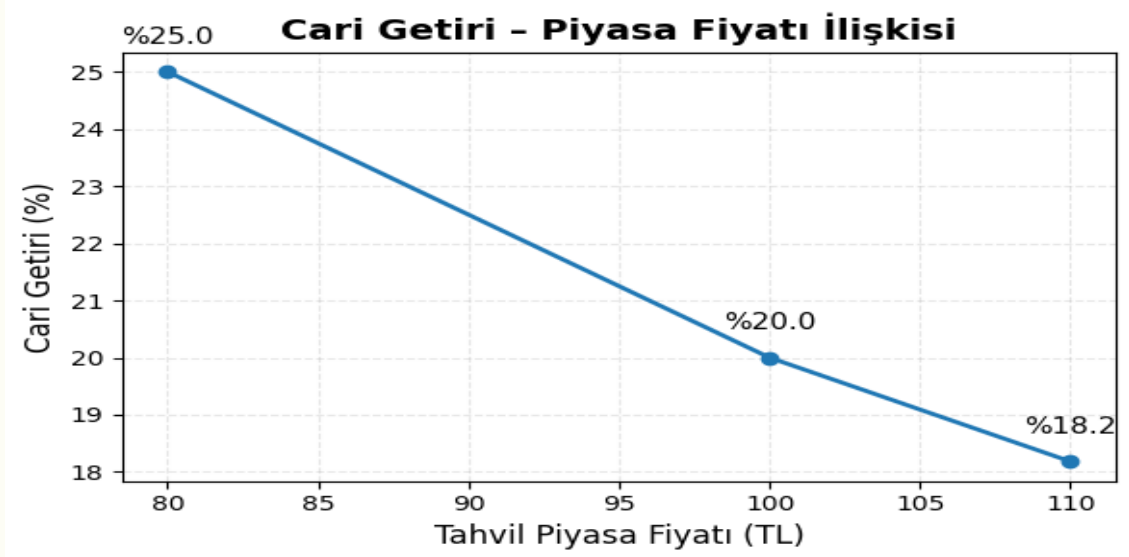
$$\text{Nominal Getiri} = \frac{\text{Yıllık Kupon Ödemesi}}{\text{Tahvilin Nominal Değeri}}$$

7.3. Cari Getiri (Current Yield)

Cari getiri, yatırımcının tahvili satın aldığı piyasa fiyatı karşılığında elde edeceği yıllık nakit akış verimini ölçer. Nominal getiriden farklı olarak cari getiri, tahvilin güncel piyasa fiyatını dikkate alır ve şu formülle hesaplanır:

$$\text{Cari Getiri} = \frac{\text{Yıllık Kupon Ödemesi}}{\text{Tahvilin Güncel Piyasa Fiyatı}}$$

Örneğin, nominal değeri 100 TL ve yıllık %20 kupon oranına (20 TL kupon ödemesi) sahip bir tahvilin piyasa fiyatının 80 TL olduğu varsayalım. Bu durumda cari getiri; $20 / 80 = \%25$ olarak hesaplanır. Görüldüğü üzere, tahvil iskontolu alındığı için cari getiri (%25), nominal getirinin (%20) üzerine çıkmıştır. Ancak bu ölçüt de vade sonunda oluşacak sermaye kazancını (80 TL'ye alıp 100 TL'ye itfa olma) ve kuponların yeniden yatırıma yönlendirilmesini dikkate almadığı için kısıtlı bir bakış açısı sunar.



7.4. Vadeye Kadar Getiri (Yield To Maturity – Ytm)

Tahvil değerlemesinin en kapsamlı ve en yaygın kullanılan ölçütüdür. Vadeye kadar getiri; yatırımcının tahvili satın aldığı tarihten vade sonuna kadar elde edeceği tüm kupon ödemelerini ve anapara itfasını içeren nakit akışlarının bugünkü değerini, tahvilin şu anki piyasa fiyatına eşitleyen iskonto oranıdır. Finansal literatürde bu oran "İç Verim Oranı" (Internal Rate of Return - IRR) olarak da adlandırılır.

YTM, şu iki temel varsayıma dayanır:

1. Tahvil vade sonuna kadar elde tutulacaktır.
2. Elde edilen kuponlar, vade sonuna kadar tekrar aynı orandan (YTM oranından) yatırıma yönlendirilecektir.

Matematiksel olarak YTM, aşağıdaki eşitliği sağlayan (r) oranıdır:

$$\text{Fiyat} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Kupon}}{(1+r)^t} + \frac{\text{Nominal Değer}}{(1+r)^n}$$

YTM, yatırımcının "bu tahvili alıp vadeye kadar tutarsam yıllık bileşik ne kadar kazanırım?" sorusunun en doğru cevabıdır.

Vadeye Kadar Getiri (YTM) hesaplaması teorik olarak kuponların vade sonuna kadar aynı orandan yeniden yatırılacağını varsaysa da piyasa gerçekleri her zaman bu varsayımı desteklemez. Piyasa faiz oranlarının düştüğü dönemlerde, yatırımcı tahsil ettiği kupon ödemelerini başlangıçtaki getiri oranından daha düşük bir oranla nemalandırmak zorunda kalır; bu duruma 'Yeniden Yatırım Riski' (Reinvestment Risk) adı verilir. Kupon faiz gelirinin yeniden yatırım riski, özellikle toplam getirinin büyük kısmının nakit akışlarına dayandığı yüksek kuponlu ve uzun vadeli tahvillerde daha belirgindir. Buna karşılık, vade boyunca herhangi bir kupon ödemesi yapmayan kuponsuz (iskontolu) tahvillerde ara nakit akışı olmadığından yeniden yatırım riski yoktur.

Getiri Ölçütlerinin Karşılaştırılması

Tahvilin piyasa fiyatının nominal değerinden farklılaşması, vade sonunda oluşacak "sermaye kazancı" veya "sermaye kaybı" nedeniyle getiri ölçütleri (Nominal Getiri, Cari Getiri, Vadeye Kadar Getiri) arasında matematiksel bir hiyerarşi oluşturur. Bu ilişki üç temel senaryoda özetlenmektedir:

İskontolu Tahviller (Fiyat < Nominal): Tahvil nominal değerinin altında alındığında, yatırımcı vade sonunda ilave bir sermaye kazancı elde eder. Bu nedenle toplam getiri (YTM) hem nominal hem de cari getiriden yüksek olur.

$$\text{Vadeye Kadar Getiri} > \text{Cari Getiri} > \text{Nominal Getiri}$$

Primli Tahviller (Fiyat > Nominal Değer): Tahvilin nominal değerinin üzerinde (primli) satın alınması durumunda, yatırımcı vade sonunda bir sermaye kaybı ile karşılaşır. Bu kayıp, toplam getiriyi kupon faizinin altına çeker.

$$\text{Nominal Getiri} > \text{Cari Getiri} > \text{Vadeye Kadar Getiri}$$

Başabaş Tahviller Getiri (Fiyat = Nominal Değer): Tahvilin nominal değerinden (par) işlem görmesi durumunda, herhangi bir sermaye kazancı veya kaybı oluşmaz.

$$\text{Nominal Getiri} = \text{Cari Getiri} = \text{Vadeye Kadar Getiri}$$

Özet Tablo: Fiyat ve Getiri Arasındaki Ters Yönlü İlişki

Tahvilin Fiyat Durumu	Getiri Sıralaması
İskontolu (Fiyat < 100)	YTM > Cari Getiri > Nominal Getiri
Başabaş (Fiyat = 100)	YTM = Cari Getiri = Nominal Getiri
Primli (Fiyat > 100)	Nominal Getiri > Cari Getiri > YTM

7.5. Enflasyon Etkisi ve Reel Getiri

Sermaye piyasalarında getiri analizinin en temel bileşeni, elde edilen nakit akışlarının zaman içindeki satın alma gücünü koruyup korumadığıdır. Nominal faiz oranları, yatırılan sermayenin parasal büyüklüğündeki artışı ifade etse de enflasyonist ekonomilerde bu artışın bir kısmı veya tamamı fiyatlar genel düzeyindeki yükseliş tarafından geri alınmaktadır. Bu nedenle tahvil değerlemesinde ve performans ölçümünde nihai referans noktası, enflasyondan arındırılmış **Reel Getiri**dir.

Nominal faiz oranı (i), reel faiz oranı (r) ve beklenen enflasyon oranı (π) arasındaki matematiksel ilişki, iktisat literatüründe Fisher Denklemi ile açıklanır. Bu ilişkiye göre; bir yatırımın nominal getirisi, reel getiri ile beklenen enflasyon oranının bileşik (geometrik) etkisinden oluşur.

Reel getirinin hesaplanmasında kullanılan temel eşitlik şöyledir:

$$\text{Reel Getiri (r)} = \left(\frac{1 + \text{Nominal Getiri (i)}}{1 + \text{Beklenen Enflasyon (\pi)}} \right) - 1$$

Pratik uygulamalarda ve düşük enflasyon ortamlarında, reel getiri genellikle "Nominal Faiz - Enflasyon" ($r \approx i - \pi$) şeklindeki doğrusal yaklaşımla tahmin edilir. Ancak bu yöntem, enflasyon oranının yüksek olduğu dönemlerde matematiksel sapmalara neden olur. Enflasyonun anapara ve faiz gelirleri üzerinde yarattığı geometrik aşınma etkisi, basit çıkarma işlemiyle hesaplanandan daha fazladır.

Bu durumu nominal faiz oranının (i) %50 ve enflasyon oranının (π) %40 olduğu bir senaryo üzerinden karşılaştıralım:

$$\text{Doğrusal Yaklaşım (Basit Fark): } \%50 - \%40 = \%10,00$$

$$\text{Fisher Denklemi (Gerçek Değer): } (1,50 / 1,40) - 1 = \%7,14$$

Görüldüğü üzere, basit hesaplama yöntemi reel getiriyi olduğundan yüksek göstermekte ve varlık fiyatlamasında hataya yol açmaktadır. Doğru analiz için Fisher Denklemi'nin kullanılması esastır.

Reel getiri, enflasyon verisinin niteliğine göre iki farklı perspektifle ele alınır:

Beklenen Reel Getiri: Yatırım kararının verildiği anda, nominal getiri ile piyasadaki "beklenen enflasyon" (π^e) verisi kullanılarak hesaplanır. Bu, yatırımcının vade sonunda elde etmeyi hedeflediği satın alma gücü artışıdır.

Gerçekleşen Reel Getiri: Vade sonunda, elde edilen nominal getiri ile o dönemde fiilen "gerçekleşmiş enflasyon" (π) verisi kullanılarak hesaplanır.

Sabit kuponlu tahvillerde, vade boyunca gerçekleşen enflasyonun beklenen enflasyondan yüksek olması ($\pi > \pi^e$) durumunda, yatırımcının elde ettiği gerçekleşen reel getiri, başlangıçta beklenenin altında kalacaktır. Bu durum, yatırımcının satın alma gücüne ilişkin belirsizlik yaratması nedeniyle enflasyon riski olarak tanımlanır.

7.6. Net Getiri ve Mevduat Eşleniği

Finansal piyasalarda varlık fiyatlamaları ve kotasyonlar, piyasa teamülleri gereği genellikle brüt (vergi öncesi) faiz oranları üzerinden gerçekleştirilir. Ancak yatırımcıların asıl odaklanması gereken oran, vergi kesintileri sonrası elde edilen Net Getiri'dir. Brüt faiz oranı teorik bir değerlemeyi ifade ederken; net getiri, yatırımcının vade sonunda realize ettiği, portföyüne fiilen giren ve harcanabilir nitelikteki nihai nakit akışını temsil eder. Dolayısıyla, farklı vergi rejimlerine tabi finansal enstrümanların karşılaştırılmasında brüt oranlar "gösterge" niteliğindeki net oranlar "karar verici" niteliktedir.

Türkiye sermaye piyasalarında, Hazine Bonosu gibi menkul kıymetler ile bankacılık ürünü olan vadeli mevduat, farklı stopaj (kaynakta kesinti) oranlarına tabi olabilmektedir. Bu asimetric vergilendirme yapısı, yatırımcıların performans ölçümünde "Mevduat Eşleniği" analizini kullanmasını gerektirebilir. Bu analiz, vergi avantajına sahip bir varlığın sunduğu net getiriyi elde edebilmek için, standart vergi oranına tabi bir mevduat hesabının sunması gereken brüt faiz oranını matematiksel olarak göstermeyi amaçlar.

Hesaplama Metodolojisi

Analiz süreci iki aşamalıdır: İlk olarak yatırım aracının vergi sonrası net getirisi tespit edilir, ardından bu net getiri referans alınan mevduatın vergi oranına göre brütleştirilir.

Kullanılan temel eşitlikler şöyledir:

1. Net Getiri (Realize Edilen Kazanç):

$$\text{Net Getiri} = \text{Brüt Faiz} \times (1 - \text{Stopaj Oranı})$$

2. Mevduat Eşleniği (Karşılaştırmalı Brüt Faiz):

$$\text{Mevduat Eşleniği} = \frac{\text{Net Getiri}}{(1 - \text{Mevduat Stopaj Oranı})}$$

Vergi avantajının getiri üzerindeki etkisini somutlaştırmak adına; aynı vadeye sahip (örneğin 3 ay) iki farklı risksiz varlığı inceleyelim:

- Varlık A (Hazine Bonosu): Yıllık %40 brüt basit faiz oranına sahip, finansal teşvik kapsamında stopaj oranı %0 olarak belirlenmiştir.
- Varlık B (Vadeli Mevduat): Getirisi üzerinden %20 oranında stopaj kesintisi yapılan standart mevduat ürünüdür.

İlk bakışta %40'lık bono faizi, piyasadaki %45-48 bandındaki mevduat faizlerinin altında görünebilir. Ancak yatırımcı için asıl olan vergi sonrası net getiridir.

Adım 1: Net Getiri Tespiti

Hazine Bonosu %0 stopaja tabi olduğu için brüt getiri, herhangi bir kesintiye uğramadan net getiriye dönüşür.

$$\text{Bono Net Getirisi: } \%40 \times (1 - 0,00) = \%40,00$$

Yatırımcının elde edeceği, harcanabilir %40'lık net getiri, referans noktasıdır.

Adım 2: Mevduat Eşleniğinin Hesaplanması

Yatırımcının bu %40'lık net getiriye, %20 vergi kesintisi olan banka mevduatında elde edebilmesi için gereken brüt faiz oranı (başabaş noktası) şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Mevduat Eşleniği} = \frac{0,40}{1 - 0,20} = \frac{0,40}{0,80} = \%50,0$$

Bu hesaplama göre, %0 stopajlı %40 faizli bir Hazine Bonosu, matematiksel ve finansal olarak %20 stopajlı %50 faizli bir vadeli mevduata eşdeğerdir. Sonuç olarak; piyasada mevduat faizleri %48 seviyesinde olsa dahi, %40 faizli Hazine Bonosu tercih edilmelidir. Zira %48 faizli mevduatın vergi sonrası net getirisi %38,40 seviyesinde kalırken, bononun sunduğu net %40,00 getiri, yatırımcının nihai servet birikimini maksimize eden seçenektir.

7.7. Baz Puan Kavramı

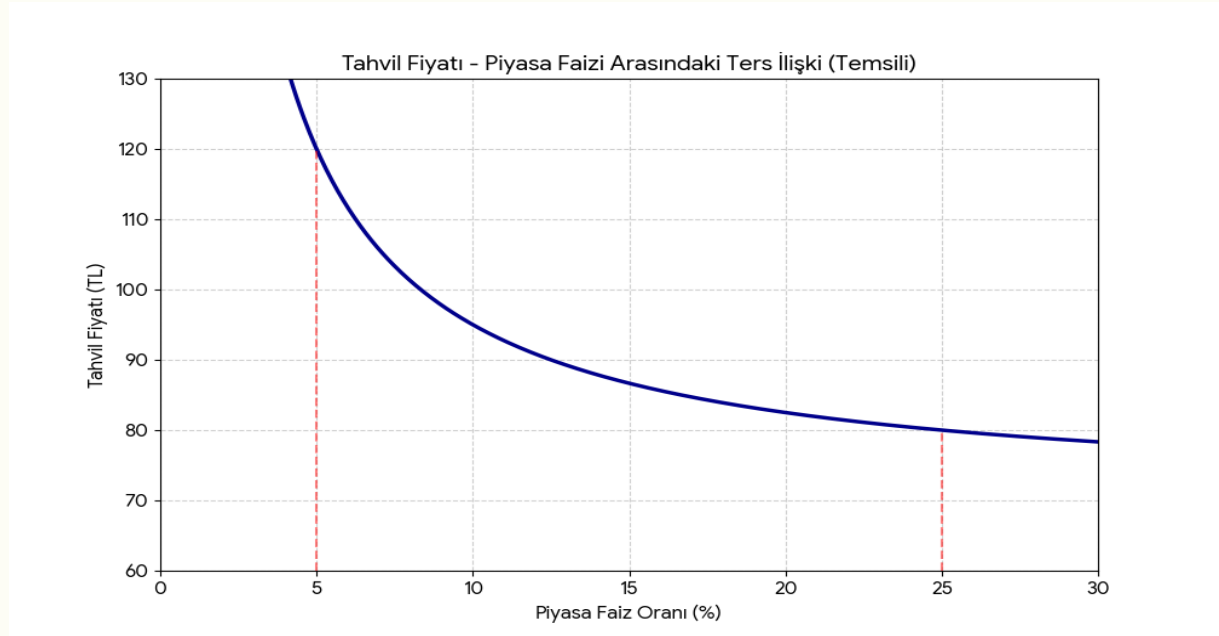
Finansal piyasalarda faiz oranlarındaki küçük değişimleri ve getiri farklarını net bir şekilde ifade etmek için "Baz Puan" (Basis Point – bps) kavramı kullanılır. Yüzdelik dilimlerin yaratabileceği karışıklığı önleyen bu ölçü biriminde, 1 baz puan %0,01'e (on binde bir) eşittir. Bu hesaba göre 100 baz puanlık bir değişim, tam %1'lik bir orana karşılık gelir. Örneğin, getirisi %4,50 olan bir tahvil ile %4,90 olan bir tahvil arasındaki fark, piyasa dilinde "40 baz puan" olarak ifade edilir.

Baz puan kullanımının temel amacı, iletişimdeki belirsizliği ortadan kaldırmaktır. Örneğin bir faiz oranının %10 seviyesinden %11 seviyesine çıkması durumunda "faizler %10 arttı" demek yanlış anlaşılmalara neden olabilir. Ancak "faizler 100 baz puan arttı" denildiğinde, artışın miktarı kesin olarak anlaşılır. Ayrıca bu kavram, tahvil piyasalarında risk primlerinin (spread) anlatımında da standarttır. Bir tahvilin referans faiz oranından (örneğin ABD Tahvili veya Türk Hazinesi) ne kadar daha yüksek getiri sunduğu, genellikle yüzdesel fark yerine doğrudan baz puan eklenerek ifade edilir.

8. TAHVİLLERDE RİSK-GETİRİ İLİŞKİSİ

Daha önce de bahsedildiği üzere, bir tahvilin nominal değeri, ihraççının vade sonunda yatırımcıya geri ödemeyi taahhüt ettiği anapara tutarını ifade eder. Türkiye piyasalarında tahvil fiyatları standart olarak 100 TL nominal değer üzerinden kote edilmekle birlikte, ikincil piyasalarda işlem gören fiyatın çoğu zaman bu seviyeden farklılaştığı görülür. Tahvil fiyatlarının nominal değerden sapması, piyasa mekanizmasının doğal bir sonucudur.

Tahvilin piyasa fiyatı, vade boyunca sağlayacağı faiz ve anapara ödemelerinin, cari piyasa faiz oranları kullanılarak bugüne indirgenmiş değeridir. Bu nedenle tahvilin ihracında belirlenen sabit kupon oranı ile piyasada sürekli değişen cari faiz oranı arasındaki ilişki, fiyatın nominal değerden sapmasının temel belirleyicisidir. Piyasa faizleri değiştikçe, tahvilin sunduğu sabit nakit akışlarının görece cazibesi de değişir ve fiyat bu yeni dengeye uyum sağlayacak şekilde oluşur.



Bu mekanizma sonucunda tahviller, kupon oranı ile piyasa faiz oranı arasındaki ilişkiye bağlı olarak farklı fiyatlamaya görünüşleri sergiler. Kupon oranının piyasa faizlerinin altında kaldığı durumlarda tahvil, yatırımcı açısından görece dezavantajlı hale gelir ve ancak nominal değerinin altında bir fiyattan alıcı bulabilir. Bu durumda tahvil iskontolu olarak işlem görür ve yatırımcı, vade sonunda

nominal değeri tahsil ederek aradaki farktan sermaye kazancı elde eder. Buna karşılık kupon oranının piyasa faizlerinin üzerinde olduğu durumlarda tahvil, sunduğu yüksek faiz ödemeleri nedeniyle daha cazip hale gelir; yatırımcılar bu nakit akışlarına sahip olabilmek için nominal değerin üzerinde bir fiyat ödemeye razı olur ve tahvil primli olarak işlem görür. Kupon oranı ile piyasa faizinin örtüştüğü durumlarda ise tahvil, nominal değeri civarında işlem görür ve başabaş fiyatlama söz konusu olur. Özellikle tahvillerin ilk ihraç edildiği gün, ihraç faizi piyasa koşullarıyla uyumluysa bu durum gözlemlenir.

Tahvil fiyatlarını bu farklı seviyelere taşıyan süreç yalnızca kupon-faiz ilişkisiyle sınırlı değildir. Gerçek piyasa fiyatı, yatırımcının tahvilden talep ettiği toplam getirinin bir yansımasıdır ve bu getiri üç temel risk bileşeninden oluşur. Bunlar aşağıda sıralanmaktadır:

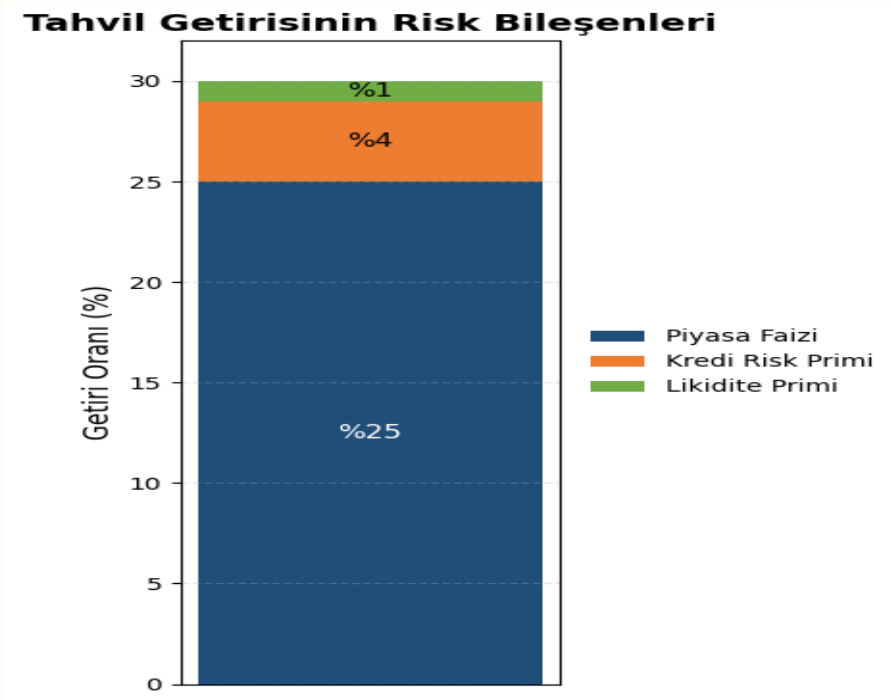
- a) **Faiz Oranı Riski:** Bunlardan ilki yukarıda değinildiği üzere piyasa faiz oranlarındaki değişimden kaynaklanan faiz oranı riskidir. Bu unsur, ihraççıdan bağımsız olarak tüm sabit getirili menkul kıymetleri etkiler. Aynı vadeye sahip devlet tahvilleri, özel sektör tahvilleri ve diğer sabit getirili araçlar, piyasa faizlerindeki değişimlere birlikte tepki verir.
- b) **Kredi Riski:** Kredi riski, ihraççının faiz ve anapara ödemelerini zamanında ve eksiksiz yerine getirememesi ihtimalini ifade eder. Yatırımcılar, risksiz faiz oranının üzerine, ihraççının kredi riskini telafi edecek bir risk primi ekleyerek beklenen getiriyi belirlerler. İhraççının mali yapısına veya genel ekonomik koşullara ilişkin olumsuz beklentiler oluştuğunda, talep edilen kredi risk primi artar. Getiri beklentisinin yükselmesi ise matematiksel olarak tahvil fiyatının düşmesine neden olur. Devlet tahvilleri, devletin vergilendirme ve para basma yetkisi nedeniyle kredi riski bakımından risksiz varlıklar olarak kabul edilirken, özel sektör tahvillerinde fiyatlar ihraççının kredi notundaki değişimlere duyarlıdır.
- c) **Likidite Riski:** Tahvil fiyatlamasında dikkate alınması gereken üçüncü unsur likidite riskidir. Likidite riski, yatırımcının sahip olduğu tahvili arzu ettiği zamanda ve adil piyasa değerine yakın bir fiyattan nakde çevirememesi ihtimalini ifade eder. Bir tahvilin ikincil piyasada yeterli işlem hacmine ve derinliğe sahip olmaması, yatırımcının satış sırasında önemli bir fiyat indirimi yapmak zorunda kalmasına yol açabilir. Bu durum en somut biçimde alım ve satış fiyatları arasındaki marjın genişlemesiyle kendini gösterir. Likiditesi yüksek tahvillerde bu marj dar iken, likiditesi sınırlı tahvillerde belirgin şekilde açılır. Likidite riski, yatırımcılar tarafından ilave bir getiri talebiyle telafi edilir. Kolayca nakde dönemeyecek bir varlığı portföye dahil eden yatırımcı, bu dezavantaj karşılığında ek bir likidite primi ister. Bu nedenle kredi notu ve vadesi birebir aynı olan iki tahvilden, piyasada daha az işlem göreni daha yüksek bir getiri oranıyla ve dolayısıyla daha düşük bir fiyatla işlem görür. Türkiye piyasasında Devlet İç Borçlanma Senetleri genel olarak yüksek likiditeye sahip olmakla birlikte, bu durum tüm ihraçlar için eşit değildir. Tahvil piyasasında likidite büyük ölçüde “gösterge tahvil” (benchmark veya on-the-run) kavramı etrafında yoğunlaşır. Hazine tarafından en son ihraç edilen ve piyasa tarafından referans vade olarak kabul edilen tahviller—örneğin iki yıl ve on yıl vadeli ihraçlar—piyasa yapıcı bankalar tarafından sürekli alım-satım kotasyonu verilen, işlem hacmi yüksek ve alım-satım marjı dar menkul kıymetlerdir. Bu tahviller, etkin fiyat oluşumunun gerçekleştiği ve yatırımcıların düşük işlem maliyetiyle pozisyon alıp kapatabildiği en likit devlet iç borçlanma senetlerini oluşturur. Buna karşılık, vadesine az kalmış veya ihracının üzerinden uzun zaman geçmiş olan eski tahviller (off-the-run), her ne kadar aynı ihraççı tarafından çıkarılmış ve aynı kredi riskine sahip olsalar da çoğu zaman önemli ölçüde daha düşük likiditeye sahiptir. Bu tür tahviller genellikle kurumsal yatırımcılar tarafından vade sonuna kadar elde tutulmak üzere portföylere alındığından, ikincil piyasada serbest dolaşımdaki miktarları azalır. Sonuç olarak, bu tahviller Borsa İstanbul’da kote olsalar dahi, işlem hacimleri sınırlı kalabilir ve etkin bir fiyat

oluşumu her zaman mümkün olmayabilir. Borsa İstanbul'da işlem gören tahvillere ilişkin olarak Borsa İstanbul tarafından yayımlanan işlem hacim bilgileri, son işlem görme tarihi gibi bilgilere bakılarak ilgili tahvilin likiditesi hakkında fikir sahibi olunabilir.

Bu çerçevede bir tahvilden beklenen getiri, piyasa faiz oranı üzerine ihraççıya özgü kredi ve likidite risk primlerinin eklenmesiyle oluşur. Bu ilişki aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$\text{Beklenen Getiri} = \text{Piyasa Faiz Oranı} + \text{Kredi Risk Primi} + \text{Likidite Risk Primi}$$

Örneğin, iki yıl vadeli bir Devlet İç Borçlanma Senedinin yıllık getirisi %25 ise, bu oran piyasa faiz oranı için temel bir referans oluşturur. Aynı vadeye sahip bir özel sektör tahvilinde yatırımcı, ihraççının kredi riskine karşılık yıllık %4, tahvilin sınırlı likiditesi nedeniyle de yıllık %1 ek getiri talep ediyorsa, bu tahvilin beklenen getirisi %30 seviyesinde oluşur. Bu farkın tamamı ihraççıya/ihraca özgü risklerden kaynaklanmaktadır.

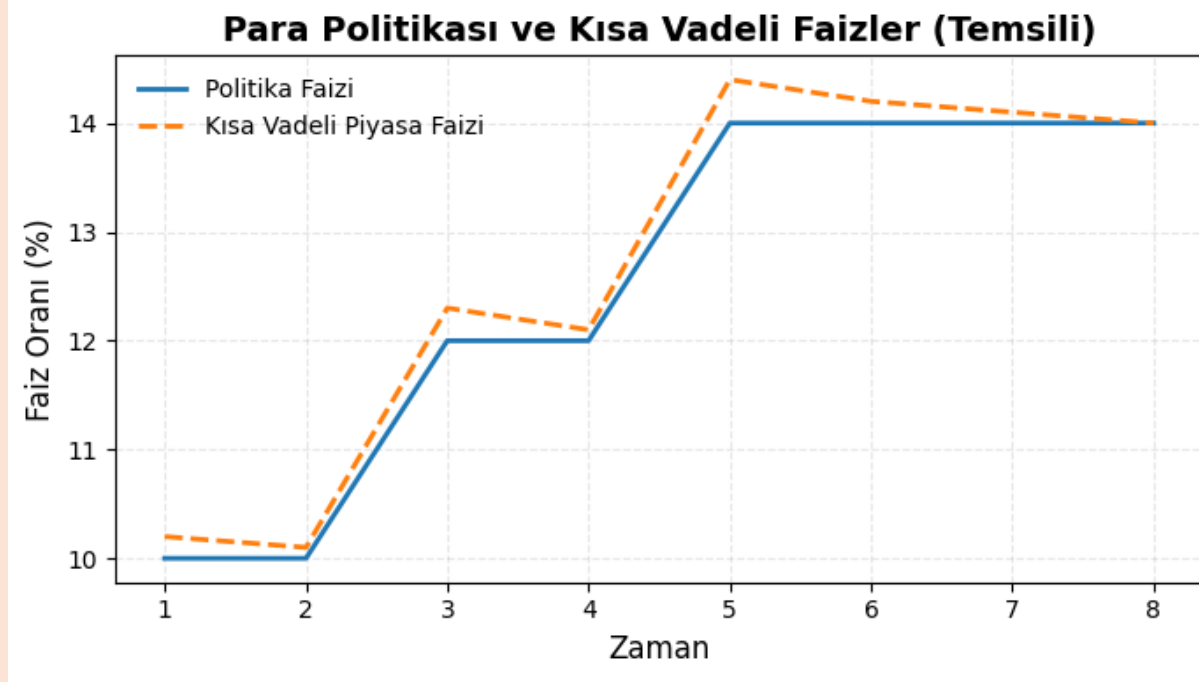


Sonuç olarak tahvil fiyatlarının nominal değerden sapması, tek bir faktörle açıklanamaz. Piyasa faiz oranları tüm sabit getirili menkul kıymetler için ortak bir temel oluştururken, kredi ve likidite riskleri her bir ihraç için ayrı ayrı fiyatlanır. Tahvil fiyatı, bu risk bileşenlerinin toplamını yansıtan beklenen getirinin doğal bir sonucudur.

8.1. Piyasa Faiz Oranları Nasıl Değişir?

Piyasa faiz oranları tek bir karar veya tek bir aktör tarafından belirlenmez; kısa vadede para politikası araçlarıyla yönlendirilirken, uzun vadede beklentiler ve ülkeye ilişkin risk algısı tarafından şekillendirilir. Bu ayrım, özellikle tahvil piyasalarında kısa ve uzun vadeli faizlerin neden farklı hareket edebildiğini anlamak açısından önemlidir.

Kısa dönemde piyasa faizleri üzerinde en belirleyici aktör merkez bankasıdır. Merkez bankaları, politika faiz oranlarını ve likidite koşullarını kullanarak para piyasası faizlerini doğrudan etkiler. Politika faizinde yapılan değişiklikler, gecelik ve kısa vadeli faizler üzerinden finansal sisteme hızla yansır. Bankaların fonlama maliyetleri değiştikçe, para piyasası ve kısa vadeli tahvil faizleri de bu yeni seviyeye uyum sağlar. Bu nedenle kısa vadeli faizler, merkez bankasının kararlarına ve iletişimine son derece duyarlıdır. Örneğin, sıkılaştırıcı bir para politikası duruşu kısa vadeli faizleri yukarı çekerken, gevşetici adımlar faizler üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturur.



Uzun vadeli faiz oranlarında ise merkez bankası etkisi daha sınırlı ve dolaylıdır ve beklentiler çok daha baskın bir rol oynar. Uzun vadeli tahvil faizleri, yatırımcıların yalnızca bugünkü politika faizini değil; gelecekteki enflasyon görünümünü, büyüme beklentilerini ve para politikasının orta-uzun vadede nasıl şekilleneceğini fiyatlamasıyla oluşur. Bu nedenle uzun vadeli faizler, çoğu zaman henüz gerçekleşmemiş ekonomik gelişmelere önceden tepki verir. Merkez bankasının ileriye dönük yönlendirmesi bu noktada kritik öneme sahiptir; zira piyasa, gelecekteki politika duruşunu bugünden fiyatlar.

Piyasa faiz oranlarının seviyesini etkileyen bir diğer önemli unsur ülke ekonomisine ilişkin risklerdir. Bir ülkenin kamu maliyesi, dış borçluluk düzeyi, ekonomik istikrarı ve siyasi görünümü, uluslararası yatırımcıların o ülkenin borçlanma araçlarına yönelik risk algısını doğrudan etkiler. Bu risk algısı, özellikle uzun vadeli faizler üzerinde daha belirgin olur. Ülkenin kredi derecelendirme notundaki değişiklikler veya görünüm revizyonları, devlet tahvili faizlerinin yükselmesine veya düşmesine neden olabilir. Kredi notundaki bir bozulma, yatırımcıların daha yüksek getiri talep etmesine yol açarken; not artışları veya risk algısındaki iyileşmeler faizler üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturur.

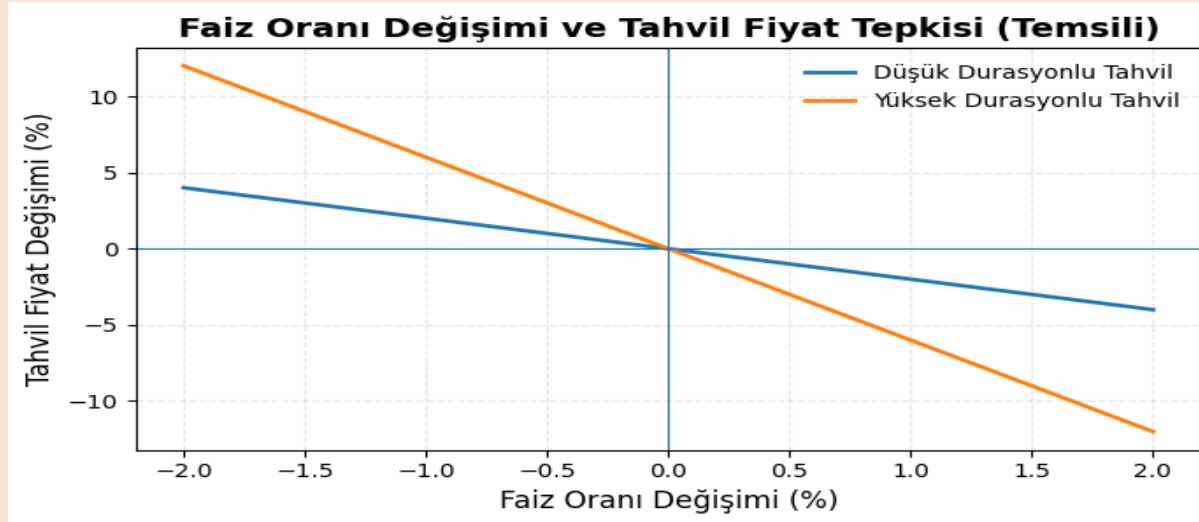
Bunlara ek olarak, küresel finansal koşullar da piyasa faiz oranları üzerinde önemli rol oynar. Küresel risk iştahındaki değişimler, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikaları ve uluslararası sermaye akımları, özellikle sermaye hareketlerine açık ekonomilerde yerel faiz oranlarını etkileyebilir. Küresel belirsizlik dönemlerinde yatırımcıların güvenli varlıklara yönelmesi, gelişmekte olan ülkelerin tahvil faizlerini yükseltebilirken; küresel likiditenin bol olduğu dönemlerde faizler daha düşük seviyelerde dengelenebilir.

Özetle piyasa faiz oranları, kısa vadede merkez bankası politikalarıyla yönlendirilirken, uzun vadede enflasyon beklentileri, ülke risk primi ve küresel finansal koşulların birleşimiyle şekillenir. Bu nedenle tahvil piyasasında gözlenen faiz hareketleri, yalnızca mevcut ekonomik verilerin değil, geleceğe ilişkin beklentilerin ve risk algısının da bir yansımasıdır.

8.2. Faiz Oranı Riski ve Duyarlılığın Ölçülmesi: Durasyon Yaklaşımı

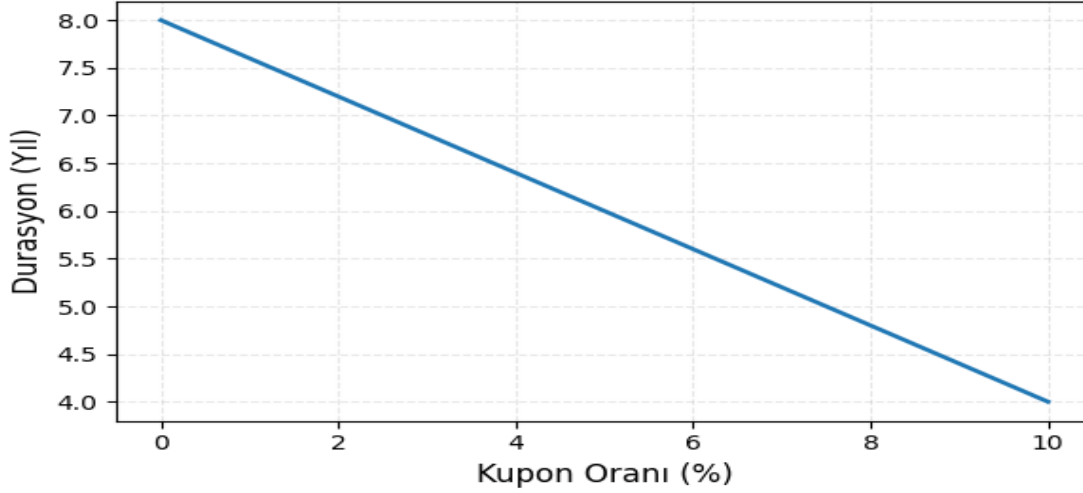
Sabit getirili menkul kıymetlerin değerlemesinde, piyasa faiz oranları ile tahvil fiyatları arasındaki ters yönlü ilişki temel bir ilke olarak kabul edilmektedir. Ancak tahvil fiyatlarının analizi bakımından, faiz oranlarındaki değişimin yalnızca yönünün değil, söz konusu değişimin fiyat üzerinde yaratacağı etkinin büyüklüğünün de değerlendirilebilmesi gerekmektedir. Bu amaçla finans literatüründe, faiz oranı riskinin nicel olarak ölçülmesinde **durasyon** kavramı kullanılmaktadır.

Durasyon, teknik olarak bir tahvilin gelecekte sağlayacağı tüm nakit akışlarının bugünkü değerleriyle ağırlıklandırılmış ortalama vadesini ifade eder. Bu yönüyle durasyon, yalnızca zaman boyutunu değil, aynı zamanda tahvilin faiz oranı değişimlerine karşı gösterdiği duyarlılığı da yansıtan temel bir ölçüttür. Durasyonu yüksek olan tahviller, piyasa faiz oranlarındaki değişimlere karşı daha hassas olup, faiz oranlarındaki aynı büyüklükteki değişimler karşısında fiyatlarında daha belirgin dalgalanmalar gözlenir.



Bir tahvilin durasyonunu belirleyen başlıca üç unsur bulunmaktadır: vade, kupon oranı ve vadeye kadar getiri oranı (YTM). Diğer koşullar sabitken (ceteris paribus), tahvilin vadesi uzadıkça, nakit akışlarının daha ileri tarihlere yayılması nedeniyle belirsizlik artar ve durasyon yükselir. Bu durum, uzun vadeli tahvillerin kısa vadeli tahvillere kıyasla faiz oranı riskine daha açık olmasına yol açar.

Kupon oranı ile durasyon arasındaki ilişki ise ters yönlüdür. Yüksek kuponlu tahviller, yatırımcıya vade boyunca daha erken ve daha yoğun nakit akışı sağladığından, tahvilin nakit akışlarının ağırlık merkezi bugüne yaklaşır. Bu durum durasyonun azalmasına ve tahvilin faiz oranı değişimlerine karşı görece daha düşük duyarlılık göstermesine neden olur. Buna karşılık, düşük kuponlu veya kuponsuz tahvillerde nakit akışları büyük ölçüde vade sonuna yoğunlaştığı için durasyon daha yüksektir ve bu tür tahviller faiz oranı riskine daha hassas yapıdadır.

Kupon Oranı ile Durasyon Arasındaki Ters İlişki (Temsili)

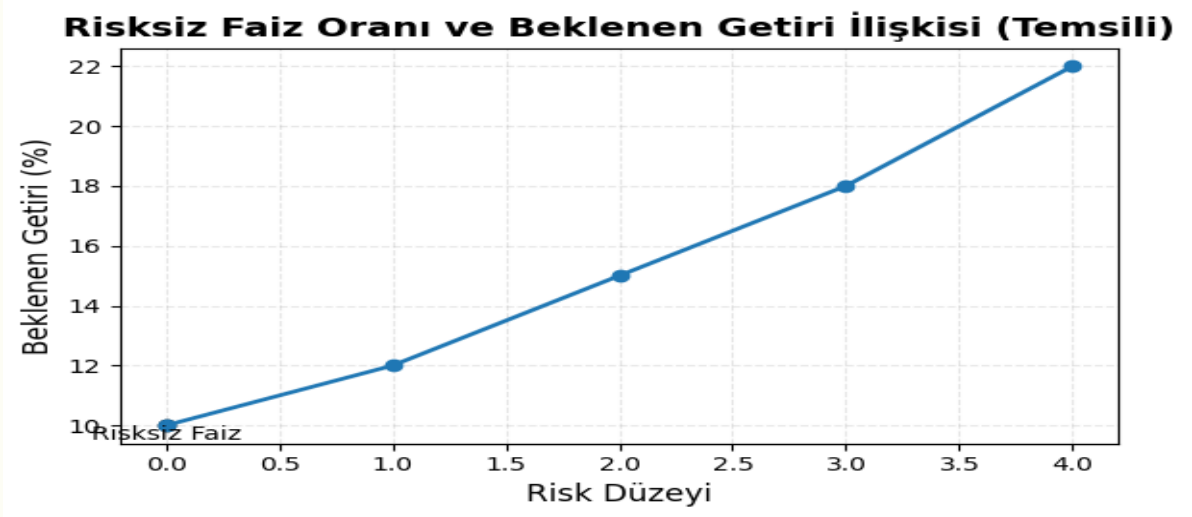
Benzer bir ters ilişki vadeye kadar getiri oranı (YTM) ile durasyon arasında da mevcuttur. Piyasa faizlerinin (iskonto oranının) yüksek olduğu seviyelerde, gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değeri matematiksel olarak azalır. Bu durum, tahvilin nakit akışlarının ağırlık merkezini bugüne yaklaştırarak durasyonu kısaltır. Bu nedenle, yüksek faiz ortamında işlem gören tahviller, düşük faiz ortamlarına kıyasla faiz riskine karşı daha az duyarlıdır. Ancak bu etki, aynı piyasa içindeki tahvillerin kıyaslanmasından ziyade, farklı faiz rejimlerinin (örneğin düşük faizli gelişmiş piyasalar ile yüksek faizli gelişmekte olan piyasalar) veya faiz oranlarının farklılaştığı ekonomik dönemlerin risk açısından karşılaştırılmasında belirleyicidir.

Faiz oranı riskinin fiyat üzerindeki etkisini pratik olarak tahmin edebilmek amacıyla, durasyon kavramı çoğunlukla düzeltilmiş durasyon (modified duration) biçiminde kullanılır. Düzeltilmiş durasyon, piyasa faiz oranlarında meydana gelecek %1'lik (100 baz puanlık) bir değişimin, tahvil fiyatında yaklaşık olarak yüzde kaçlık bir değişime yol açacağını gösteren bir duyarlılık ölçüsüdür. Bu yaklaşım, faiz-fiyat ilişkisinin doğrusal olduğu varsayımına dayanmakla birlikte, kısa vadeli ve sınırlı faiz değişimlerinde oldukça işlevsel bir analiz çerçevesi sunar.

Ancak faiz oranlarındaki değişimin büyüklüğü arttıkça, faiz-fiyat ilişkisi doğrusal olmaktan uzaklaşır; bu nedenle büyük faiz hareketlerinde durasyon tek başına yeterli olmayıp, fiyat eğrisinin eğimini dikkate alan konveksite ölçüsünün de analize dahil edilmesi gerekir.

9. RİKSİZ FAİZ ORANI (RİSK-FREE RATE)

Finansal piyasalarda alınan her yatırım kararı, üstlenilen risk ile hedeflenen getiri arasında kurulan hassas bir dengeye dayanır. Bu dengenin sağlıklı biçimde analiz edilebilmesi için, öncelikle yatırımcının hiçbir risk üstlenmeden ulaşabileceği teorik getiri düzeyinin tanımlanması gerekir. Finans literatüründe bu referans nokta Risksiz Faiz Oranı olarak adlandırılır ve bir yatırımcının, kredi riski üstlenmeksizin, vade sonuna kadar elde tutmak koşuluyla elde etmeyi bekleyebileceği getiriye ifade eder.



Buradaki “risksiz” kavramı mutlak bir güvenlik durumunu değil; kredi riskinden arındırılmış ve teorik olarak tanımlanmış bir referans getiriyi ifade eder. Gerçek dünyada enflasyon sürprizi, yeniden yatırım riski, likidite koşulları ve politika belirsizliği gibi unsurlar tamamen ortadan kaldırılamasa da risksiz faiz oranı bu unsurların analiz dışında bırakıldığı temel karşılaştırma noktası olarak kullanılır.

Risksiz faiz oranı, hisse senedi, özel sektör tahvili, gayrimenkul veya alternatif yatırım araçları gibi risk içeren tüm varlıklar için bir fırsat maliyeti işlevi görür. Yatırımcı açısından herhangi bir riskli varlığa yönelmenin anlamlı olabilmesi için, bu varlığın beklenen getirisinin risksiz faiz oranını aşması beklenir. Bu ilişki, aşağıdaki temel eşitlik ile ifade edilir:

$$\text{Beklenen Getiri} = \text{Risksiz Faiz Oranı (Nominal)} + \text{Risk Primi}$$

Bu çerçevede risk primi; yatırımcının kredi riski, likidite riski, piyasa oynaklığı ve belirsizlik gibi unsurları üstlenmesi karşılığında talep ettiği ilave getiriyi temsil eder. Teorik olarak, uzun vadede riskli varlıkların²⁶ beklenen getirilerinin risksiz faiz oranının üzerinde oluşması beklenir; ancak kısa vadeli piyasa koşulları, regülasyonlar veya makroekonomik dengesizlikler bu ilişkinin geçici olarak bozulmasına neden olabilir.

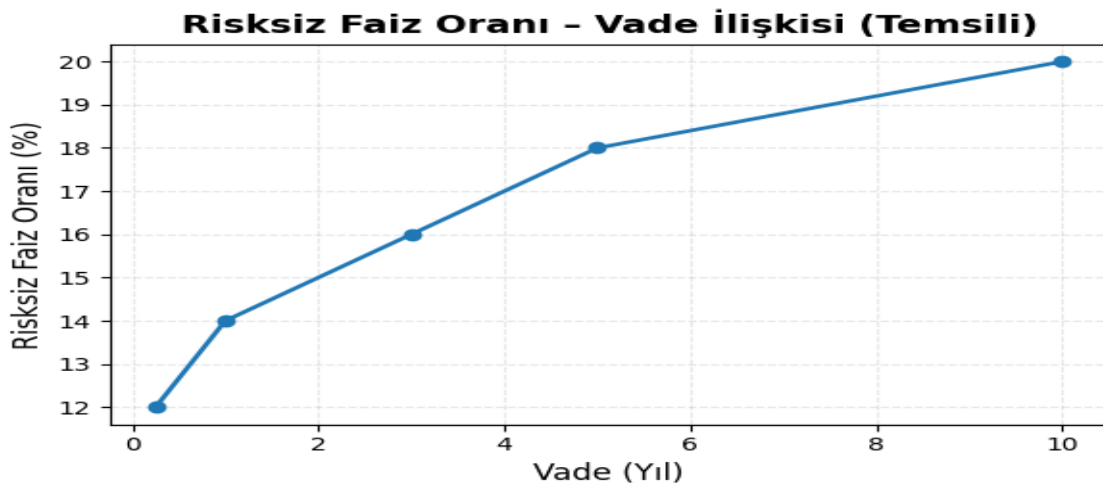
Uygulamada kusursuz anlamda “risksiz” bir varlık bulmak mümkün olmasa da yerel para cinsi devlet borçlanma araçları, bu tanıma en yakın enstrümanlar olarak kabul edilir. Bunun temel nedeni, egemen devletlerin yerel para cinsi yükümlülüklerinde vergi toplama yetkisine sahip olmaları ve para arzını yönetebilme kapasitelerinin bulunmasıdır. Küresel piyasalarda bu nedenle ABD Hazine Tahvilleri risksiz faiz oranı için temel referans olarak kullanılırken; Türkiye’de, Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilen Türk Lirası cinsi Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS), yerel para cinsinden risksiz faiz oranının pratikteki karşılığı olarak ele alınır.

Bununla birlikte, gelişmekte olan ekonomilerde “risksiz” kavramının daha dikkatli yorumlanması gerekir. Türkiye gibi yüksek ve oynak enflasyon geçmişine sahip ülkelerde, TL cinsi DİBS’ler kredi riski açısından güvenli kabul edilse dahi, yatırımcı açısından reel getiri belirsizliği

²⁶ Riskli varlıklardan oluşan iyi çeşitlendirilmiş bir portföy kast edilmektedir.

içerebilir. Bu nedenle, risksiz faiz oranının kullanımı her zaman makroekonomik bağlam ile birlikte değerlendirilmelidir.

Risksiz faiz oranının belirlenmesinde vade uyumu kritik bir öneme sahiptir. Risksiz faiz tek bir sabit oran değil, farklı vadelerdeki faiz oranlarından oluşan bir getiri eğrisidir. Sağlıklı bir değerlendirme veya finansal analiz için, referans alınan risksiz faiz oranının vadesi ile analiz edilen yatırımın vadesinin birbiriyle örtüşmesi gerekir. Örneğin, üç ay vadeli bir ticari işlemin fiyatlamasında kısa vadeli Hazine Bonosu getirileri esas alınırken; beş yıllık bir yatırım projesinin değerlendirilmesinde, vadesine beş yıl kalmış devlet tahvilinin getirisi dikkate alınmalıdır. Piyasada birebir aynı vadeye sahip bir kıymetin bulunmadığı durumlarda ise, mevcut vadeler arasındaki faiz oranları kullanılarak matematiksel bir ara değer (interpolasyon) hesaplanır.



Piyasa ekranlarında genellikle nominal faiz oranları takip edilse de ekonomik kararlarda asıl belirleyici olan "Reel Risksiz Faiz" oranıdır. Daha önce bahsedildiği üzere, finans literatüründe Fisher Denklemi ile açıklanan bu ilişkiye göre nominal faiz; "Reel Getiri" (tüketimi erteleme bedeli) ve "Enflasyon Beklentisi"nin (alım gücünü koruma payı) toplamından oluşur. Yatırımcı için refah artışı sağlayan kısım, enflasyon etkisi arındırıldıktan sonra kalan bu reel bileşendir. Bu oran nominal risksiz faiz gibi doğrudan gözlemlenemese de enflasyona endeksli devlet tahvillerinin (TÜFE'ye Endeksli DİBS) piyasada oluşan reel getirileri, risksiz reel kazancın en somut göstergesi olarak kabul edilir.

10. KREDİ RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ

10.1. Derecelendirme

Kredi riski, bir borçlanma aracının ihraççısının finansal yükümlülüklerini vadesinde ve tam olarak yerine getirememesi olasılığını ifade eder. Bu risk, özellikle sabit getirili menkul kıymetlerde yatırımcı açısından temel belirleyici unsurlardan biridir. Kredi riskinin ölçülmesi ve karşılaştırılabilir hâle getirilmesi amacıyla, finansal piyasalarda kredi derecelendirme mekanizması geliştirilmiştir.

Devletler tarafından kendi yerel para birimleri cinsinden ihraç edilen borçlanma araçları, ihraççı devletin vergilendirme yetkisi, para politikası araçlarını kullanabilme kapasitesi ve kamu gücüyle desteklenmesi nedeniyle, piyasa uygulamalarında genellikle en düşük kredi riskine sahip enstrümanlar olarak kabul edilir. Bu nedenle devlet tahvilleri, kredi riskinin ölçümünde ve fiyatlamasında diğer borçlanma araçları için bir referans noktası (benchmark) işlevi görür.

Ancak bu durum, yerel para cinsi devlet borçlarının kredi riskinden tamamen arındırılmış olduğu anlamına gelmez. Nitekim gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde, devletlerin kendi para birimleri cinsinden ihraç ettikleri borçlanma araçları da uluslararası kredi derecelendirme

kuruluşları tarafından derecelendirilmektedir. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri'nin ABD doları cinsinden ihraç ettiği Hazine tahvilleri uzun yıllar boyunca en yüksek kredi notuna sahip olmuş; ancak mali sürdürülebilirlik ve kurumsal risklere ilişkin değerlendirmeler çerçevesinde bu not geçmişte aşağı yönlü revize edilebilmiştir. Benzer şekilde Türkiye'nin Türk lirası cinsi devlet borçları da uluslararası ölçekte kredi derecelendirmesine tabidir.

Bu çerçevede, ülkelerin kendi para birimleri cinsinden ihraç ettikleri borçlarda nominal temerrüt riski teknik olarak sıfıra yakın kabul edilebilir (çünkü devletin para basma yetkisi vardır). Ancak bu durum yatırımcı için risksiz bir getiri anlamına gelmez. Devletlerin borçlarını ödemek için aşırı para arzına gitmesi kredi riskinden ziyade enflasyon riskini artırarak yatırımcının reel getirisini eritebilir. Ayrıca politika belirsizliği ve borç sürdürülebilirliği gibi unsurlar, piyasa fiyatlamalarında risk primlerinin (spread) dalgalanmasına yol açar. Dolayısıyla devlet tahvilleri, analizlerde "risksiz" değil; "varsayılan risksiz" (default risk-free) veya asgari riskli referans varlıklar olarak değerlendirilmelidir.

Devlet dışı ihraçlarda da kredi riskinin doğrudan ölçülmesi yatırımcılar açısından pratik olmadığından, bu alanda uzmanlaşmış Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının değerlendirmelerine başvurulur. Küresel piyasalarda bu alanda Moody's, Standard & Poor's ve Fitch Ratings gibi uluslararası kuruluşlar belirleyici konumda bulunurken; Türkiye iç piyasasında, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilmiş yerel derecelendirme kuruluşları da faaliyet göstermektedir.

Derecelendirme kuruluşları; ihraççının mali tablolarını, nakit akışı projeksiyonlarını, borçluluk yapısını, faaliyet gösterdiği sektörün özelliklerini ve genel makroekonomik koşulları bütüncül bir yaklaşımla analiz ederek, ihraççıya veya borçlanma aracına bir kredi notu tahsis eder. Bu not, ihraççının finansal yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesine ilişkin bir risk göstergesi niteliği taşır.

Kredi notları statik değildir. İhraççının mali yapısında, faaliyet ortamında veya makroekonomik koşullarda meydana gelen değişikliklere bağlı olarak zaman içinde yükseltilebilir (not artışı) veya düşürülebilir (not indirimi). Kredi notunun düşürülmesi, yatırımcıların algıladığı risk düzeyini artırarak talep edilen risk priminin yükselmesine ve buna bağlı olarak borçlanma aracının piyasa fiyatının düşmesine yol açabilir. Bununla birlikte, finansal piyasalarda not değişiklikleri çoğu zaman önceden fiyatlandığından, resmi not indirimi genellikle yatırımcı algısını pekiştiren bir işlev görür.

Uluslararası kredi derecelendirme sisteminde notlar genel olarak iki ana kategoriye ayrılır: Yatırım Yapılabilir Seviye (Investment Grade) ve Spekülatif / Yüksek Getirili Seviye (Speculative / High Yield). Yatırım yapılabilir seviyenin alt sınırı, birçok kurumsal yatırımcı için düzenleyici veya işsel yatırım kısıtları açısından kritik bir eşik niteliği taşır. Bu nedenle söz konusu eşik, piyasalarda önemli fiyat hareketlerine yol açabilmektedir.

Aşağıdaki tabloda, başlıca derecelendirme kuruluşlarının kullandığı notasyon sistemi ve risk sınıflandırması karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır:

Risk Kategorisi	Moody's	S&P/Fitch	S&P Açıklaması
Yatırım Yapılabilir Seviye	Aaa	AAA	En yüksek nottur. Finansal yükümlülükleri yerine getirmede çok çok yüksek kapasiteye işaret eder.
	Aa1, Aa2, Aa3	AA+, AA, AA-	Finansal yükümlülükleri yerine getirmede çok yüksek kapasitenin varlığını belirtir.
	A1, A2, A3	A+, A, A-	Finansal yükümlülükleri yerine getirmede yüksek kapasite vardır ancak olumsuz ekonomik koşullara ve değişen şartlara bir ölçüde duyarlıdır.
	Baa1, Baa2, Baa3	BBB+, BBB, BBB-	Finansal yükümlülükleri yerine getirmede yeterli kapasite vardır ancak olumsuz ekonomik koşullara daha fazla maruz kalabilir.

Risk Kategorisi	Moody's	S&P/Fitch	S&P Açıklaması
Spekülatif	Ba1, Ba2, Ba3	BB+, BB, BB-	Yakın vadede sorun yaratma olasılığı az ancak olumsuz iş, finansal ve ekonomik koşullar altında belirsizliklerin fazla olduğuna işaret eder.
	B1, B2, B3	B+, B, B-	Olumsuz iş, finansal ve ekonomik koşullara çok duyarlı olmakla beraber halihazırda finansal yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesi vardır.
	Caa	CCC	Halihazırda tehditlere açık ve finansal yükümlülüklerini yerine getirmesi olumlu iş, finansal ve ekonomik koşullara bağlı firmaları işaret eder.
	Ca	CC	Halihazırda tehditlere çok açık olduğunu gösteren nottur.
	C	C	İflas veya benzeri hukuki işlem yapılmış ancak finansal yükümlülüklerle ilişkin ödemeler devam ediyor.
Temerrüt	—	D	Finansal yükümlülükler yerine getirilemiyor yani ödeme yapılamıyor.

Tablodaki risk kategorileri arasındaki geçiş, doğrusal bir risk artışını değil; katlanarak artan bir risk yapısını ifade eder. Küresel veriler incelendiğinde, 'Yatırım Yapılabilir' seviyenin en altı (BBB) ile 'Spekülatif' seviyenin en üstü (BB) arasında temerrüt olasılığı açısından yaklaşık 4 katlık bir sıçrama olduğu görülmektedir. Örneğin, BBB notuna sahip varlıkların tarihsel temerrüt olasılığı %0,45 iken, sadece bir kademe alttaki BB notunda bu oran %1,96'ya yükselmektedir. Bu durum, kurumsal yatırımcıların neden 'Yatırım Yapılabilir' seviyeyi katı bir eşik olarak kabul ettiğini somut olarak göstermektedir.

Türkiye piyasası özelinde dikkat edilmesi gereken en önemli husus "Ulusal Ölçek" ile "Uluslararası Ölçek" arasındaki farktır. Uluslararası notlar, bir şirketi küresel ölçekte (diğer ülke şirketleriyle) kıyaslamak için; Ulusal Ölçek notları (genellikle sonuna 'tr' veya '(tur)' ibaresi eklenir), ihraççıyı yalnızca Türkiye sınırları içindeki diğer ihraççılarla kıyaslar. Örneğin, Türkiye'nin en güvenilir kurumlarından biri olan bir banka Ulusal Ölçekte "AAA (Trk)" notuna sahipken uluslararası ölçekte ülke riski nedeniyle daha düşük bir not alabilir.

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 SPK'nın sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde notun güncellenmesini gerektiren durumlarda düzenli olarak gözden geçirmesi zorunludur.

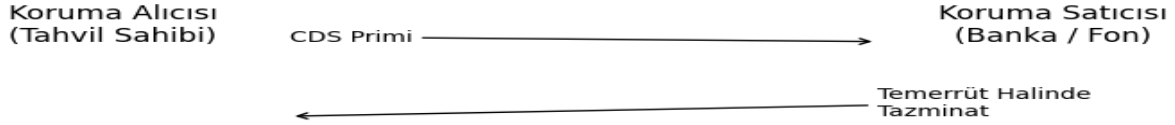
10.2. Kredi Temerrüt Takası (CDS)

Finansal piyasalarda kredi riskinin yönetimi ve fiyatlanmasında yaygın olarak kullanılan Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swap – CDS), hukuki ve teknik niteliği itibarıyla ihraç edilmiş bir menkul kıymet değil; tezgâhüstü piyasalarda (OTC) işlem gören, iki taraflı bir türev sözleşmedir. CDS sözleşmeleri işlevsel açıdan sigorta benzeri bir koruma mekanizması sunsa da hukuki ve düzenleyici açıdan bir sigorta sözleşmesi niteliği taşımaz.

Bu sözleşme yapısında bir tarafta, belirli bir borçlanma aracına veya ihraççıya ilişkin kredi riskine karşı korunmak isteyen koruma alıcısı, diğer tarafta ise belirli bir prim karşılığında bu riski üstlenmeyi kabul eden koruma satıcısı yer alır. Koruma satıcıları çoğunlukla küresel yatırım bankaları, hedge fonlar ve diğer kurumsal finansal kuruluşlardan oluşur. CDS piyasası pratikte kurumsal yatırımcılar arasında işlem görmekte olup, piyasa yapısı ve işlem büyüklükleri nedeniyle bireysel

yatırımcılara fiilen açık değildir. Bununla birlikte, CDS'e dayalı endeksler ve yapılandırılmış ürünler aracılığıyla bu piyasanın sunduğu risk göstergeleri bireysel yatırımcılar tarafından da yakından izlenir.

Kredi Temerrüt Takası (CDS) - Sözleşme Yapısı



CDS sözleşmeleri teknik olarak hem devletler hem de özel sektör ihraççıları için düzenlenebilir. Bu yönüyle CDS, yalnızca gelişmekte olan ülkelerin değil, kredi riski en düşük kabul edilen gelişmiş ülkelerin dahi borçlanma araçları için mevcut olan bir piyasa mekanizmasıdır. Nitekim piyasalarda Amerika Birleşik Devletleri, Almanya veya Japonya gibi ülkelerin borçlanma araçları için de CDS sözleşmeleri işlem görmekte; bu sözleşmelerin primleri sıfıra yakın seviyelerde oluşsa dahi, kredi riskinin piyasa tarafından tamamen yok sayılmadığını göstermektedir.

Piyasa ekranlarında ve finansal haber akışında sıklıkla “Türkiye CDS’i” olarak anılan gösterge ise, Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi’nin uluslararası piyasalarda işlem gören döviz cinsinden borçlanma araçlarını, yani Eurotahvillerini referans alan CDS sözleşmelerini ifade eder. Yerel para birimi cinsinden ihraç edilen devlet tahvillerinde nominal temerrüt riskinin düşük kabul edilmesi, CDS fiyatlamasının esasen ülkenin döviz yükümlülüklerini yerine getirememesi ihtimali üzerine yoğunlaşmasına yol açmaktadır. Bu nedenle CDS primleri, yerel para cinsi faiz oranlarından ziyade; ülkenin döviz kazanma kapasitesi, dış borç çevirme kabiliyeti ve küresel finansman koşullarıyla yakından ilişkilidir.

CDS sözleşmesinin nakit akış yapısı, sözleşme süresi boyunca bir kredi olayının gerçekleşip gerçekleşmemesine bağlıdır. Kredi olayı; temerrüt, borcun alacaklı aleyhine yeniden yapılandırılması veya borç ödemelerinin askıya alınması gibi, sözleşmede açıkça tanımlanmış durumları ifade eder. Kredi olayı gerçekleşmediği sürece, koruma alıcısı sözleşmede belirlenen CDS primini düzenli aralıklarla koruma satıcısına öder. Örneğin, beş yıl vadeli bir CDS sözleşmesinin 200 baz puan seviyesinde fiyatlanması, sözleşmenin dayandığı borçlanma aracının nominal değeri üzerinden yıllık yaklaşık %2 oranında bir koruma maliyeti oluştuğu anlamına gelir.

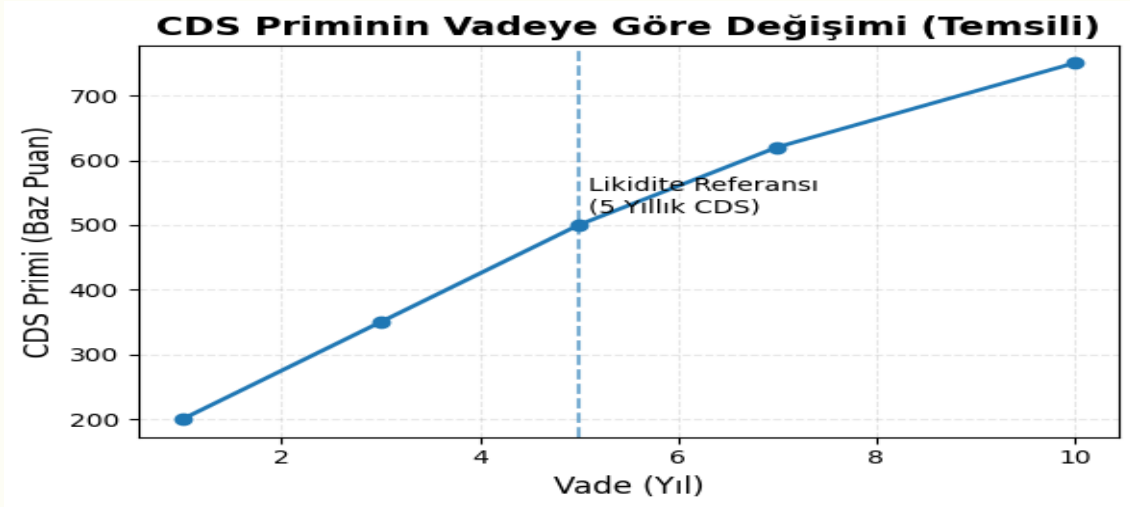
Buna karşılık bir kredi olayı meydana geldiğinde, sözleşme kapsamında nakit akışının yönü tersine döner. Bu durumda koruma satıcısı, sözleşme hükümleri çerçevesinde ya dayanak borçlanma aracını belirli bir değer üzerinden devralır ya da sözleşmede öngörülen kurtarma oranı dikkate alınarak oluşan kaybı nakden tazmin eder. Böylece CDS, yatırımcı açısından kredi riskinin belirli bir bedel karşılığında transfer edilmesini sağlayan bir mekanizma işlevi görür.

Ülke CDS primleri, yalnızca ilgili ülkenin borçlanma maliyetine ilişkin bir gösterge değil; aynı zamanda o ülkede faaliyet gösteren bankalar ve şirketler için de üst sınır niteliğinde bir risk göstergesi olarak değerlendirilir. “Ülke risk tavanı (sovereign ceiling)” yaklaşımı çerçevesinde, bir ülkede yerleşik şirketlerin ve finansal kuruluşların, mali yapıları ne kadar güçlü olursa olsun, uluslararası piyasalarda genellikle ilgili ülke hazinesinden daha düşük riskli kabul edilmediği varsayılır. Bu nedenle ülke CDS

primlerindeki artış, yalnızca Hazine'nin değil, yurt dışından döviz cinsinden borçlanmak isteyen tüm reel sektör ve finansal kuruluşların kredi faizleri üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturur.

Kredi riskinin ölçümünde CDS primleri ile kredi derecelendirme notları arasında yakın bir ilişki bulunsa da bu iki gösterge aynı hızda tepki vermez. Kredi derecelendirme notları, ihraççının finansal yapısına ilişkin daha kapsamlı ve görece uzun vadeli bir değerlendirmeyi yansıtırken; CDS primleri, piyasa katılımcılarının kredi riskine ilişkin anlık beklentilerini fiyatlara yansıtan daha dinamik göstergelerdir. Bu nedenle makroekonomik gelişmeler, jeopolitik riskler veya para politikası değişiklikleri karşısında CDS primleri, kredi derecelendirme notlarına kıyasla daha hızlı hareket edebilir. Uygulamada kredi notu değişikliklerinin çoğu zaman CDS primlerindeki kalıcı hareketlerin ardından gelmesi, CDS'lerin kredi riskine ilişkin öncü bir piyasa göstergesi olarak algılanmasına yol açmaktadır.

Piyasalarda en yüksek likiditeye sahip olan ve küresel ölçekte kredi riskinin temel göstergesi olarak izlenen CDS sözleşmeleri genellikle beş yıl vadeli düzenlenir. Beş yıllık CDS primi, ihraççının önümüzdeki beş yıllık dönemde temerrüde düşme ihtimaline karşı piyasanın talep ettiği ortalama risk primini ifade eder. Bu nedenle bu oran, tek bir yıla ait bir risk göstergesi olarak değil, belirli bir zaman aralığını kapsayan genel bir risk ölçüsü olarak değerlendirilir. Örneğin, vadesine iki yıl kalmış bir Eurotahvil için bakıldığında, beş yıllık CDS primi doğrudan birebir bir karşılık sunmaz. Ancak yatırımcılar bu oranı (kısa vadede temerrüt riskinin genellikle daha düşük olduğu varsayımıyla) daha aşağı bir seviyeye uyarlanması gereken bir referans olarak ele alır. Böylece CDS, faize otomatik olarak eklenen bir unsur olmaktan ziyade, tahvilin kalan vadesi boyunca üstlenilen kredi riskini yaklaşık olarak değerlendirmeye yardımcı olur.



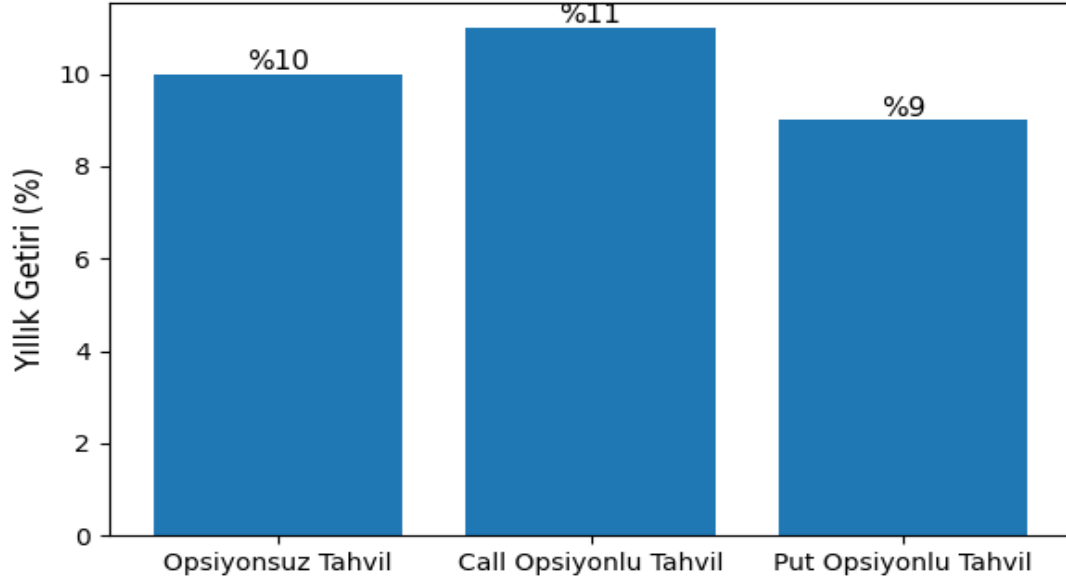
11. BORÇLANMA ARAÇLARINDA ERKEN İTFA OPSİYONLARI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği, borçlanma araçlarının vadesinden önce itfa edilmesine imkan tanıyan esnek bir yapı öngörmüş olup, Tebliğin 15. maddesi uyarınca tahvillerin ihraççının veya yatırımcının talebine bağlı olarak kısmen veya tamamen erken itfa edilebilir nitelikte ihraç edilmesi hukuken mümkündür. Bu opsiyonun kullanım şartları, tarihleri ve fiyatlama esaslarının ihracın başında belirlenerek izahname veya ihraç belgesinde yatırımcılara şeffaf bir şekilde duyurulması zorunlu kılınmış, böylece piyasada Geri Çağırma ve Geri Satma olarak bilinen iki temel mekanizmanın uygulanmasına mevzuatsal zemin hazırlanmıştır.

İhraççının geri çağırma opsiyonuna (Call Opsiyonlu Tahvil) sahip olduğu yapıda ihraççı, piyasa faizleri düştüğünde yüksek maliyetli borcunu kapatıp daha düşük maliyetle yeniden borçlanma hakkını saklı tutar. Ancak bu durum, yatırımcı için yeniden yatırım riski doğurur; yatırımcı anaparasını artık daha düşük faiz oranlarıyla değerlendirmek zorunda kalır. Bu asimetrik riski telafi etmek için yatırımcı daha yüksek bir kupon getirisi talep eder; yani ihraççı, elde ettiği esneklik karşılığında yatırımcıya dolaylı bir opsiyon primi öder.

Yatırımcının geri satma opsiyonuna (Put Opsiyonlu Tahvil) sahip olduğu yapıda yatırımcı, piyasa faizleri yükseldiğinde elindeki düşük getirili kağıdı ihraççıya iade edip, nakde dönerek parasını daha yüksek getirili yeni enstrümanlarda değerlendirme hakkını saklı tutar. Ancak bu durum, ihraççı için yeniden finansman riski doğurur; zira ihraççı, piyasa koşullarının zorlaştığı ve borçlanma maliyetlerinin arttığı bir dönemde aniden anapara geri ödemesi yapmak zorunda kalır. Bu asimetrik risk dağılımında yatırımcı, elde ettiği bu avantaj karşılığında piyasadaki opsiyonsuz benzer tahvillere kıyasla daha düşük bir kupon getirisine razı olur; yani ihraççıya dolaylı bir opsiyon primi ödemiş olur. Diğer değişkenler aynı kalmak şartıyla, opsiyonsuz bir tahvile kıyasla Call Opsiyonlu Tahvil daha yüksek bir kupon getirisi sunarken, Put Opsiyonlu Tahvil daha düşük bir kupon getirisi sunar.

Erken İtfa Opsiyonlarının Getiri Üzerindeki Etkisi (Temsili)

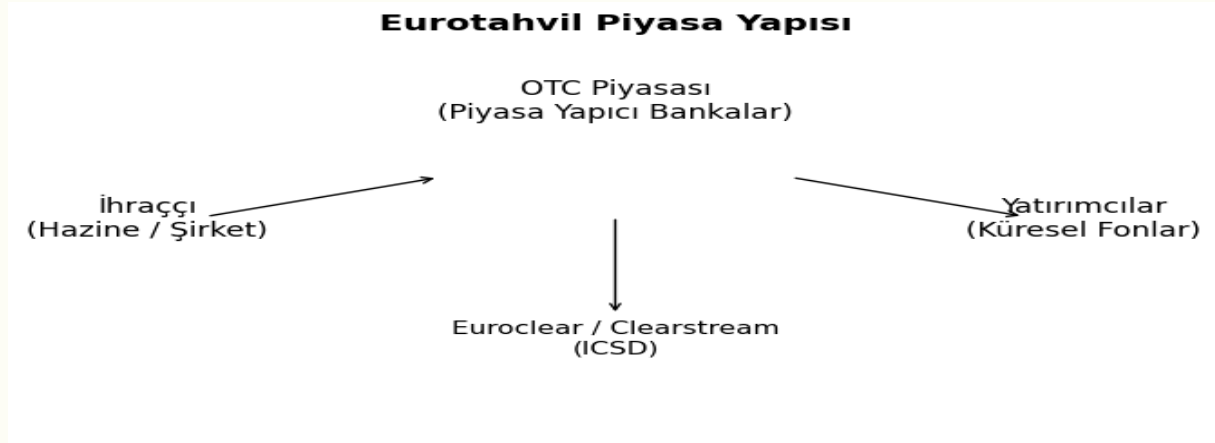


12. EUROTAVİLLER (EUROBONDS)

Eurotaviller, ihraççının yerleşik olduğu ülkenin iç sermaye piyasası dışında ve genellikle kendi ulusal para birimi haricinde bir döviz cinsi (örneğin ABD doları veya euro) üzerinden ihraç ettiği borçlanma araçlarıdır. Kavramdaki “euro” ifadesi, menkul kıymetin Avrupa’da ihraç edilmesini veya para birimini değil; ihracın tek bir ülkenin yerel mevzuatına bağlı kalmaksızın, uluslararası piyasa teamülleri çerçevesinde yapılandırılmasını ifade eder. Bu yönüyle eurotaviller, küresel yatırımcı tabanına hitap eden sınır aşan finansman araçlarıdır.

Eurotahvil ihraçları; devletler ve özel sektör şirketleri tarafından gerçekleştirilebilir. Devletler açısından eurotaviller, döviz cinsinden uzun vadeli finansman sağlamanın temel araçlarından biridir. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilen döviz cinsi eurotaviller, ülkenin uluslararası borçlanma kapasitesinin ve yabancı yatırımcılar nezdindeki kredi algısının önemli göstergeleri arasında yer alır. Türkiye özel sektöründe ise bankalar ve büyük ölçekli şirketler, vade yapısını uzatmak ve finansman kaynaklarını çeşitlendirmek amacıyla eurotahvil piyasasını aktif biçimde kullanmaktadır.

Eurotahviller hukukî olarak genellikle hamiline yazılı küresel senet yapısındadır; ancak fiziksel senet dolaşımı bulunmaz. Menkul kıymetler, uluslararası saklama kuruluşları olan Euroclear ve Clearstream nezdinde elektronik ortamda saklanır. Kupon ödemeleri uluslararası piyasa uygulamalarına uygun şekilde çoğunlukla kaynaktan vergi kesintisi yapılmaksızın brüt olarak gerçekleştirilir. Ancak bu durum vergisiz olduğu anlamına gelmez; yatırımcının mukim olduğu ülkenin mevzuatına göre (örneğin Türkiye’de beyan usulü) vergi yükümlülüğü doğabilir.



Eurotahviller yapısal olarak sabit kuponlu, değişken faizli veya sürdürülebilirlik bağlantılı (ESG) gibi farklı türlerde ihraç edilebilir. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilen ABD doları cinsi eurotahvillerde kupon ödemeleri genellikle altı ayda bir, euro cinsi ihraçlarda ise çoğunlukla yılda bir kez yapılmaktadır.

Bu tahvillerin ikincil piyasa işlemleri ağırlıklı olarak küresel ölçekte tezgâhüstü piyasalarda (OTC) gerçekleşir. Fiyatlama, uluslararası yatırım bankaları ve piyasa yapımcılar tarafından sağlanan kotasyonlar üzerinden oluşur ve likiditenin ana kaynağı bu piyasadır. Türkiye’de ise yerel yatırımcıların erişimini kolaylaştırmak amacıyla, Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası bünyesinde, başta Hazine eurotahvilleri olmak üzere kamu dış borçlanma araçlarının işlem gördüğü organize bir Eurotahvil Pazarı bulunmaktadır.

Eurotahvil işlemlerinde genel olarak International Capital Market Association (ICMA) kuralları esas alınır. Takas işlemleri çoğunlukla T+2 valörüyle gerçekleştirilir. Birikmiş faiz hesaplamaları, ihraç sırasında belirlenen gün sayım esasına göre yapılır; Hazine tarafından ihraç edilen ABD doları cinsi eurotahvillerde bu yöntem genellikle 30/360²⁷ şeklindedir.

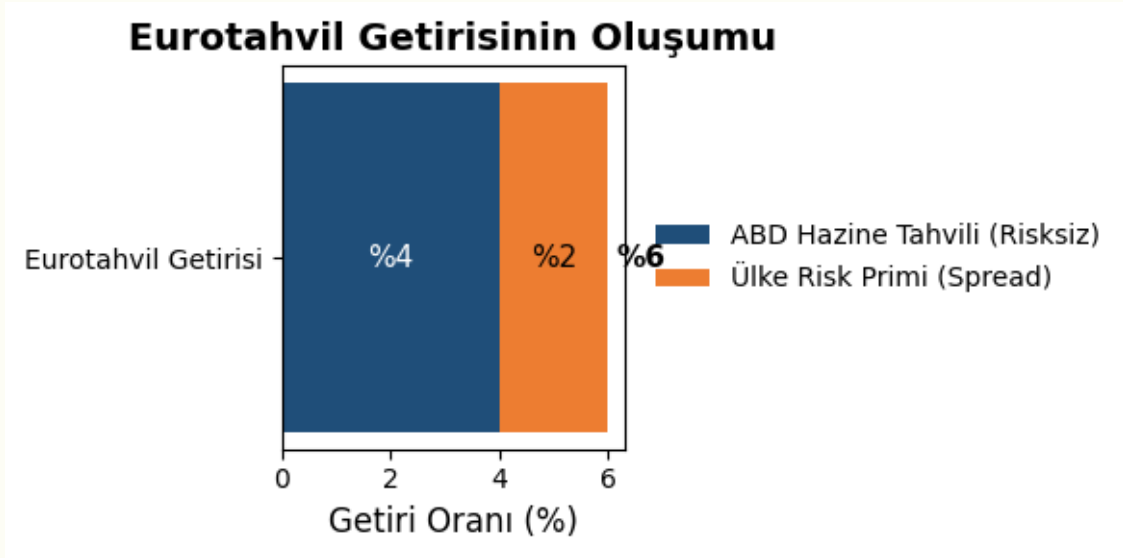
Eurotahvil fiyatlamasında temel belirleyici unsur, aynı vadeli risksiz getiri oranı üzerine eklenen “ülke risk primi (spread)”dir. Örneğin, ABD doları cinsinden ihraçlarda yatırımcı getirisi genellikle aynı vadeli ABD Hazine tahvilleri (UST) üzerine eklenen getiri farkı²⁸ şeklinde ifade edilmektedir (Örneğin UST +200bp). Bu getiri farkının oluşumunda, ihraççı ülkenin kredi notu, CDS primleri ve ihraç edilen varlığın likiditesi belirleyici rol oynar.

Eurotahviller yatırımcıya döviz cinsinden getiri sunarak kur riskine karşı bir koruma imkânı sağlasa da piyasa faizlerindeki ve risk algısındaki değişimlere bağlı olarak ikincil piyasada fiyat

²⁷ Faiz hesaplamasında kolaylık sağlamak amacıyla, yılın 360 gün, her bir ayın ise (Şubat dahil) 30 günden oluştuğu varsayılır.

²⁸ Bu fark literatürde G-spread olarak anılır

dalgalanmalarına maruz kalabilir. Bu nedenle eurotahviller, yalnızca kupon getirisi üzerinden değil; vade, faiz riski ve kredi riskinin birlikte değerlendirilmesi gereken yatırım araçlarıdır.



13. STRİP

STRIP, devlet tahvillerinin anapara ve faiz (kupon) ödemelerinin birbirinden ayrıştırılarak, ikincil piyasada her birinin ayrı birer nakit akışı temsilcisi olarak alınıp satılmasına olanak tanıyan bir işlemdir. Normal şartlarda bir yatırımcı tahvili aldığı anda hem dönemsel kupon ödemelerine hem de vade sonundaki anapara geri ödemesine birlikte hak kazanır. STRIP mekanizması kapsamında ise, tahvilin kendisi değil; tahvilden doğan nakit akışları sistemsel olarak ayrıştırılarak ayrı menkul kıymetler hâline getirilir.

Bu işlem sonucunda, tahvilden ayrılan her bir kupon ve anapara ödemesi, hukuken ve ekonomik olarak kuponsuz (iskontolu) bir borçlanma aracı gibi kendi vadesi ve fiyatı üzerinden işlem görmeye başlar. Dolayısıyla STRIP edilen her bir parça, yalnızca tek bir gelecekteki nakit akışını temsil eder ve yeniden yatırım riski barındırmaz.

Türkiye piyasasındaki uygulamada bu ayrıştırma Borsa İstanbul ve Takasbank altyapısı çerçevesinde kodlar aracılığıyla net bir şekilde takip edilebilmektedir. Borsa İstanbul verilerinde ‘T’ kodu tahvilin bütünü (Tüm), ‘A’ kodu yalnızca anapara ödemesini, ‘K’ kodu ise ayrıştırılmış kupon ödemelerini temsil eder. Bu parçaların her biri, kendi vadesine kalan gün sayısına göre bağımsız olarak fiyatlanır.

Örneğin, ödeme tarihi yaklaşan bir kuponun piyasa fiyatı, kuponun nominal tutarına (örneğin 4 TL) yaklaşırken; daha uzun vadeli kuponlar veya anapara ödemeleri, bugünkü değerleri üzerinden daha düşük fiyatlardan işlem görür. Bu fiyatlama mantığı, STRIP edilmiş ürünlerin tamamının sıfır kuponlu menkul kıymet gibi değerlendirilmesinin doğal bir sonucudur.

Bu sistem, yatırımcılara belirli vadelerde kesin nakit akışı planlama, faiz oranı beklentilerine göre pozisyon alma ve portföy vade yapısını daha hassas biçimde yönetme imkânı sağlayarak, sabit getirili piyasalarda esneklik sunar.

Kod	Anlamı	Finansal Niteliği	Örnek ISIN Kodu
T	Tahvilin Orjinali	Kuponlu tahvil	TRT050935T21
K	Ayrıştırılmış Kupon	Kuponsuz (iskontolu)	TRT150328K72
A	Ayrıştırılmış Anapara	Kuponsuz (iskontolu)	TRT050935A14

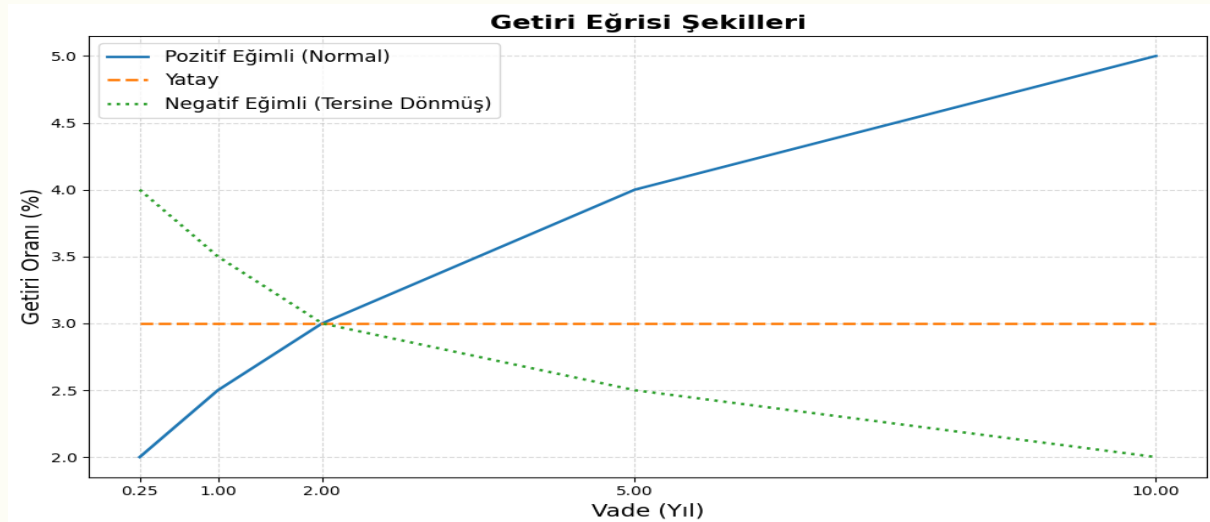
14. GETİRİ EĞRİSİ

Finansal piyasalardaki en önemli analiz araçlarından biri olan getiri eğrisi (yield curve); kredi riskleri eşit kabul edilen (genellikle devlet tahvilleri) borçlanma araçlarının, farklı vadeleri ile bu vadelerdeki getiri oranları arasındaki ilişkiyi belirli bir zaman diliminde grafiksel olarak gösteren yapıdır. Grafik üzerinde yatay eksen vadeyi (kısa vadeden uzun vadeye doğru), dikey eksen ise vadeye denk gelen getiri oranını (faizi) temsil eder. Bu olgu, paranın zaman değerini ve piyasanın geleceğe yönelik beklentilerini özetleyen en temel göstergedir.

Teorik olarak, vadenin uzaması belirsizliği artırdığından, yatırımcılar uzun vadeli yatırımlar için kısa vadeli yatırımlara kıyasla daha yüksek bir getiri talep ederler. Bu nedenle, ekonomik teoriye göre tipik koşullar altında getiri eğrisinin “pozitif eğimli” olması, yani vade uzadıkça faiz oranının artması beklenir.

Getiri eğrisinin aldığı şekil, piyasa oyuncularının gelecekteki ekonomik büyüme ve enflasyon beklentilerine dair güçlü sinyaller içerir. “Normal (Pozitif Eğimli) Getiri Eğrisi”, ekonominin büyüme eğiliminde olduğu ve gelecekte faizlerin veya enflasyonun ılımlı seyredeceği beklentisini yansıtır. Ancak bazı dönemlerde eğri düzleşebilir veya “Negatif Eğimli (Tersine Dönmüş) Getiri Eğrisi” halini alabilir.

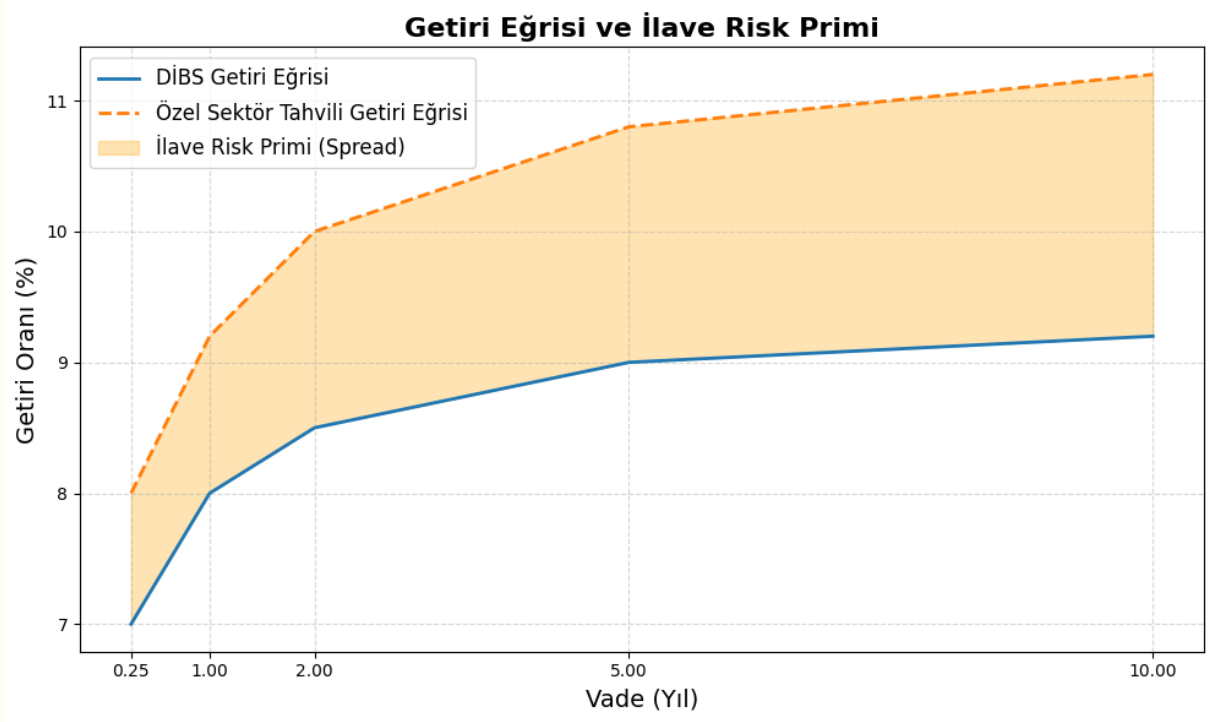
Ters getiri eğrisi, kısa vadeli faizlerin uzun vadeli faizlerden daha yüksek olduğu istisnai bir durumu ifade eder. Bu görünüm genellikle Merkez Bankası’nın enflasyonu kontrol altına almak veya finansal istikrarı sağlamak amacıyla kısa vadeli faizleri agresif şekilde artırdığı sıkı para politikası dönemlerinde ortaya çıkar. Piyasa, bu sıkılaştırmanın ilerleyen dönemde ekonomik faaliyeti yavaşlatacağını ve uzun vadede faizlerin veya enflasyonun gerileyeceğini öngördüğünde, uzun vadeli tahvil faizleri kısa vadeli faizlerin altına düşer. Bu nedenle tersine dönmüş bir getiri eğrisi, finans literatüründe yaklaşan bir ekonomik durgunluk (resesyon) olasılığını artıran güçlü bir öncü gösterge olarak kabul edilir; ancak tek başına kesin bir sonuç ifade etmez.



Türkiye’de getiri eğrisi, Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası’nda işlem gören Devlet İç Borçlanma Senetleri’nin (DİBS) verileri kullanılarak oluşturulur.

Getiri eğrisi, finansal sistemde yalnızca teorik bir gösterge değil, aynı zamanda pratik bir fiyatlama ve karar alma aracıdır. İlk olarak, özel sektör tahvillerinin fiyatlamasında referans işlevi görür. Bir şirket 5 yıl vadeli tahvil ihraç edeceği zaman, yatırımcılar aynı vadedeki devlet tahvilinin getirisini eğri üzerinden okur ve buna şirketin kredi ve likidite risk primlerini ekleyerek talep edecekleri faizi

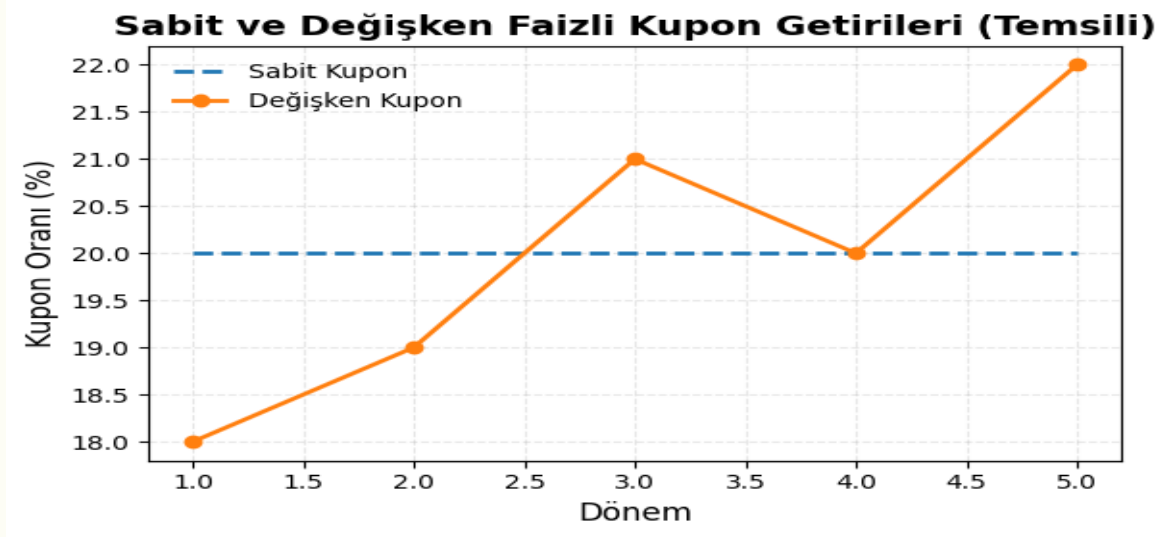
belirlerler. Aşağıdaki temsili grafikte de görüleceği üzere, vade uzadıkça yatırımcılar tarafından talep edilen ilave risk primi de yükselir.



İkinci olarak, bankacılık sektöründe Aktif-Pasif Yönetimi süreçlerinde yoğun biçimde kullanılır. Bankalar, topladıkları mevduatın maliyeti ile kullandıkları kredilerin getirisi arasındaki vade ve faiz uyumunu bu eğri yardımıyla analiz ederek faiz riskini yönetirler. Son olarak, getiri eğrisi politika yapıcılar ve Merkez Bankası için bir geri bildirim mekanizmasıdır. Eğrinin uzun tarafındaki hareketler, uygulanan para politikasının piyasa tarafından ne ölçüde inandırıcı bulunduğunu gösteren en şeffaf göstergelerden biridir. Eğer Merkez Bankası kısa vadeli faizleri artırırken uzun vadeli faizler düşüyorsa, piyasa aktörleri enflasyonun orta-uzun vadede kontrol altına alınacağına inanıyor demektir.

15. DEĞİŞKEN GETİRİLİ ARAÇLARDA REFERANS ORANLAR

Değişken getirili borçlanma araçlarında fiyatlama, ihraç tarihinde sabitlenen bir kupon oranı yerine; piyasa koşullarını yansıtan dinamik bir referans oran üzerine, ihraççının kredi riskini temsil eden ek getiri (spread) ilave edilmesi esasına dayanır. Bu dinamik yapı hem yatırımcı hem de ihraççı için faiz oranlarındaki dalgalanmalara karşı daha esnek, sürdürülebilir ve piyasa gerçekleriyle uyumlu bir getiri sağlar.



Küresel finansal piyasalarda uzun yıllar boyunca temel gösterge olarak kullanılan "Bankalararası Teklif Oranları" (IBOR - Interbank Offered Rates) sistemi; faiz takasları (swap) ve vadeli işlemler gibi türev ürünlerden, sendikasyon kredilerine, değişken faizli tahvillerden kurumsal ve bireysel kredi sözleşmelerine kadar trilyonlarca dolarlık finansal kontratın fiyatlamasında referans olarak kullanılmıştır. Londra (LIBOR), Avrupa (EURIBOR) veya İstanbul (TRLIBOR) gibi finans merkezlerinde uygulanan bu sistemde faiz oranlarının belirlenme metodolojisi, seçilmiş bir banka panelinin belirli vadelerde (gecelik, 1 ay, 3 ay, 6 ay vb.) birbirlerinden teminatsız olarak borçlanabilecekleri tahmini faiz oranlarını her gün beyan etmeleri esasına dayanmaktaydı.

Ancak bankaların borçlanma maliyetlerine ilişkin beyana ve uzman görüşüne dayalı bu yapı, 2008 Küresel Finans Krizi sonrasında bankalararası teminatsız piyasadaki işlem hacminin düşmesiyle birlikte temsil kabiliyetini yitirmeye başlamıştır. Buna ek olarak 2012 yılında ortaya çıkan manipülasyon vakaları, trilyonlarca dolarlık sözleşmeye dayanak teşkil eden bir oranın subjektif tahminlerle belirlenmesinin yarattığı sistemik riski gözler önüne sermiştir. Bu gelişmeler üzerine düzenleyici otoriteler, beyan esaslı sistemi terk ederek, derinliği olan piyasalarda fiilen gerçekleşmiş işlemlere dayanan "Risksiz Referans Oranlar" dönemine geçişi zorunlu kılmıştır. Yeni sistemde oranlar; likit, teminatlı ve yüksek hacimli işlemlerden türetilerek şeffaf ve manipülasyona kapalı bir yapıya kavuşturulmuştur. Bununla birlikte bu dönüşüm, faiz hesaplama metodolojisinde de köklü bir değişikliği beraberinde getirmiştir. Eski sistemde (IBOR), faiz oranı vade başında belirlenip nakit akışı önceden sabitlenebilirken (İleriye Dönük / Forward-looking); yeni nesil referans oranlar "gecelik" işlemlerden türetildiği için faiz maliyeti ancak dönemin sonunda kesinleşmektedir (Geriye Dönük / Backward-looking). Bu yapısal değişim, piyasa gerçekliğini daha doğru yansıtmakla birlikte, nakit akış yönetiminde vade başı belirliliğini ortadan kaldırmıştır. Bu dönüşümün Türkiye'deki karşılığı TLREF ve TLREFK olurken, küresel piyasalarda ABD Doları için SOFR, Euro Bölgesi için ise metodolojisi güçlendirilmiş Euribor öne çıkmaktadır.

TLREF finansal türev ürünlerde, borçlanma araçlarında ve çeşitli finansal sözleşmelerde değişken faiz göstergesi, dayanak varlık veya karşılaştırma ölçütü olarak kullanılabilir, Türk Lirası kısa vadeli referans faiz oranı ihtiyacını karşılamaya yönelik olarak oluşturulmuş olup Borsa İstanbul tarafından hesaplanmaktadır. Hesaplama, Borsa İstanbul Repo-Ters Repo Pazarı'nda gerçekleşen, aynı gün başlangıç valörlü ve DİBS teminatlı gecelik işlemlerin hacim ağırlıklı ortalamasına dayanır. Hesaplama, piyasa fiyatlamasını bozabilecek aykırı değerleri temizlemek amacıyla, ilgili gün gerçekleşen işlemler faiz oranına göre sıralanır. Toplam işlem hacminin en düşük %15'lik dilimi ile en yüksek %15'lik dilimi uç değer kabul edilerek veri setinden çıkarılır. TLREF oranı, geriye kalan %70'lik

dilimdeki işlemlerin hacim ağırlıklı ortalaması olarak belirlenir. Piyasa derinliğinin yetersiz kaldığı (işlem adedi, üye sayısı veya hacmin belirli eşiklerin altına düştüğü) durumlarda, oranın sürekliliğini sağlamak amacıyla TCMB Ortalama Fonlama Faizi ile geçmiş dönem getiri farkları dikkate alınarak ikame bir hesaplama yöntemi işletilir. TLREF, doğası gereği teminatlı (repo) işlemlere dayandığı için bankaların kredi riskinden arındırılmış bir göstergedir. Günümüzde değişken faizli devlet tahvilleri ve özel sektör borçlanma araçlarının kupon ödemeleri ile türev ürünlerin fiyatlamasında bu veri seti kullanılmaktadır.

Özel sektör tarafından ihraç edilen değişken faizli borçlanma araçlarında TLREF üzerine, ihraççının kredi riski ile uyumlu bir ek getiri sunulmaktadır. Buna karşın Hazine tarafından ihraç edilenlerde, Hazine'nin TL cinsinden bir kredi riski olmaması nedeniyle ek getiri sunulmayabilmektedir. Ayrıca bu senetlerde ilk kupon ödemesi Hazine tarafından daha önceden belirlenmiş sabit bir oran iken diğer kupon ödemeleri TLREF'e endekslenmektedir.

Türk Lirası Gecelik Katılım Referans Getiri Oranı (TLREFK) ise, katılım bankalarının borçlanma araçlarında, çeşitli faizsiz finans ürünlerinde ve finansal sözleşmelerde değişken getiri göstergesi, dayanak varlık veya karşılaştırma ölçütü olarak kullanılabilecek Türk Lirası kısa vadeli referans getiri oranı ihtiyacını karşılamaya yönelik olarak oluşturulmuştur. Borsa İstanbul Taahhütlü İşlemler Pazarı verilerine dayanır. Metodolojik olarak TLREF'ten ayrıştığı en önemli nokta uç değer temizleme oranlarıdır. TLREFK hesaplamasında, işlemlerin en düşük ve en yüksek %10'luk dilimleri uç değer olarak kabul edilir ve hesaplama kalan %80'lik dilim üzerinden yapılır. Pazar derinliğinin sınırlı olması nedeniyle TLREFK'da hibrit bir veri tamamlama prosedürü uygulanır. İşlem hacminin belirli eşiklerin altına düşmesi halinde verinin yetersiz olduğu kabul edilir. Bu durumda nihai oran, hacim aralığına göre TLREF oranı ile ağırlıklandırılarak belirlenir. Örneğin, hacim çok düşük seviyedeysse hesaplamada tamamen (%100) TLREF oranı esas alınabilir.

Konvansiyonel bankalar, kısa vadeli nakit ihtiyaçlarını karşılamak için ellerindeki tahvilleri geçici olarak satıp geri alma taahhüdüyle (Repo) fon sağlarlar. Ancak Repo işlemi "faiz" içerdiği için Katılım Bankaları bu piyasayı kullanamaz. Bu ihtiyacı gidermek amacıyla Borsa İstanbul bünyesinde kurulan Taahhütlü İşlemler Pazarı, katılım bankacılığı prensiplerine uygun (faizsiz) likidite yönetimi sağlayan organize bir platformdur. Bu pazarda işlemler; faiz yerine "kâr payı/getiri" esasına göre ve genellikle Kira Sertifikaları (Sukuk) gibi varlıkların "geri alım vaadiyle satılması" yöntemiyle gerçekleştirilir. TLREFK oranı da bankaların bu faizsiz piyasada gerçekleştirdikleri işlemlerin ağırlıklı ortalama getirisinden türetilir.

Referans oranların (TLREF ve TLREFK) "gecelik" vadeli olması, 3 ay veya 6 ay gibi uzun kupon dönemlerinde faiz tahakkukunun hesaplanmasını operasyonel olarak karmaşıklaştırmaktadır. Bu zorluğu aşmak ve bileşik faiz etkisini standartlaştırmak amacıyla, Borsa İstanbul tarafından BIST TLREF Endeksi ve BIST TLREFK Endeksi hesaplanmaktadır. İhraççılar ve yatırımcılar, dönemsel getiriyi hesaplarken karmaşık seriler yerine doğrudan bu endeks değerlerini kullanırlar. Endeks hesaplamasında kullanılan temel formül şu şekildedir:

$$\text{Endeks}_t = \text{Endeks}_{t-1} \times [1 + (R_t \times g / 365)]$$

Burada;

- Endeks_t: İlgili günün endeks değeri,

- $Endeks_{t-1}$: Bir önceki iş gününün endeks değeri,
- R_t : İlgili gün için ilan edilen referans oran (TLREF veya TLREFK),
- g : Gecelik borçlanmanın gün sayısıdır (iş günleri için 1, hafta sonları için 3).

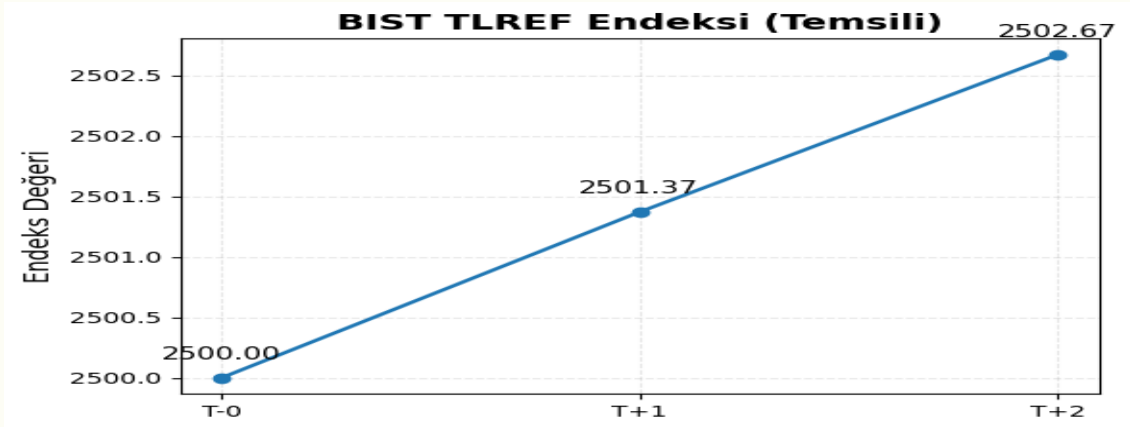
Endeksin kümülatif yapısını ve bileşik faiz mekanizmasını somutlaştırmak amacıyla, faiz oranlarının düştüğü iki ardışık iş gününü içeren bir senaryo ele alınabilir. Buna göre, bir kupon döneminin başlangıcındaki (T-0) endeks değerinin 2.500, birinci gün (T+1) açıklanan yıllık TLREF oranının %20, ikinci gün (T+2) açıklanan oranın ise %19 olduğu varsayalım.

Bu çerçevede, birinci günün sonunda endeks değeri, %20'lik yıllık faiz oranının gecelik karşılığı kadar artış göstererek aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$2.500 \times [1 + (0,20 / 365)] \approx 2.501,37$$

Sistemin bileşik faiz etkisi ikinci günde ortaya çıkmaktadır. İkinci gün yapılan hesaplama, artık başlangıçtaki 2.500 üzerinden değil; birinci günün faizini de içeren yeni bakiye (2.501,37) üzerinden gerçekleştirilir. Bu kapsamda, %19'luk yıllık faiz oranı esas alınarak yapılan değerlendirme sonucu endeks değeri şu şekilde oluşur:

$$2.501,37 \times [1 + (0,19 / 365)] \approx 2.502,67$$



Görüldüğü üzere endeks, her gün üzerine eklenen getiriye yeni bir "anapara" kabul ederek ilerlediği için süreç doğal bir bileşik getiri mekanizması üretir. Bu yöntem, geriye dönük bir hesaplama olup, yatırımcının kupon faizini ödeme gününe kadar kesin olarak bilememesi riskini doğurur. Uygulamada bu belirsizliği yönetmek için faiz hesaplaması ödeme tarihinden birkaç iş günü önce dondurularak taraflara nakit akışını yönetmeleri için zaman tanınır.

KÜRESEL PİYASALARDAKİ TEMEL REFERANS ORANLAR: SOFR VE EURIBOR

ABD Doları cinsinden yapılan işlemlerde küresel standart haline gelen SOFR, dünyanın en derin likiditesine sahip ABD Hazine Reposu piyasasındaki verilerden üretilir. İsminin başındaki "Secured" (Teminatlı) ifadesi, bu oranın ABD Hazine tahvilleri karşılığında yapılan borçlanmaları temsil ettiğini gösterir. SOFR'u selefi LIBOR'dan ayıran en kritik ekonomik fark, içerdiği risk primidir. LIBOR, bankaların birbirine teminatsız borç verdiği varsayımına dayandığı için bünyesinde bir "bankacılık kredi riski primi" barındırırken; SOFR, hazine tahvili teminatlı olduğu ve karşı taraf riski ihmal edilebilir düzeyde olduğu için "saf risksiz faiz"e en yakın orandır. Bu yapısal fark nedeniyle, piyasa stresinin arttığı kriz dönemlerinde kredi riski içeren oranlar yükselme eğilimindeyken, risksiz nitelikteki SOFR "güvenli liman" etkisiyle daha yatay veya düşük seyredebilmektedir.

SOFR doğası gereği "gecelik" bir oran olsa da özellikle ticari kredilerde nakit akışını önceden bilme ihtiyacını karşılamak amacıyla "Term SOFR" (Vadeli SOFR) yapısı geliştirilmiştir. Vadeli işlem (futures) piyasalarındaki fiyatlamalardan türetilen ve düzenleyici otoriteler (ARRC) tarafından resmen onaylanan Term SOFR; 1 ay, 3 ay gibi vadelerde borçlanma maliyetinin vade başında bilinmesine imkân tanıyarak piyasadaki belirsizliği ortadan kaldırmaktadır.

Euro Bölgesi'nin referans oranı olan Euribor ise piyasadaki tamamen kalkmak yerine metodolojisini güçlendirerek varlığını sürdürmüştür. Avrupa Para Piyasaları Enstitüsü (EMMI) tarafından yönetilen bu süreçte, "Hibrit Metodoloji" adı verilen üç katmanlı bir yapıya geçilmiştir. Bu yapıda öncelik her zaman panel bankalarının gerçekleştirdiği gerçek işlemlere verilir. Eğer ilgili vadede yeterli işlem yoksa, benzer vadedeki işlemlerin interpolasyonu veya piyasa verilerine dayalı diğer teknikler devreye girer; uzman görüşü ise ancak son çare olarak kullanılır. Euribor'u, TLREF ve standart (gecelik) SOFR'dan ayıran en önemli operasyonel fark, kendinden "vadeli" (term) bir yapıya sahip olmasıdır. TLREF ve standart SOFR gerçekleşen işlemlerden türetilen "gecelik" oranlarken, Euribor ekranlarda doğrudan 1 haftalık, 3 aylık veya 6 aylık oranlar şeklinde yayınlanır. Bununla birlikte yukarıda belirtildiği üzere, SOFR tarafında da türev piyasalardan elde edilen Term SOFR verisi ile bu vade yapısı sentetik olarak sağlanabilmektedir.

16. TLREF'E ENDEKSLİ BORÇLANMA ARACI İHRAÇ ÖRNEĞİ

Özel sektör tarafından ihraç edilen değişken faizli borçlanma araçları, yatırımcıya piyasa faizlerindeki dalgalanmalara karşı koruma sağlayan bir getiri yapısı sunarken; ihraççı şirketin kredi riskini telafi etmeye yönelik ilave bir getiri unsuru (spread) da içerir. Bu tür enstrümanlarda faiz oranı, sabit bir orandan ziyade piyasa referans oranına dayalı olarak dönemsel biçimde yeniden belirlenir. Böylece yatırımcı, piyasa faizlerinin altında kalma riskinden korunurken; ihraççı şirket piyasa koşullarına paralel bir fiyatlamaya ile borçlanma imkânı bulur.

Süreç, şirketin finansman ihtiyacını karşılamak üzere borçlanma aracı ihraç etmesiyle başlar. Bu aşamada tahvilin vadesi, kupon ödeme sıklığı ve yatırımcıya sunulacak Ek Getiri (Spread) oranı ihraç koşulları kapsamında belirlenir. Ek getiri, ihraççının kredi riskini yansıtan ve ihraç tarihinde belirlenen yıllık ilave prim niteliğindedir. Bu oran; ihraççının kredi notu, finansal görünümü ve sektör dinamikleri dikkate alınarak belirlenir.

İhraçtan sonra tahvil, vadesi boyunca yatırımcısına düzenli aralıklarla (piyasa uygulamasında genellikle 3 ayda bir) kupon ödemesi sağlar. Değişken faizli bu yapılarda her kupon dönemine ilişkin faiz oranı, ilgili dönemin sonunda yeniden hesaplanır.

Bu hesaplamada piyasa standardı olarak “T-1 Kuralı” uygulanır. Operasyonel süreçlerin (takas, mutabakat ve nakit akışı hazırlığı) sağlıklı biçimde yürütülebilmesi amacıyla, hesaplamada kullanılan endeks değerleri kupon tarihlerindeki değerler değil; bu tarihlerden bir iş günü öncesine (T-1) ait TLREF Endeksi değerleridir. Ayrıca hesaplamalarda gün sayma kuralı olarak "Gerçek/Gerçek" (Actual/Actual) esas kullanılır.

Aşağıda, yıllık %4,00 (400 baz puan) ek getiri sunan bir TLREF’e endeksli tahvilin ilk kupon ödemesinin hesaplanması örneklenmektedir:

Örnek Kupon Dönemi Parametreleri	Değer
Kupon Başlangıç Tarihi	13.08.2026
Kupon Ödeme Tarihi	12.11.2026
Kupon Vadesi (Gün Farkı)	91 Gün
Yıllık Ek Getiri (Spread)	4,00%
Nominal Değer	100 TL

Hesaplamada esas alınan TLREF Endeksi değerleri, ilgili tarihlerden bir önceki iş gününe aittir:

- Kupon Başlangıç Endeksi (12.08.2026): 5.200,00
- Kupon Bitiş Endeksi (11.11.2026): 5.500,00

Yatırımcının TLREF üzerinden elde ettiği piyasa getirisi, endeksin kupon dönemi içindeki oransal artışıyla ölçülür:

$$\text{Endeks Getirisi} = \left(\frac{5.500,00}{5.200,00} \right) - 1 = \%5,7692$$

İhraçta belirlenen %4,00 oranındaki yıllık ek getiri, kupon dönemine basit faiz esasına göre indirgenir:

$$\text{Dönemsel Ek Getiri} = \%4,00 \times \left(\frac{91}{365} \right) = \%0,9973$$

Yatırımcıya ödenecek toplam kupon oranı, endeks getirisi ile dönemsel ek getirinin toplamından oluşur:

$$\text{Toplam Dönemsel Kupon Oranı} = \%5,7692 + \%0,9973 = \%6,7665$$

Bu oran üzerinden, 100 TL nominal değerli bir tahvil için yapılacak kupon ödemesi aşağıdaki gibidir:

$$\text{Kupon Ödemesi} = 100 \times 0,067665 = 6,77$$

Bu hesaplama göre, elinde 100 TL nominal değerli tahvil bulunduran bir yatırımcıya, 91 günün sonunda 6,77 TL kupon ödemesi yapılacaktır. Bu örnekte yatırımcı, TLREF endeksinin sağladığı yaklaşık %5,77'lik piyasa getirisinin üzerine, ihraççının kredi riskini üstlenmesi karşılığında 91 günde yaklaşık %1'lik ilave bir kazanç sağlamıştır.

Tahvilin diğer kupon ödemeleri de benzer şekilde devam eder. Tahvilin vadesi dolduğunda (örneğin 2. yılın sonunda), ihraççı şirket yatırımcıya son kupon ödemesi ile anapara ödemesi (100 TL) yapar ve borçlanma aracı itfa olmuş sayılır.

17. TÜFE'YE ENDEKSLİ DEVLET TAHVİLİ

TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvilleri, yatırımcılarına enflasyonun üzerinde sabit bir "Reel Getiri" sağlamayı taahhüt eden; hem kupon ödemelerini hem de anapara değerini Tüketici Fiyat Endeksi'ne (TÜFE) göre güncelleyen Hazine borçlanma araçlarıdır.

Piyasada gerçekleşen enflasyon oranı ne olursa olsun, yatırımcının elde edeceği reel getiri ihraç anında sabitlenmiştir. Hazine, ödeme tarihlerinde geçerli olan enflasyon farkını (endeks katsayısı) kupon ve anapara tutarlarına yansıtarak yatırımcının satın alma gücünü korur. Ayrıca bu enstrümanlarda "Deflasyon Koruması" bulunur; vade sonunda TÜFE gerilese dahi Hazine, yatırımcıya reel faiz ödemeye devam edeceğini ve anapara ödemesini nominal değer (100 TL) altında yapmayacağını garanti eder.

Aşağıda, ihraç tarihinden vade sonuna kadar uzanan örnek bir senaryo üzerinden TÜFE'ye endeksli devlet tahvilinde kupon ödemeleri ve ana para itfasının nasıl olacağı basitleştirilmiş bir şekilde açıklanmaktadır.

Örnek olarak, 1.03.2026 tarihinde ihraç edilmiş, 5 yıl vadeli, altı ayda bir kupon ödemesi yapan bir TÜFE'ye endeksli devlet tahvili ele alınmıştır. Tahvilin nominal değeri 100 TL, kupon ödemeleri altı aylık dönemler itibarıyla gerçekleştirilmekte ve dönemsel (6 aylık) reel faiz oranı %2'dir.

Özellik	Değer
İhraç Tarihi	1.03.2026
Vade Tarihi	1.03.2031
Nominal Değer	100 TL
Dönemsel Reel Faiz	%2
Kupon Sıklığı	6 ayda bir

İlk Kupon Ödemesi

Kupon ödeme formülüne aşağıda yer verilmiştir.

$$\text{Kupon} = \text{Nominal Değer} \times \text{Endeks Katsayısı} \times \text{Dönemsel Reel Faiz}$$

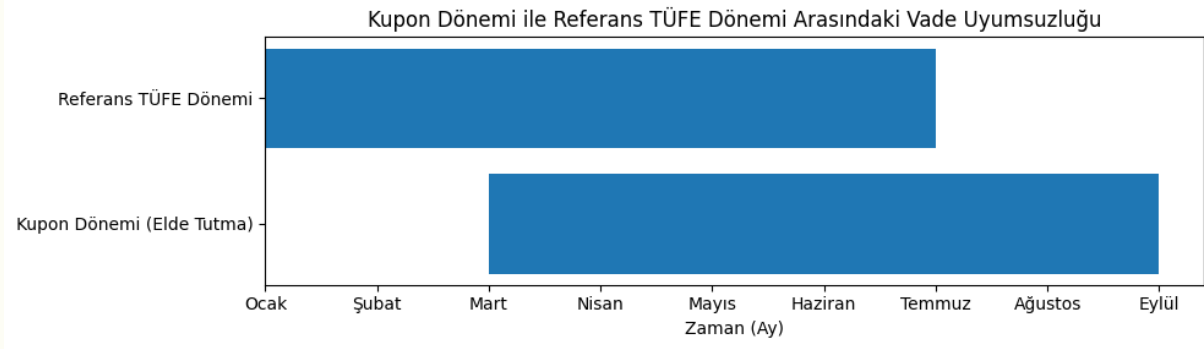
Nominal değer ve dönemsel reel faiz oranı yukarıdaki tabloda gösterilmekte olup, endeks katsayısının nasıl hesaplanacağına ilişkin bilgilere aşağı yer verilmektedir.

Söz konusu tahvilin ilk kupon ödemesi 01.09.2026 tarihinde yapılacaktır. İlk bakışta, ilk kupon ödemesi için 01.03.2026–31.08.2026 döneminde gerçekleşen enflasyonun dikkate alınması gerektiği düşünülebilir. Ancak TÜFE'ye endeksli tahvillerde kupon hesaplamalarında kullanılan TÜFE için "2 ay gecikmeli" bir dönem esas alınır.

Bu çerçevede, 01.09.2026 tarihli ilk kupon ödemesinde esas alınan enflasyon farkı: 01.01.2026–30.06.2026 tarihlerini kapsayan 6 aylık dönemde gerçekleşen TÜFE artışıdır. Varsayım olarak bu

dönemde TÜFE artışının %10 olduğu kabul edilirse, kupon hesaplamasında kullanılacak endeks katsayısı (1+ilgili dönemdeki TÜFE artış oranı) 1,10 olur. Buna göre, ilk kupon ödemesi aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$\text{Kupon 1} = 100 \times 1,10 \times 0,02 = 2,20 \text{ TL}$$



İkinci Kupon Ödemesi

Örneğimizde ikinci kupon ödemesi 01.03.2027 tarihinde yapılmaktadır. Bu kupon için esas alınan enflasyon farkı ise (yine gecikmeli olduğu için) 01.01.2026 – 31.12.2026 tarihleri arasında gerçekleşen TÜFE artışı olacaktır. Bu dönemdeki TÜFE artışının %18 olduğu kabul edilirse, endeks katsayısı 1,18 olur ve ikinci kupon ödemesi şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Kupon 2} = 100 \times 1,18 \times 0,02 = 2,36 \text{ TL}$$

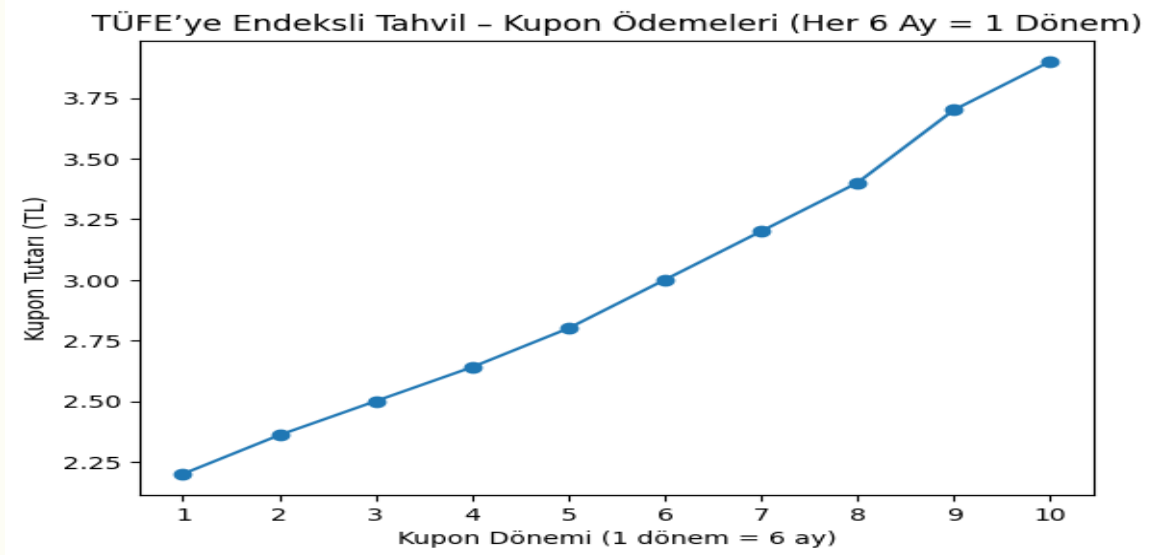
Diğer kupon ödemeleri de vade sonuna kadar aynı mantıkla devam eder. Dönemsel reel faiz (%2) sabit kalmakla birlikte, her kupon döneminde esas alınan enflasyon katsayısı arttıkça, kupon ödemelerinin nominal tutarı yükselir.

Vade Sonunda Kupon ve Anapara Ödemesi

Vade sonuna gelindiğinde yatırımcıya iki ayrı ödeme yapılır. Bunlardan ilki, son kupon ödemesidir. Son kupon da vade tarihine ilişkin referans enflasyon dönemi ve dönemsel reel faiz oranı kullanılarak hesaplanır.

Benzer şekilde, 01.01.2026–31.12.2030 döneminde gerçekleşen TÜFE artışının %95 olduğu kabul edilirse, endeks katsayısı 1,95 olur ve son kupon ödemesi şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Son Kupon} = 100 \times 1,95 \times 0,02 = 3,90 \text{ TL}$$



Diğer ödeme ise anapara itfasıdır. TÜFE'ye endeksli tahvillerde anapara da enflasyona endeksli olup, vade sonunda nominal değerın ilgili endeks katsayısı ile güncellenmiş tutarı yatırımcıya ödenir:

$$\text{Anapara Ödemesi} = \text{Nominal Değer} \times \text{Endeks Katsayısı}$$

$$\text{Anapara Ödemesi} = 100 \times 1,95 = 195 \text{ TL}$$

Bu örnekte yatırımcı, ihraç tarihinde 100 TL yatırım yapmış; beş yıllık dönemde TÜFE'nin %95 arttığı örneğinde anaparasını reel olarak koruyarak 195 TL olarak geri almıştır. Vade boyunca tahsil edilen kupon ödemeleri ise, enflasyonla birlikte artan nominal tutarlar şeklinde yatırımcının reel getirisini oluşturmuştur.

Bu yapı sayesinde TÜFE'ye endeksli devlet tahvilleri, yatırımcıya hem satın alma gücünü koruma hem de ihraçta belirlenen reel faiz oranı üzerinden pozitif reel getiri elde etme imkânı sunmaktadır.

TÜFE'ye endeksli devlet tahvillerinde uygulanan gecikmeli endeksleme yapısı, kupon ve anapara ödemelerinin cari enflasyon yerine geçmiş dönemde gerçekleşmiş TÜFE verilerine dayanmasına yol açar. Bu durum, enflasyonun düşüşe geçtiği dönemlerde yatırımcının hâlen yüksek enflasyonlu dönemleri yansıtan nominal nakit akışları elde etmesini sağlayarak tahvili görece daha avantajlı hâle getirebilir. Buna karşılık, enflasyonun yükseldiği dönemlerde aynı mekanizma yatırımcı aleyhine çalışabilir.

18. DİBS İHRAÇ YÖNTEMLERİ

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 olmaktadır²⁹. 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-çoklu fiyat) değerlendirme yöntemleriyle incelenebilmektedir.

Aşağıdaki örnekte yaklaşık 66 milyon TL'lik nakit ihtiyacının karşılanmasının öncelikli olduğu varsayımıyla çizgi bu tutara denk gelen sıradan çekilmiştir. Faiz oranının 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).

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	0,085	0,386	2.000.000	1.844.090	0,0845	0,3835
B	5.000.000	92,144	4.607.200	0,0853	0,3872	7.000.000	6.451.290	0,0851	0,3861
C	1.000.000	92,105	921.050	0,0857	0,3895	8.000.000	7.372.340	0,0851	0,3866
C	450.000	92,102	414.459	0,0858	0,3897	8.450.000	7.786.799	0,0852	0,3867
D	10.000.000	92,102	9.210.200	0,0858	0,3897	18.450.000	16.996.999	0,0855	0,3883
C	1.250.000	92,097	1.151.213	0,0858	0,39	19.700.000	18.148.212	0,0855	0,3884
D	2.000.000	92,097	1.841.940	0,0858	0,39	21.700.000	19.990.152	0,0855	0,3886
D	1.500.000	92,088	1.381.320	0,0859	0,3906	23.200.000	21.371.472	0,0856	0,3887
D	2.000.000	92,081	1.841.620	0,086	0,391	25.200.000	23.213.092	0,0856	0,3889
E	1.000.000	92,081	920.810	0,086	0,391	26.200.000	24.133.902	0,0856	0,389

²⁹Sadece kamu kurum ve kuruluşları ile piyasa yapımcılar 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/DİBS_Ihalelerine_Katilim_Esasları_2021.pdf - Erişim Tarihi Aralık 2023).

Teklif Veren	Nominal Teklif Tutarı	Birim Fiyat	Nakit	Dönem Faizi	Bileşik Faiz	Nominal Kümülatif Toplam	İhale Kümülatif Hasılat	Ortalama	
								Dönem Faizi	Bileşik Faiz
F	6.000.000	92,064	5.523.840	0,0862	0,392	32.200.000	29.657.742	0,0857	0,3895
G	50.000	92,059	46.030	0,0863	0,3923	32.250.000	29.703.771	0,0857	0,3895
G	109.000	92,059	100.344	0,0863	0,3923	32.359.000	29.804.115	0,0857	0,3896
F	1.850.000	92,059	1.703.091	0,0863	0,3923	34.209.000	31.507.206	0,0858	0,3897
F	1.000.000	92,056	920.490	0,0863	0,3925	35.209.000	32.427.696	0,0858	0,3898
H	20.000.000	92,049	18.409.800	0,0864	0,3929	55.209.000	50.837.496	0,086	0,3909
H	500.000	92,039	460.195	0,0865	0,3935	55.709.000	51.297.691	0,086	0,3909
B	15.000.000	92,039	13.805.850	0,0865	0,3935	70.709.000	65.103.541	0,0861	0,3915
C	1.000.000	92,039	920.320	0,0865	0,3935	71.709.000	66.023.861	0,0861	0,3915
H	200.000	92,032	184.064	0,0866	0,3939	71.909.000	66.207.925	0,0861	0,3915
H	250.000	92,03	230.075	0,0866	0,3941	72.159.000	66.438.000	0,0861	0,3915
B	10.867.000	92,027	10.000.574	0,0866	0,3942	83.026.000	76.438.574	0,0862	0,3919
B	1.500.000	92,022	1.380.330	0,0867	0,3945	84.526.000	77.818.904	0,0862	0,3919
A	6.000.000	92,022	5.521.320	0,0867	0,3945	90.526.000	83.340.224	0,0862	0,3921
B	5.000.000	92,017	4.600.850	0,0868	0,3949	95.526.000	87.941.074	0,0862	0,3922
B	750.000	92,017	690.127	0,0868	0,3949	96.276.000	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 satılacağına 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.

19. DİBS'LERDE PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ

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 yapımcıların 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 yapımcı ikincil piyasada likiditeyi sağlamakla yükümlüdür. Bu amaçla, piyasa yapımcı, 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 yapımcı, 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 yapımcılar ihalelere teminatsız katılabilir.
- Piyasa yapımcılar ihalelerde rekabetçi olmayan teklif³⁰ verebilir.
- Piyasa yapımcılar ihale sonrası teklif³¹ verebilir.
- Hazine, para piyasası nakit işlemlerini piyasa yapımcılar ile gerçekleştirir.
- “TAP” satışlarına sadece piyasa yapımcılar katılabilir.
- Halka arz yoluyla yapılacak DİBS ihraçlarına sadece piyasa yapımcılar aracılık edebilir.
- Geri alım³² ve değişim³³ ihalelerine sadece piyasa yapımcılar katılabilir.

Piyasa yapımcılar, TCMB bünyesinde kurulmuş olan DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası'nda DİBS ödünç alma ve verme işlemlerine taraf olabilirler.

³⁰ İhale sistemine göre ihalede oluşan fiyat veya ortalama fiyattan alım teklifi.

³¹ İhale sonrasında, ihale sistemine göre ihalede oluşan veya ortalama fiyattan alım teklifi.

³² Daha önce ihraç edilmiş olan DİBS'in vadesinden önce itfa edilmesi

³³ Daha önce ihraç edilmiş olan DİBS'lerin yapılan başka bir DİBS ihracı ile değiştirilmesi.

BÖLÜM III: YATIRIM FONU KATILMA PAYLARI

1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE	131
1.1. Kolektif Yatırımın Yeri	131
1.2. Bir Süreç Olarak Kolektif Yatırım ve Kuruluşları	132
1.3. Yatırım Fonu	134
1.4. Yatırım Fonlarına Hâkim Olan Temel İlkeler	135
2. PORTFÖY SINIRLAMALARINA İLİŞKİN GENEL ESASLAR.....	136
3. FON TÜRLERİNİN TEMEL KARAKTERİSTİK ÖZELLİKLERİ.....	137
3.1. Para Piyasası Fonları ve Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	137
3.2. Borçlanma Araçları Fonları.....	140
3.3. Hisse Senedi Fonları.....	144
3.4. Değişken Fonlar	147
3.5. Fon Sepeti Fonları	148
3.6. Katılım Fonları	148
3.7. Serbest Fonlar.....	150
3.8. Düzenli Nakit Akışı Sağlayan Fonlar.....	152
4. YATIRIM FONLARINDA FİYATLAMA SİSTEMATİĞİ VE OPERASYONEL SÜREÇLER	153
4.1. Emir İletim Zamanlaması ve Takas Süreci	153
4.2. Nemalandırma Esasları	154
4.3. Ödeme Yöntemleri	154
4.4. TEFAS.....	155
5. YATIRIM FONLARINDA ÜCRETLENDİRME ESASLARI	155
6. YATIRIM FONLARININ PERFORMANS KARŞILAŞTIRMASI VE BAŞARI PRİMİ 157	
6.1. Karşılaştırma Ölçütü ve Eşik Değer	157
6.2. Performans Ücreti	158
7. FONUN RİSK DEĞERİ'NİN HESAPLANMA ESASLARI.....	159

1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

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.

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 fon³⁴ 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,

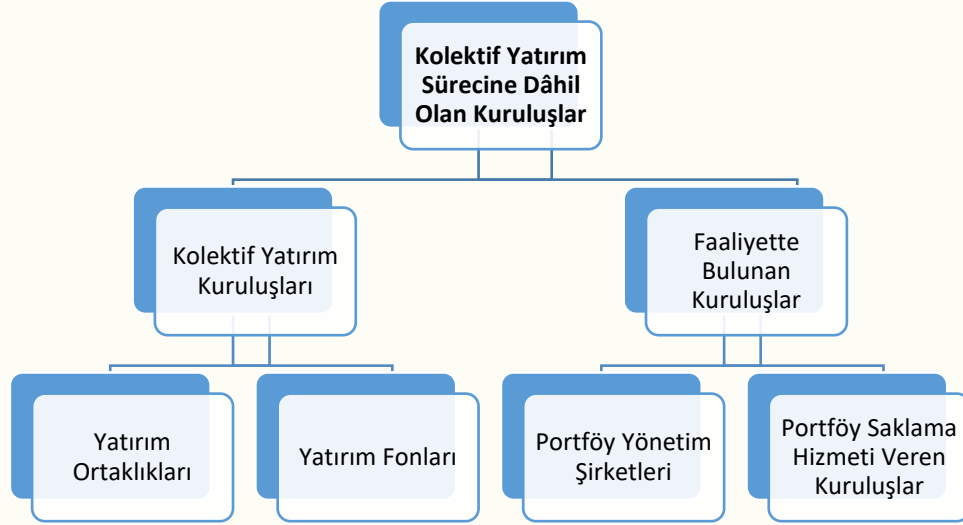
ii) Portföy yönetim şirketleri

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

³⁴ Burada yer verilen fon ifadesi sermaye piyasalarında faaliyet gösteren yatırım fonu kavramı ile karıştırılmamalıdır.

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:



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 benzetmekle beraber, çalışma biçimleri ve yatırımcılara sundukları hizmet bakımından yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları birbirlerinden ayrılmaktadırlar.

Portföy Saklama Hizmeti ve Saklayıcı Kuruluşun Sorumluluğu

Yatırım fonu portföylerinde yer alan ve saklamaya konu olabilecek varlıkların, Kurulun III-56.1 sayılı Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği çerçevesinde yetkilendirilmiş portföy saklayıcıları nezdinde saklanması zorunludur. Portföy saklama hizmeti; kolektif yatırım kuruluşlarına ait finansal varlıkların saklanması, kayıtlarının tutulması, diğer varlıkların aidiyetinin doğrulanması ve takibi, varlık ve nakit hareketlerine ilişkin işlemlerin yerine getirilmesinin kontrolü ile mevzuatta belirtilen diğer gözetim görevlerinin ifasını kapsar. Bu hizmetin temelinde "Malvarlığı Ayrılığı" ilkesi yatmaktadır; saklayıcı kuruluş, fona ait varlıkları kendi uhdesindeki veya diğer kurumlardaki kendi hesaplarında tutamaz, kendi aktifleriyle ilişkilendiremez ve bu varlıkları fonun mal varlığına açıkça özgülenmiş ayrı hesaplarda izlemekle yükümlüdür.

Saklayıcı kuruluşun sorumluluğu, fiziki veya kaydi saklamanın ötesinde, fonun yönetimine ilişkin etkin bir gözetim ve kontrol mekanizmasını içerir. Portföy saklayıcısı; yatırım fonu katılma paylarının ihraç ve itfa edilmesi işlemlerinin mevzuata ve fon içtüzüğüne uygunluğunu, fon birim pay değerinin belirlenen değerlendirme esaslarına göre doğru hesaplanıp hesaplanmadığını ve fonun gelirlerinin mevzuat ile izahname hükümlerine uygun olarak kullanılıp kullanılmadığını denetlemekle mükelleftir. Ayrıca, fon yöneticisinin (Şirket) talimatlarının mevzuata ve fon belgelerine uygunluğunu kontrol etmek; özellikle yatırım stratejisi, portföy sınırlamaları ve kaldıraçlı işlem limitlerine aykırı talimatların tespiti halinde, bu işlemlerin düzeltilmesini talep etmek saklayıcının asli görevleri arasındadır.

Fonun nakit akışlarının izlenmesi ve mutabakatı da saklayıcı kuruluşun sorumluluğundadır. Saklayıcı, katılma payı alımları sırasında yapılan ödemelerin fon portföyüne tam ve zamanında aktarılmasını ve fona ait tüm nakdin fon adına açılan hesaplarda izlenmesini sağlamak zorundadır. Görevlerin ifası sırasında mevzuata veya fon kurallarına aykırılık tespit edilmesi halinde, saklayıcı kuruluş ivedilikle fon kurucusunu veya yöneticisini bilgilendirmeli; aykırılığın önemli nitelikte olması veya verilen süre içinde giderilmemesi durumunda ise konuyu Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirmelidir. Bu çerçevede saklayıcı kuruluş, fonun mülkiyetini ve operasyonel süreçlerini fon yöneticisinden bağımsız olarak teyit eden bir güvence mekanizması olarak faaliyet gösterir.

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 tasarrufla 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.

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-satım 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.

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

2. PORTFÖY SINIRLAMALARINA İLİŞKİN GENEL ESASLAR

Yatırım fonlarının risk yönetim anlayışı, portföyün tek bir varlığa, ihraççıya veya sermaye grubuna yoğunlaşmasını engellemek üzerine kuruludur. Tebliğ’in 17 nci maddesi, yatırımcıyı "yoğunlaşma riskinden" korumak amacıyla fon yöneticilerine belirli sınırlar çizer. Bu sınırlar, fonun sadece hangi varlığı alabileceğini değil, o varlıktan "ne kadar" alabileceğini de belirleyen katı kurallardır.

Fon yönetiminde çeşitlendirme için en önemli kurallardan biri "Tek İhraççı Limiti"dir. Genel kural olarak; fon toplam değerinin en fazla %10'u bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına ve bu araçlara dayalı türev araçlara yatırılabilir. Ancak bu %10'luk dilimlerin yan yana gelerek portföyü domine etmesini önlemek amacıyla, "5/40 Kuralı" olarak tabir edilebilen ikinci bir konsantrasyon limiti getirilmiştir. Buna göre; fon toplam değerinin %5'inden fazla yatırım yapılan ihraççıların toplamı, fon portföyünün %40'ını aşamaz. Bu mekanizma, fon yöneticisini portföyü tabana yaymaya ve en azından belirli bir kısmını daha düşük ağırlıklarla (%5 altı) dağıtmaya zorlar. Ayrıca türev araç içeren fonlarda bu %10'luk limit kontrol edilirken, sadece spot varlıklar değil, türev pozisyonlardan kaynaklanan riskler de (netleştirme esasları dikkate alınarak) hesaplamaya dahil edilir.

Portföy yoğunlaşmasına ilişkin sınırlamalar yalnızca tekil ihraççı düzeyinde uygulanmakla kalmaz; aynı ekonomik bütünlük içinde yer alan şirketlerin ortak risklerini sınırlamak amacıyla “Aynı Grup Limiti” de öngörülmüştür. Tebliğ’in 17-1.c maddesi uyarınca, fon toplam değerinin en fazla %20’si, Türkiye Finansal Raporlama Standartları çerçevesinde aynı gruba dahil sayılan ihraççıların para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılabilir. Bu düzenleme, bir holdingin veya şirketler topluluğunun karşılaşabileceği finansal zorlukların fon portföyünde zincirleme değer kaybı yaratmasını önlemeye yöneliktir. Grup ilişkisinin muhasebe standartları esas alınarak belirlenmesi, sadece ortaklık yapısına değil, kontrol ve konsolidasyon ilişkilerine dayalı objektif bir değerlendirme yapılmasını sağlar. Borçlanma araçlarına özgü bir diğer yoğunlaşma sınırı ise “tedavül limiti” olarak ifade edilir. Tebliğ’in 17-1.ç maddesi gereğince, bir ihraççının tedavülde bulunan borçlanma araçlarının toplam nominal tutarının azami %10’u, bir fonun portföyüne dahil edilebilir. Bu sınırlama, fonun likiditesi sınırlı olan veya piyasada yeterli derinliğe sahip bulunmayan borçlanma araçlarında aşırı pozisyon almasını engeller; aynı zamanda piyasa yapısının fon tarafından bozularak fiyat oluşumunun olumsuz etkilenmesinin önüne geçer.

Yatırım yapılan varlığın niteliği veya ihraççının kamu/özel sektör statüsü, genel kurallarda bazı istisnaların uygulanmasını gerektirir. Özellikle teminat yapısı güçlü olan veya devlet güvencesi taşıyan varlıklar için limitler esnetilmiştir.

Varlık Türüne Göre Özel Yoğunlaşma Limitleri

Varlık / İhraççı Türü	Uygulanacak Özel Limit	Dayanak
TCMB, T.C. Hazinesi, Türkiye Varlık Fonu, ipotek finansmanı kuruluşları	Genel portföy sınırlamaları uygulanmaz. Ancak tek bir tertip (ihraç) için yatırım tutarı fon toplam değerinin %35'ini aşamaz.	Tebliğ 17/1-(d)
İpotek/Varlık Teminatlı Menkul Kıymet (İTMK/VTMK)	Tek İhraççı Limiti %25 olarak uygulanır. "5/40 Kuralı" uygulanmaz.	Tebliğ 17/1-(a)
Varlık Kiralama Şirketleri (VKŞ) tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları	Tek İhraççı Limiti %25, Aynı Grup Limiti %35 olarak uygulanır. "5/40 Kuralı" uygulanmaz.	Tebliğ 17/1-(e)
Varlığa Dayalı / İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK / İDMK) – Konut Finansmanı/ Varlık Finansmanı Fonlarınca ihraç edilenler	Tek İhraççı Limiti uygulanmaz. Aynı Grup Limiti uygulanmaz. 5/40 Kuralı uygulanmaz. Her bir fon, düzenleme gereği ayrı ihraççı sayılır. Tek tertip limiti %35.	Tebliğ 17/1-(f) ve Rehber 4.1.7
Mevduat / Katılma Hesabı	Fon toplam değerinin en fazla %10'u mevduat veya katılma hesabında değerlendirilebilir. Tek bir bankada değerlendirilebilecek tutar azami %3. (Katılım fonlarında bu oranlar %25 ve %10)	Tebliğ 17/5
Bankaların Sermaye Benzeri Borçlanma Araçları	Yalnızca borsada işlem görmeleri şartıyla fon toplam değerinin %10'una, tek bir ihraççı için azami %5'ine kadar yatırım yapılabilir.	Rehber 4.1.8

Portföy çeşitlendirme kurallarının önemli bir tamamlayıcı unsuru da fonların ihraççı şirketler üzerindeki sermaye payı ve oy hakkı yoğunlaşmasını sınırlayan hükümleridir. III-52.1 sayılı Tebliğ'in 17/2 maddesi uyarınca, bir fonun herhangi bir ihraççının sermayesinin veya toplam oy haklarının %10'undan fazlasına sahip olması yasaktır. Bu düzenleme, fonun bir şirket üzerinde fiili kontrol gücü elde etmesini engellemekte ve fonun "pasif yatırımcı" niteliğinin korunmasını amaçlamaktadır. Bu sınır sadece tek fon bazında değil, portföy yönetim şirketi düzeyinde de genişletilerek uygulanır. Aynı portföy yönetim şirketi tarafından yönetilen ve tek bir kurucuya ait fonların tamamı birlikte değerlendirildiğinde de hiçbir ihraççı şirketin sermayesinin veya oy haklarının %20'sinden fazlası topluca fon portföylerinde bulundurulamaz. Böylece, aynı yönetici altında toplanmış fonların bir araya gelerek belirli bir şirket üzerinde kontrol etkisi oluşturması engellenmektedir.

Serbest fonlar söz konusu sınırlamalardan genel olarak muaf tutulmuş olup, farklı fon türü bazında istisnai durumların da mevcut olduğu unutulmamalıdır.

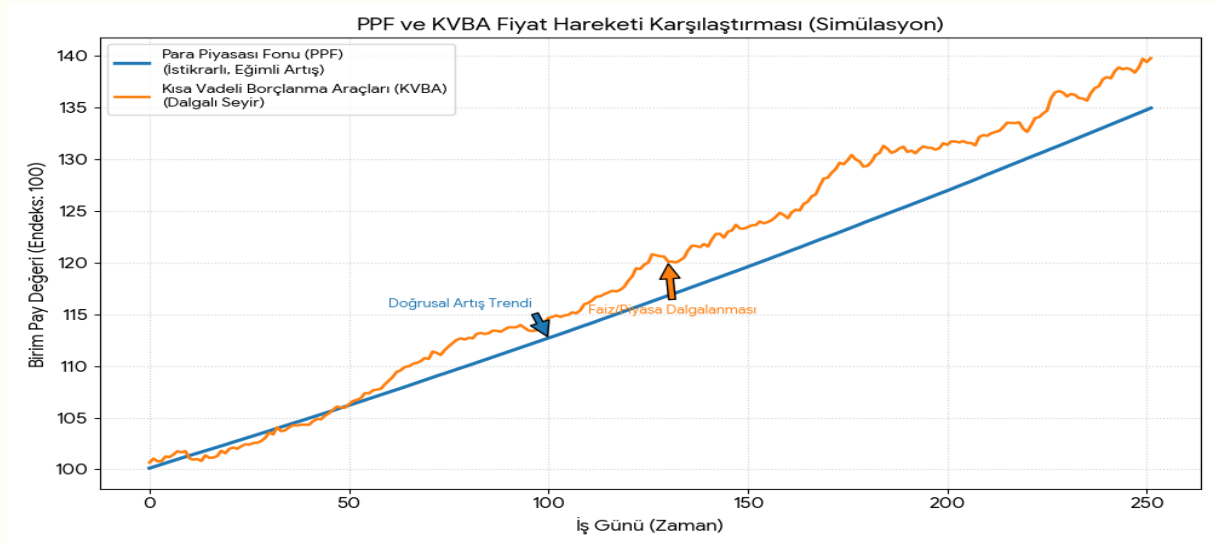
3. FON TÜRLERİNİN TEMEL KARAKTERİSTİK ÖZELLİKLERİ

3.1. Para Piyasası Fonları ve Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları

Yatırım fonları ekosisteminde nakit yönetimi ihtiyacını karşılayan en temel iki araç, Para Piyasası Fonları (PPF) ve Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları (KVBAF)dır. III-52.1 sayılı Tebliğ, bu iki fon türünü diğer tüm yatırım fonlarından ayıran belirgin bir özellik tanımlar: "en son ilan edilen birim pay fiyatı" esasına dayanan değerlendirme yöntemi. Piyasa uygulamasında "geri fiyat" olarak bilinen bu sistem, yatırımcının işlem anında fiyatı bilerek talimat verebilmesini sağlar. Böylece fonlar, genel piyasa koşulları elverdiği sürece aynı gün valörlü (T+0) işlem yapma kapasitesine sahip hâle gelir; bu durum özellikle kısa vadeli likidite yönetiminde önemli bir avantaj oluşturur.

PPF'ler, yatırım evrenindeki en sıkı vade kısıtlamalarına tabi fon türüdür. Tebliğ'e göre PPF portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün, portföye alınabilecek tek bir varlığın vadesi ise en fazla 184 gün olabilir. Bu ikili sınır, fonun faiz oranı şoklarına karşı duyarlılığını minimuma indirir ve fon fiyatının düşük volatilitiyle, neredeyse doğrusal bir artış eğrisi izlemesini sağlar. Bu nedenle PPF getirileri, piyasadaki en kısa vadeli faiz oranlarının günlük hareketlerine paralel biçimde gelişir; yüksek anapara güvenliği ve hızlı nakde dönüşüm PPF'lerin temel değer önerisidir.

KVBAF'ler, "kısa vade" tanımını Tebliğ'in 20 nci maddesinde belirlenen daha geniş bir bant içinde kazanır. Bu fonlarda portföyün ağırlıklı ortalama vadesinin 25–90 gün aralığında olması zorunludur. PPF'nin aksine, KVBAF'lerde tekil varlık için mevzuatta bir üst vade sınırı bulunmaz; fon yöneticisi, ortalama vadenin izin verilen aralıkta kalmasını sağladığı sürece daha uzun vadeli menkul kıymetleri portföye dahil edebilir. Bu esneklik, fonun getiri potansiyelini artırırken portföyün faiz değişimlerine duyarlılığını (durasyonunu) yükseltir. Bu nedenle KVBAF fiyatları, PPF'de olduğu gibi tamamen düz bir hat izlemez; kısa vadeli faiz hareketlerine bağlı sınırlı dalgalanmalar görülebilir.



PPF ve KVBAF'in düşük volatiliti ve kısa vadeli yapısını koruyan temel prensiplerden biri, vadeye kalan gün sayısı kesin olarak belirlenemeyen varlıkların (örneğin vadesiz borçlanma araçları, erken itfa opsiyonlu özel yapılandırılmış ürünler veya geri ödeme planı belirsiz kıymetler) portföye alınmasının tamamen yasaklanmasıdır. Orta ve Uzun Vadeli Borçlanma Araçları Fonlarında portföyün %20'sine kadar bu tür varlıklara izin verilirken, PPF ve KVBAF için yasaktır. Benzer şekilde, bankaların ilave ana sermaye hesaplamasına konu edilen sermaye benzeri borçlanma araçları (AT1 ve benzeri kıymetler) de PPF ve KVBAF portföylerine dahil edilemez. Bu araçlar çoğunlukla vadesiz, belirsiz nakit akışlı veya itfa opsiyonlu yapıda olduklarından, fonun ağırlıklı ortalama vade hesaplamasını ve geriye dönük fiyatlama (known pricing) mekanizmasının güvenilirliğini bozar. Likit fonların istikrarı ve öngörülebilirliği için gerekli olan bu kural, bu fon türlerini diğer borçlanma aracı fonlarından ayıran kritik bir düzenleyici unsurdur.

İki fon türü arasındaki en temel farklardan biri bankacılık ürünlerine (mevduat/katılma hesabı) ayrılan paydır. Para Piyasası Fonları, fon toplam değerinin %50'sine kadar vadeli mevduat veya katılma hesabı taşıyabilir. Ancak riskin dağıtılması amacıyla tek bir bankada değerlendirilebilecek tutar, fon toplam değerinin %6'sını geçemez. Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları için ise özel bir istisna yoktur; genel kural gereği portföyün en fazla %10'u mevduatta değerlendirilebilir ve tek bir bankadaki tutar %3 sınırını aşamaz.

Para Piyasası Fonları (unvanında "katılım" ibaresi bulunanlar hariç), portföylerinin asgari %10'unu Devlet İç Borçlanma Senetleri'nde (DİBS) değerlendirmek zorundadır (Yatırım Fonlarına

İlişkin Rehber'in 4.9. maddesi). Kısa Vadeli Borçlanma Araçları fonları için ise böyle bir asgari DİBS zorunluluğu bulunmamaktadır.

Para Piyasası Fonları (PPF) ve Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları (KVBAF), kısa vadeli nakit yönetimlerini esas olarak Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası (BAP) bünyesindeki Repo-Ters Repo Pazarı'nda gerçekleştirirler. Fonlar, devlet tahvili veya hazine bonosu gibi borçlanma araçlarının teminat olduğu bu ana piyasada, fon toplam değerinin %100'üne kadar ters repo işlemi yapma serbestisine sahiptir. Buna karşılık SPK, bu fonlara ek bir likidite kanalı olarak Borsa İstanbul Pay Senedi Repo Pazarı'nda da işlem yapma imkanı tanımıştır. Ancak bu piyasada teminatın 'pay senedi' olması ve pay senetlerinin borçlanma araçlarına göre daha yüksek volatilité içermesi nedeniyle, SPK Rehberi koruyucu bir sınır getirmiştir. Buna göre; PPF ve KVBAF'lar, Pay Senedi Repo Pazarı'nda fon toplam değerinin azami %25'i oranında ters repo işlemi gerçekleştirebilirler. Bu ayırım, fonun likit ve düşük riskli yapısını bozmadan alternatif getiri imkanlarından kontrollü bir şekilde yararlanmasını sağlar.

PPF - KVBAF Karşılaştırması

Kriter	Para Piyasası Fonu	Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	Dayanak
Ağırlıklı Ortalama Vade	Maksimum 45 Gün	25 - 90 Gün Aralığı	Tebliğ Md. 6/1-b & 20/1-a
Tekil Varlık Vade Sınırı	Maksimum 184 Gün	Sınırlama Yok*	Tebliğ Md. 6/1-b
Vadesi Belirsiz Varlık	YASAK	YASAK	Tebliğ Md. 20/2
Sermaye Benzeri Kredi	YASAK	YASAK	Rehber Md. 4.1.8
DİBS Zorunluluğu	Asgari %10	Zorunluluk Yok	Rehber Md. 4.9
Toplam Mevduat Limiti	Azami %50	Azami %10 (Genel Kural)	Rehber Md. 4.9 ve Tebliğ Md. 17/5
Tek Banka Limiti	Azami %6	Azami %3 (Genel Kural)	Rehber Md. 4.9 ve Tebliğ Md. 17/5

*Not: Ortalama vade sınırlarına (25-90 gün) sadık kalmak koşuluyla.

Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu (TEFAS), yatırım fonlarının yatırımcılara tek bir merkezden erişilebilir olmasını sağlayan temel pazarlama ve dağıtım altyapısıdır. Genel kural olarak, tüm yatırım fonlarının TEFAS'ta işlem görmesi zorunludur (Rehber Md. 6.8). Ancak likit fonların doğası gereği yüksek likidite, hızlı işlem ve anlık nakit yönetimi ihtiyaçları nedeniyle, Para Piyasası Fonları (PPF), Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları (KVBAF) ve bunların katılım esaslı karşılıkları bu zorunluluktan istisna tutulmuştur. Bu fonların TEFAS'ta listelenmesi, zorunluluk yerine kurucunun tercihinin bırakılmıştır. Düzenleyici yaklaşımın temelinde, bu fonların çoğunlukla bankalar tarafından mevduata alternatif kısa vadeli bir nakit yönetim aracı olarak kullanılmaları ve müşteri hesaplarında otomatik çalışan sistemlerle entegre olmaları yer alır.

Likit fonların yüksek işlem hacmi ve nakde dönüşüm hızını desteklemek amacıyla, bu fonların işlem ve saklama süreçlerinde de bazı operasyonel istisnalar tanımlanmıştır. Bunlardan ilki, yatırımcı blokajı uygulamasının kapsam dışında tutulmasıdır. MKK nezdinde uygulanan yatırımcı blokajı, yatırımcının kendi fon payları üzerinde işlem kısıtı koyabilmesine imkân verirken, PPF ve KVBAF'te bu uygulamaya izin verilmez (Rehber Md. 6.7). Bu istisna, fon paylarının her an nakde çevrilebilir olmasını teminat altına alarak ani nakit ihtiyaçlarında işlem hızının düşmesini engeller.

Bir diğer önemli istisna, Rehber'in 6.11 maddesinde düzenlenen otomatik fon alım ve satım işlemleridir. PPF ve KVBAF, izahnamelerinde yer verilmiş olması kaydıyla, yatırımcıdan ayrıca bir

talimat alınmasına gerek kalmaksızın belirli işlemleri otomatik olarak gerçekleştirebilir. Örneğin, yatırımcının hesabından para çekmesi, kredi kartı ödemesi yapması veya hesaba para yatırması gibi durumlarda, fon paylarının otomatik olarak satılması veya alınması mümkündür. Bu otomasyon, dağıtıcı kurumun (genellikle banka veya aracı kurum) kendi portföyünü geçici olarak kullanmasına izin veren teknik bir mekanizma aracılığıyla sağlanır. Böylece, fon kurucusunun mesai saatleri dışında olması gibi operasyonel gecikme yaratabilecek durumlarda bile, yatırımcı talimatları anlık olarak gerçekleştirilebilir. Bu düzenleme, likit fonları diğer yatırım fonlarından ayıştıran en önemli operasyonel kolaylıklardan biridir.

Mevduat ve PPF Karşılaştırması

Tasarruf sahiplerinin kısa vadeli likidite yönetiminde en sık başvurduğu iki temel finansal araç Vadeli Mevduat ve Para Piyasası Fonlarıdır (PPF). Her iki enstrüman da düşük volatilite ve sermayenin korunması odaklı bir getiri yapısı sunmakla birlikte, işleyiş mekanizmaları, vade yapıları, getiri oluşumu ve kullanım amaçları bakımından birbirinden önemli ölçüde ayrışır.

Vadeli mevduatta yatırımcı, vade başında belirlenen faiz oranı üzerinden sabit ve kesinleşmiş bir getiriye hak kazanır. Bu nedenle vadeli mevduat, nakit akışının öngörülebilir olmasını isteyen yatırımcılar için doğrudan bir çözüm sunar. Ancak vade dolmadan hesaptan para çekilmesi veya vadenin bozulması hâlinde, yatırımcı çoğunlukla tüm tahakkuk etmiş faiz gelirini kaybeder. Bu yapı, vadeli mevduatı yüksek likidite gereksinimi olan yatırımcılar için esnek olmayan bir seçenek hâline getirir.

PPF’lerde ise geleceğe yönelik sabit bir getiri taahhüdü bulunmaz; fon getirisi para piyasası faizlerinin günlük değişimine bağlı olarak oluşur. Fonun birim pay değeri, portföydeki varlıkların günlük faiz birikimini yansıtır ve düzenli bir artış eğilimi gösterir. En kritik avantajı, yatırımcının fon paylarını herhangi bir vade beklemesine gerek kalmadan satabilmesi ve elde tutulan süreye ilişkin getiriyi kaybetmeksizin tahsil edebilmesidir. Bu yapı, PPF’leri “vadesiz likit mevduat alternatifi” hâline getirir.

Her iki enstrüman arasındaki bir diğer önemli fark maliyet yapısıdır. Vadeli mevduatta yatırımcıya yansıyan doğrudan bir operasyonel maliyet bulunmaz; getiriyi belirleyen tek unsur faiz oranıdır. Buna karşılık PPF’lerde profesyonel portföy yönetimi hizmeti karşılığında fon toplam değerinden günlük olarak fon yönetim ücreti kesilir. Bu nedenle PPF getirisi değerlendirilirken, net performansın esas alınması gerekir. Bununla birlikte, PPF’ler faiz oranlarının yükseldiği dönemlerde, faizlerin günlük yeniden fiyatlanması sayesinde vadeli mevduata kıyasla daha hızlı bir şekilde yeni piyasa koşullarına uyum sağlar.

3.2. Borçlanma Araçları Fonları

Para Piyasası Fonlarının düşük volatilite ve doğrusal fiyat yapısına karşın, Borçlanma Araçları Fonları piyasa faizlerindeki değişimlere duyarlı, daha dinamik bir getiri profiline sahiptir. Bu fonlarda getirinin oluşum mekanizması yalnızca faiz kazancına dayanmaz; sermaye kazancı da kritik bir unsurdur. Borçlanma araçlarının fiyatı ile piyasa faiz oranları arasındaki ters yönlü ilişki nedeniyle, faizlerdeki her değişim fonun portföy değerini doğrudan etkiler. Faiz oranlarının düştüğü dönemlerde tahvillerin fiyatı yükselir, bu da fonun performansını artıran ek bir kazanç kalemi yaratır. Bu yapı, borçlanma araçları fonlarını pasif bir faiz taşıma aracından çıkarıp, yatırımcının faiz beklentisi, vade tercihi ve risk algısına göre şekillenen, değer artışı da yaşayabilen bir yatırım kategorisine dönüştürür. Dolayısıyla bu fonlar, getirisi öngörülebilir olmaktan ziyade, piyasa koşullarına uyumlu ve zaman zaman dalgalı bir yapıya sahiptir.

Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 6-1.a maddesi çerçevesinde, fon toplam değerinin en az %80'ini devamlı olarak kamu veya özel sektör tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarına (tahvil, bono, kira sertifikası gibi) yatıran fonları kapsar. Bu geniş şemsiye, farklı vadelerdeki faiz riskine ve farklı ihraççı risk profillerine sahip çok çeşitli alt fon türünü içerir.

Borçlanma araçlarının getirisi, esasen faiz ile sermaye kazancı/kaybı bileşenlerinin toplamı olduğu için, yatırım yapılan kıymetlerin vade yapısı, fonun risk-getiri profilinin temel belirleyicisidir. Bu nedenle Tebliğ'in 20 nci maddesi, fonların unvanlarında kullanılacak "Kısa", "Orta" ve "Uzun" vadeli ifadelerini kesin aralıklarla tanımlamıştır. Fonun unvanı, yatırımcının maruz kalacağı faiz duyarlılığı hakkında ilk ve en önemli işaretlerden biridir.

- Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları

Portföyün aylık ağırlıklı ortalama vadesi 25–90 gün aralığındadır. Bu fonlar, faiz şoklarına karşı görece düşük duyarlılığa sahiptir ve fiyat hareketleri sınırlıdır.

- Orta Vadeli Borçlanma Araçları Fonları

Ortalama vade 91–730 gün aralığındadır. Bu yapıda durasyon yükselir ve fon fiyatı piyasa faizlerindeki değişimlere daha belirgin tepki verir.

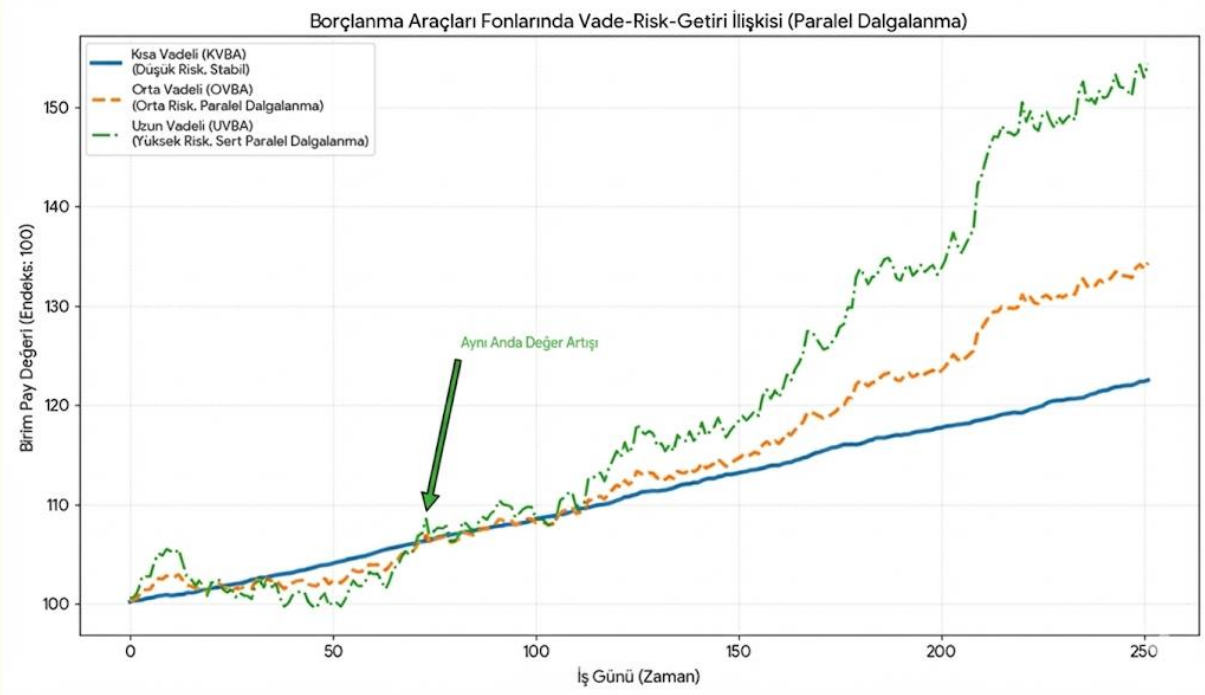
- Uzun Vadeli Borçlanma Araçları Fonları

Ortalama vade 730 günden (yaklaşık 2 yıl) daha uzundur. Bu fonlar, faiz oranı hareketlerine en duyarlı borçlanma aracı fonlarıdır ve volatilitesi yüksektir.

Bu sınıflandırma, yatırımcıya hem fonun maruz kalacağı faiz riskini hem de olası sermaye kazancı potansiyelini önceden gösterir. Vade uzadıkça fonun durasyonu (faiz duyarlılığı) artar; küçük bir faiz artışı fon fiyatında görece büyük bir düşüşe yol açabilir, tersi durumda ise fon hızlı bir sermaye kazancı sağlayabilir.

Fonların Vade Sınıflandırması

Fon Unvanı	Ağırlıklı Ortalama Vade (Gün)	Faiz Riski (Durasyon)	Mevzuatsal Dayanak
Kısa Vadeli	25 - 90 Gün	Düşük	Tebliğ Md. 20/1-a
Orta Vadeli	91 - 730 Gün	Orta	Tebliğ Md. 20/1-b
Uzun Vadeli	> 730 Gün	Yüksek	Tebliğ Md. 20/1-c



Fiyat değişimi şiddetinden bağımsız olarak çoğu zaman farklı vadelerdeki borçlanma araçları fiyatlarının paralel hareket ettiği görülür. Bununla birlikte, piyasa dinamikleri örneğin orta vadeli borçlanma araçlarını uzun vadeli borçlanma araçlarına kıyasla daha cazip hale getirebilir, bu durumda uzun vadeli borçlanma araçlarının fiyatı örneğin 1 birim artarken orta vadeli borçlanma araçlarının fiyatları 2 birim artabilir ya da tam tersi olabilir.

Borçlanma araçları fonları, yatırım yaptıkları varlığın türüne, ihraççının kimliğine ve para birimine göre birbirinden oldukça farklı risk-getiri profilleri sunar. Aşağıda her alt kategori, temel risk faktörleri üzerinden sınıflandırılarak açıklanmıştır.

Bu yelpazenin en temelinde yer alan **Kamu Borçlanma Araçları Fonları**, ağırlıklı olarak T.C. Hazinesi tarafından ihraç edilen Devlet İç Borçlanma Senetlerine (DİBS) yatırım yapar. Devletin kendi para birimi cinsinden yükümlülüklerinde temerrüde düşme ihtimali teorik olarak sıfıra yakın kabul edildiğinden, bu fonlarda kredi riski ihmal edilebilir düzeydedir. Dolayısıyla fonun getirisini ve volatilitesini belirleyen ana faktör "Faiz Riski"dir. Özellikle uzun vadeli DİBS taşıyan fonlarda, piyasa faizleri arttığında tahvil fiyatları sert şekilde geri çekilir ve bu durum fonun değerinde düşüşlere yol açabilir.

Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonlarında ise "Faiz Riski"nin yanı sıra "Kredi Riski" (Spread Riski) de önemli bir parametredir. Bu fonlarda, yatırım yapılan şirketin finansal sağlığı ve borç ödeme gücü, tahvil fiyatının temel belirleyicisidir ve tahvil fiyatları fon fiyatını etkiler. Yatırım yapılan şirketlere dair olumsuz bir piyasa algısı, genel piyasa faizleri değişmese dahi tahvillerin risk priminin (spread) artmasına ve fiyatlarının düşmesine neden olabilir. Ayrıca özel sektör tahvilleri, devlet tahvillerine kıyasla ikincil piyasada daha sığ bir işlem hacmine sahip olduğundan, bu fonlar "Likidite Riski"ni de barındırır.

Borçlanma araçlarında bir diğer alt kategori **Eurobond Fonlarıdır**. Döviz cinsinden (genellikle USD) getiri sunan bu fonlar, ihraççısı T.C. Hazinesi veya Türk şirketleri olduğu için yerel riske tabidir; ancak unvanlarında "(Döviz)" ibaresi yer almasına rağmen ihraççı yerli statüde olduğundan "Yabancı" ibaresi bulunmaz. Bu fonlar, fiyatlama dinamikleri açısından en karmaşık yapıya sahip gruptur ve üç farklı değişken üzerine kuruludur: Döviz Kuru, Ülke Risk Primi (CDS) ve Küresel Faiz Oranları. Fonun TL bazlı getirisi üzerinde en belirleyici ve yatırımcı tarafından en kolay gözlemlenen faktör döviz

kurudur. Fon portföyü döviz cinsinden varlıklardan oluştuğu için, kurdaki yükselişler fonun değerini doğrudan yukarı taşıırken, kurdaki geri çekilmeler getiriye düşürür. Ancak fonun değeri aynı zamanda Türkiye'nin kredi risk primindeki (CDS) dalgalanmalara ve Amerikan Merkez Bankası (FED) gibi küresel otoritelerin faiz kararlarına duyarlıdır. Bir T.C. hazinesi tarafından ihraç edilen Eurobond, teorik olarak "ABD Hazine Tahvili Faizi + Türkiye Risk Primi" formülüyle fiyatlanır. Dolayısıyla, Türkiye'de risk algısı (CDS) ve döviz kuru sabit kalsa bile, FED'in faiz artırdığı bir senaryoda küresel tahvil faizleri yükseleceği için, Türk Eurobondlarının fiyatı da (ters korelasyon gereği) düşebilir.

Yatırımcıların portföylerini "Türkiye Riskinden" tamamen arındırarak global piyasalara açmak istediklerinde başvurdukları araç ise **Yabancı Borçlanma Araçları Fonlarıdır**. Eurobond fonlarından en temel farkı, ihraççının yabancı kamu/özel sektör olmasıdır (Örn: ABD Hazinesi veya Apple, Microsoft gibi global şirketler). Mevzuat gereği, bir fonun unvanında "Yabancı" ibaresinin yer alabilmesi için fon toplam değerinin en az %80'inin yabancı ihraççılara ait varlıklardan oluşması zorunludur (Tebliğ'in 7. maddesi). Ayrıca bu fonlara, portföy çeşitliliğini sağlamak adına yabancı kamu borçlanma araçlarına (Örn: ABD Tahvili) fon toplam değerinin %35'ine kadar yatırım yapabilme istisnası tanınmıştır (Rehber'in 4.1.5. maddesi). Türkiye CDS priminden etkilenmeyen bu fonların performansını şekillendiren ana unsurlar ise global piyasa dinamikleridir; FED/ECB faiz kararları, küresel resesyon beklentileri ve döviz kurundaki değişimler fonun getirisini belirleyen temel faktörlerdir.

Borçlanma Araçları Fonlarında Risk Matrisi

Fon Türü	Ana Risk Faktörü	İhraççı Kimliği
Kamu Borçlanma	Faiz Riski (TL)	T.C. Hazinesi
Özel Sektör	Faiz Riski (TL)+ Kredi Riski (Spread)	Türk Şirketleri
Eurobond	Kur + Türkiye CDS + Global Faizler	T.C. Hazinesi / Türk Şirketleri
Yabancı Borçlanma	Kur + Global Faizler	Yabancı Devlet / Şirket

"Yan Hesap" (Side Pocket) Uygulaması

Yatırım Fonları, özellikle özel sektör tahvillerine yatırım yaptıklarında, ihraççı şirketin anapara veya kupon ödemelerini yapamaması (temerrüt/default) riskiyle karşı karşıya kalabilirler. Bu tür temerrüde düşmüş varlıkların fon portföyü içindeki yönetimi hem mevcut yatırımcıların haklarını korumak hem de fona yeni girecek yatırımcıları bu riskten ayıştırmak adına hassas bir süreçtir. Sermaye Piyasası Kurulu, bu sorunu çözmek amacıyla Rehber'in 12.4. maddesi ile uluslararası literatürde "Side Pocket" olarak bilinen "Yan Hesap" mekanizmasını düzenlemiştir.

Bu mekanizmanın devreye girmesi için iki temel koşulun aynı anda oluşması gerekir: Fon portföyünde yer alan bir özel sektör borçlanma aracı veya kira sertifikası için temerrüt durumu nedeniyle %100 oranında karşılık (değer düşüklüğü) ayrılmış olması ve söz konusu varlığın değerinin fon toplam değerinin %5'ini aşması zorunludur. Bu şartlar sağlandığında, sorunlu varlık fonun aktif, likit ve işlem gören ana portföyünden fiziksel olarak ayrıştırılır. Takasbank nezdinde fonun mevcut saklama hesabından bağımsız, izole bir "Yan Hesap" açılır ve sorunlu kıymet bu hesaba transfer edilir.

Yan hesap uygulamasının temel felsefesi "yatırımcı adaletini" sağlamaktır. Ayrıştırılan bu varlık, sadece karşılığın ayrıldığı (varlığın değersizleştiği) tarihte fonda pay sahibi olan mevcut yatırımcılarla ilişkilendirilir. Böylece, olaydan sonra fona giren yeni yatırımcılar bu temerrüde düşmüş varlığın riskini taşımazken; olay anında fonda olan yatırımcıların da olası bir "kurtarma/tahsilat" (recovery) hakkı saklı tutulur. İlerleyen dönemde ihraççı şirketten bir tahsilat yapılması durumunda, elde edilen nakit, fonun o anki portföyüne değil, yan hesapta kaydı tutulan

ilgili yatırımcıların hesaplarına doğrudan aktarılır. Ayrıca, yatırımcı mağduriyetini önlemek adına, bu ayırtırma ve yan hesap yönetimiyle ilgili oluşan tüm operasyonel harcamaların fon portföyünden değil, Kurucu tarafından karşılanması esastır.

3.3. Hisse Senedi Fonları

Hisse Senedi Fonları, yatırımcılara şirketlerin büyüme potansiyeline, kârlılığına ve uzun vadeli değer artışına ortak olma imkânı tanıyan; buna karşılık yüksek volatilite ve piyasa dalgalanmalarına duyarlılık taşıyan fonlardır. Mevzuat sistematğinde bir fonun "Hisse Senedi Fonu" şemsiyesi altında sınıflandırılabilmesi için temel şart, fon toplam değerinin en az %80'inin devamlı olarak yerli veya yabancı ihraççıların paylarına yatırılmasıdır. Ancak bu genel tanımın ötesinde hem sektör pratiğinde hem de vergi mevzuatında belirleyici olan asıl unsur, fonun yatırımcıya sağladığı vergisel avantajların göstergesi olan "Hisse Senedi Yoğun Fon" statüsüdür.

Bir fonun "Hisse Senedi Yoğun" olarak nitelendirilebilmesi için portföy yapısının belirli şartları karşılaması gerekir. Buna göre; fon portföy değerinin en az %80'inin, menkul kıymet yatırım ortaklıkları payları hariç olmak üzere, Borsa İstanbul'da (BİAŞ) işlem gören ihraççı paylarından oluşması zorunludur. Düzenleyici çerçeve, bu yoğunluk oranının hesaplanmasında yalnızca spot piyasa alımlarını değil; aynı zamanda pay endekslerine veya paylara dayalı vadeli işlem sözleşmeleri, opsiyon primleri ve aracı kuruluş varantları gibi türev araçları da hesaba katılabilir varlıklar olarak kabul etmiştir. Yatırımcının bu statüyü net bir şekilde ayırt edebilmesi ve ilgili vergi avantajlarından yararlanabilmesi adına, söz konusu şartları sağlayan fonların unvanlarında "(Hisse Senedi Yoğun Fon)" ibaresinin yer alması gerekir.

Hisse senedi ekosisteminde "Aktif Yönetim" stratejisinden ayrılarak, bir endeksin (örneğin BIST-30 veya Sürdürülebilirlik Endeksi) performansını birebir taklit etmeyi hedefleyen Endeks Fonlar, portföy dağılım kuralları açısından standart hisse fonlarından ayrışır. Standart fonlarda riskin dağıtılması amacıyla uygulanan "tek ihraççı limiti" (%10), endeks fonların takip ettikleri endeksin yapısını kopyalayabilmeleri için esnetilmiştir. Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'in 1.4. maddesi uyarınca, bir fonun "Endeks Fon" unvanını taşıyabilmesi için takip ettiği endeksin ve fon portföyünün en az altı farklı ihraççı payından oluşması ve her bir hissenin ağırlığının fon toplam değeri içindeki payının en fazla %30 olması gerekmektedir. Bu %30'luk genişletilmiş limit, fon yöneticisine piyasa değeri yüksek ve endeks ağırlığı fazla olan hisseleri portföyde daha yüksek oranda taşıma imkânı tanıyarak "takip hatasını" (tracking error) minimize etme olanağı sağlar.

Endeks fonların başarısı, mutlak getiri üretiminden ziyade baz alınan endeks ile sağlanan uyumun derecesiyle ölçülür. Bu uyumun mevzuatsal standardı Tebliğ'in 23. maddesi ile belirlenmiştir; fonun birim pay değeri ile takip edilen endeks değeri arasındaki korelasyon katsayısının en az %90 olması zorunludur. Bu çerçevede fon yöneticisinin önceliği, piyasayı yenecek hisseleri seçmekten ziyade, fon portföyünün endeks performansını en az sapmayla takip etmesini sağlamaktır.

Endeks Fonlar ve Borsa Yatırım Fonları (BYF) Arasındaki Yapısal Farklar

Yatırım dünyasında "Pasif Yönetim" stratejisini benimseyen ve bir endeksin getirisini kopyalamayı hedefleyen iki temel araç bulunmaktadır: Endeks Fonlar ve Borsa Yatırım Fonları (BYF / ETF). Her iki fon türü de portföy içeriği ve performans hedefi açısından benzerlik gösterse de (örneğin her ikisi de BIST-30 endeksinin takip edebilir), operasyonel işleyiş, fiyatlama mekanizması ve alım-satım kanalları bakımından birbirlerinden keskin çizgilerle ayrılırlar.

Bu iki yapı arasındaki en temel fark işlem platformu ve fiyatlama sıklığında ortaya çıkar. Klasik Endeks Fonlar, diğer yatırım fonları gibi TEFAS veya dağıtıcı kuruluşlar (bankalar/aracı

kurumlar) üzerinden alınıp satılır. Bu fonlarda işlem yapan bir yatırımcı, gün içinde hangi saatte emir verirse versin, işlem gerçekleşeceği zaman fonun o günkü kapanış verilerine göre hesaplanan "tek bir fiyatı" (Birim Pay Değeri) üzerinden işlem görür. Yani yatırımcı, emri verdiği andaki endeks değerinden değil, gün sonundaki değerlemeden etkilenir.

Buna karşın BYF'ler, adından da anlaşılacağı üzere Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda tıpkı bir hisse senedi gibi seans boyunca anlık fiyatla işlem görür. BYF yatırımcısı ekranında gördüğü fiyat üzerinden anında alım veya satım yapabilir, gün içi volatiliteden yararlanabilir veya risk yönetimi açısından anlık pozisyon değiştirme esnekliğine sahip olur. Bu nedenle, endeks fonları "kapanış fiyatı üzerinden işlem" yaparken; BYF'ler "gerçek zamanlı piyasa fiyatı" ile işlem gören, likiditesi ve fiyat oluşumu doğrudan arz-talep koşullarına bağlı enstrümanlardır.

Bir diğer önemli ayrışma noktası fiyat ve değer ilişkisidir. Endeks Fonlar her zaman Net Aktif Değeri (NAD) üzerinden işlem görür; yani fonun içindeki hisselerin toplam değeri neyse, pay fiyatı da odur. Ancak Borsa Yatırım Fonlarında, fonun "Net Aktif Değeri" ile borsada oluşan "Piyasa Fiyatı" arasında arz ve talebe bağlı olarak farklar (iskonto veya prim) oluşabilir. Piyasa yapıcılık mekanizması bu makası daraltmaya çalışsa da sert piyasa hareketlerinde BYF fiyatı, taşıdığı hisselerin teorik değerinden anlık olarak sapabilir.

Endeks fonlar ile BYF'ler arasındaki rekabetin yatırımcı açısından en belirgin olduğu alanlardan biri maliyet yapısıdır. Her iki fon türü de pasif yönetim stratejisi izlediği için, aktif yönetilen hisse senedi fonlarına kıyasla daha düşük yönetim ücretleri sunar; ancak kendi içlerinde önemli farklılıklar bulunur. Klasik endeks fonlarının yıllık yönetim ücretleri, fonun TEFAS veya dağıtıcı kuruluşlar üzerinden alınıp satılması ve operasyonel yükün bu kurumlarla paylaşılması nedeniyle genellikle daha yüksektir. Bu ücret fonun Net Aktif Değerinden günlük olarak kesilir ve yatırımcı tarafından fiyat hareketi içinde dolaylı olarak hissedilir. BYF'lerde ise operasyonel yapı daha yalın olduğu için yıllık yönetim ücreti belirgin şekilde düşüktür. Bununla birlikte BYF yatırımcısı, alım ve satım işlemleri sırasında aracı kurumuna tıpkı bir hisse senedinde olduğu gibi işlem komisyonu ödemek zorundadır.

Endeks Fon ve Borsa Yatırım Fonu (BYF) Karşılaştırması

Özellik	Endeks Fonu (Klasik)	Borsa Yatırım Fonu (BYF/ETF)
İşlem Yeri	TEFAS / Banka / Aracı Kurum	Borsa İstanbul (Pay Piyasası)
Fiyatlama	Günde tek fiyat (Kapanış/İleri Fiyat)	Seans boyu anlık değişken fiyat
Alım-Satım	Talimat ile (Valör süresi vardır)	Hisse senedi gibi anlık işlem (T+2)
Yönetim Ücreti	Görece Yüksek	Görece Düşük
İşlem Maliyeti	Genellikle Komisyonlu	Aracı Kurum Komisyonu Ödenir
Fiyat/Değer	Her zaman Net Aktif Değer	Piyasa Fiyatı (Prim/İskonto olabilir)

Sermaye piyasası mevzuatı, yatırım fonlarının belirli bir sermaye grubuna aşırı yoğunlaşmasını engellemek amacıyla katı sınırlar çizse de "İştirak Fonları" bu genel yaklaşımın istisnasını oluşturur. Kuruluş amacı doğrudan belirli bir topluluğun veya holdingin iştiraklerine yatırım yapmak olan bu fonlar; standart fonların tabi olduğu "Aynı Grup Limiti" (%20 Limiti) ve "5/40 Kuralı"ndan muaf tutulmuştur. Bu özel statü sayesinde İştirak Fonları, portföyün tamamını kurucusunun dahil olduğu grubun şirketlerine tahsis edebilir. Ancak bu yoğunlaşma serbestisi sınırsız değildir; fonun riskini dağıtmak amacıyla uygulanan "tek bir şirkete fon toplam değerinin %10'undan fazlasının yatırılamaması" (Tek İhraççı Limiti) kuralı bu fonlar için de geçerliliğini korur. Dolayısıyla İştirak Fonu, grubun tek bir şirketine değil, grup içerisindeki birden fazla şirkete yayılarak yatırım yapmak durumundadır. Ancak %10'luk bu mevzuatsal sınır, İştirak Fonlarının taşıdığı "Yoğunlaşma Riski"ni (Concentration Risk) tam olarak bertaraf edemez. Fon yöneticisi portföyü 10 farklı şirkete bölerek

mevzuatsal limiti sağlasa dahi, bu şirketlerin tamamı aynı ekonomik bütünlüğe (aynı holdinge veya gruba) bağlı olduğu için, aralarındaki korelasyon yüksek olabilecektir. Grubun ana şirketini etkileyen bir finansal sorun, itibar kaybı veya kredi notu düşüşü, zincirleme etkiyle portföydeki tüm varlıkların aynı anda değer kaybetmesine yol açabilir. Bu "Grup Riski" faktörü, İştirak Fonlarını, farklı sektör ve gruplara yayılarak çeşitlendirme sağlayan standart hisse senedi fonlarına kıyasla daha kırılğan ve yüksek riskli bir yatırım aracı haline getirir.

Yatırım fonları içinde, portföyünü geniş bir endeks yerine belirli bir sektörün büyüme potansiyeline odaklayan **Sektör Fonları**, yatırımcıya daha keskin ve tematik bir risk-getiri profili sunan özel bir kategoridir. Bu fonlar, örneğin Teknoloji, Bankacılık, Sağlık, Enerji, Perakende veya Yenilenebilir Enerji gibi belirli bir ekonomik alanın performansını hedefler ve portföy bileşimini bu strateji doğrultusunda şekillendirir. Mevzuatın amacı, fonun unvanında belirtilen sektör ile portföy içeriği arasında tam bir tutarlılık sağlamaktır. Bu yüzden Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'in 2/c maddesi uyarınca, bir fonun unvanında belirli bir sektör ifadesinin yer alabilmesi için fon toplam değerinin en az %80'inin ilgili sektörde faaliyet gösteren şirketlere yatırılması zorunludur.

Sektör fonlarının yönetimindeki temel zorluk, dar bir yatırım evreni içinde portföy oluşturma gerekliliğidir. Çoğu sektörde Borsa İstanbul'da işlem gören şirket sayısı sınırlı olduğundan, standart fonlara uygulanan çeşitlilik kurallarının burada aynen uygulanması pratikte mümkün değildir. Bu nedenle mevzuat, sektör fonlarına özel bir esneklik tanıyarak tek bir şirkete yapılabilecek yatırım limitini %20'ye yükseltmiş, ayrıca 5/40 kuralı ve grup içi yatırım kısıtlamalarını bu fon kategorisi için devre dışı bırakmıştır. Bu muafiyet rejimi, fon yöneticisinin sınırlı sayıda hisseyle çalışan bir sektörde rekabetçi bir portföy kurabilmesini sağlar; ancak yatırımcı açısından daha yoğunlaşmış, dolayısıyla daha oynak bir risk profili anlamına gelir.

Sektör fonları, bilinçli olarak "çeşitlendirme ilkesini" terk eden yapılardır. Standart hisse senedi fonları, genellikle riski dağıtmak için farklı sektörler arasında dengeli bir dağılım kurarken; sektör fonları tek bir endüstriye odaklanarak sektörel yoğunlaşma riski alır. Bu strateji, ilgili sektörün makroekonomik konjonktürden olumlu etkilendiği dönemlerde fonun genel piyasa endeksini (örneğin BIST-100) belirgin biçimde aşmasına olanak tanır. Örneğin faiz indirimi dönemlerinde bankacılık sektörünün, pandemi sürecinde ise sağlık sektörünün sektör fonlarında yüksek performans yaratması bu dinamiğe örnektir. Ancak bu yoğunlaşma, olumsuz dönemlerde sert değer kayıplarını da beraberinde getirir. Sektöre özgü bir düzenleme, vergi artışı, global talep daralması veya şirket kârlılıklarını etkileyen başka bir şok, portföyün tamamını aynı anda aşağı çekebilir. Bu nedenle sektör fonları, yüksek getiri potansiyeli ile yüksek volatilitenin birlikte görüldüğü, daha agresif bir yatırım stratejisi sunar.

İşlem Sırası Kapatılan Payların Değerlemesi

Hisse senedine yatırım yapan fonlarının yönetiminde yatırımcıların nadiren karşılaştığı ancak fonun net aktif değerini doğrudan etkileyen en kritik operasyonel süreçlerden biri, portföydeki bir hisse senedinin işlem sırasının Borsa İstanbul tarafından kapatılması durumudur. Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'in 5.1.1. maddesi, işlem sırası kapanan payların fon fiyatına nasıl yansıtılacağını açık ve kademeli bir takvimle düzenlemiştir. İşlem sırası kapatıldıktan sonraki ilk 5 işlem gününde (aksi bir makul gerekçe veya somut veri oluşmadığı sürece) payın sırası kapatılmadan önceki son işlem günü fiyatı baz alınmaya devam edilir. Bu kısa geçiş dönemi, şirketin özel durum açıklaması yapması, mevzuata aykırılık ve diğer nedenlerle meydana gelen belirsizliklerin ortadan kaldırılması gibi olasılıkları karşılamak amacıyla bir "bekleme süreci" işlevi görür.

Kapalılık halinin 6. iş gününde de devam etmesi durumunda, mevzuat "ihtiyatlılık ilkesi"nin devreye girmesini zorunlu kılar ve fon yöneticisi bu pay için karşılık ayırma uygulamasını başlatır. Karşılık ayırma takvimi, ilgili hissenin fon portföyündeki ağırlığına göre kademelendirilmiştir:

Ağırlık %1'e kadersa: Karşılık 1 gün içinde ayrılarak payın değeri sıfırlanır.

Ağırlık %1 – %5 arasındaysa: Karşılık 30 gün boyunca, her gün eşit tutarlarda ayrılarak değer kademeli şekilde sıfırlanır.

Ağırlık %5'ten fazlaysa: Süre 90 güne uzatılır ve değer düşüşü yine günlük eşit tutarlarla yapılır.

Bu mekanizma, fonun bir anda büyük bir değer kaybı yaşamasını önlerken, payın değerinin düşüşünü zaman içinde yayararak fona giren ve çıkan yatırımcılar arasında adil bir dağılım sağlar. Amaç, fonun likidite yönetimini kontrol altında tutmak ve yatırımcıların fon fiyatındaki ani ve sert dalgalanmalara maruz kalmasını engellemektir.

İşlem sırası kapalı olan bir payın şirket tarafından yeniden işlem görmeye başlaması veya önemli bir bilgi akışı sağlanması durumunda, fon yöneticisi karşılıkları yeniden değerlendirebilir; ancak değer artışlarının fon portföyüne yansıtılmasında da aynı ihtiyatlılık ilkesi geçerlidir. Bu çerçevede değer artışları, "ani yazım" yerine kademeli olarak fon fiyatına dahil edilir.

3.4. Değişken Fonlar

Sermaye piyasalarında tek bir varlık sınıfına bağlı kalmak, değişen ekonomik konjonktürde her zaman optimal risk-getiri dengesini sağlamayabilir. Bu ihtiyaca binaen kurgulanan Değişken Fonlar, fon yöneticisine portföy dağılımını piyasa beklentilerine göre dinamik olarak revize etme yetkisi tanıyan "Esnek Yönetim" prensibine dayalı yapılardır. Tebliğ'in 6. maddesinin (ç) bendi, değişken fonları diğer fon türlerinin kapsamına girmeyen portföy yapıları için kullanılan esnek bir kategori olarak tanımlar. Buna göre; portföy sınırlamaları itibarıyla Hisse Senedi, Borçlanma Araçları veya Para Piyasası gibi diğer fon türlerinden herhangi birinin tanımına girmeyen fonlar "Değişken Fon" olarak sınıflandırılır. Bu fonların en ayırt edici özelliği, fon yöneticisini belirli bir varlık sınıfında asgari oranda (örneğin %80) yatırım yapmaya zorlayan statik bir alt sınırın bulunmamasıdır. Yönetici, izahnamede belirtilen strateji ve risk limitleri dahilinde kalmak kaydıyla, varlık dağılımını piyasa koşullarına göre serbestçe değiştirme yetkisine sahiptir; bir varlık sınıfının ağırlığını %0'a indirip diğerini %100'e çıkarabilir.

Değişken Fonların portföy yönetimindeki esnekliği, fonun başarısının nasıl ölçüleceği konusunda da Hisse Senedi veya Borçlanma Araçları fonlarından farklı bir metodolojiyi beraberinde getirir. Geleneksel fonlar (Hisse/Borçlanma), mevzuat gereği portföylerinin en az %80'ini belirli bir varlık sınıfında tutmakla yükümlüdür. Bu yapısal zorunluluk nedeniyle, fonun performansı genellikle ilgili varlık sınıfını temsil eden bir endeks (Karşılaştırma Ölçütü/Benchmark) ile kıyaslanır. Burada başarı "göreceli"dir; fonun getirisi piyasa endeksinin üzerinde ise veya düşüşlerde endeksten daha az kaybettirmişse fon başarılı kabul edilir. Buna karşın Değişken Fonlar, herhangi bir varlık sınıfında asgari yoğunlaşma zorunluluğuna tabi değildir. Fon yöneticisi, izahnamede belirlediği sınırlar dahilinde kalmak kaydıyla, piyasa koşullarına göre varlık dağılımını değiştirebilir. Bu dinamik yapı, sabit bir varlık endeksinin (örneğin sadece BIST-100'ün) fonun başarısını ölçmekte yetersiz kalmasına neden olabilir. Bu noktada mevzuat, fonlara "Karşılaştırma Ölçütü" belirleme zorunluluğu yerine, bir "Eşik Değer" (Hurdle Rate) belirleme imkanı tanır.

Eşik Değer, fonun başarısının ölçülmesinde ve (varsa) performans ücretinin hesaplanmasında baz alınan bir referans noktasıdır. Bu değer, piyasa yönünden bağımsız olarak fonun "aşmayı hedeflediği" asgari bir getiri oranını ifade eder. Fon yöneticileri genellikle BIST-KYD Repo Endeksi, Mevduat Faizi veya Enflasyon (TÜFE) gibi göstergelerin üzerine eklenen bir ek getiri oranını eşik değer

olarak belirler. Ancak bu bir getiri taahhüdü değil, fonun performansının kıyaslanacağı bir "alt sınır" niteliğindedir. Eşik Değer kullanan fonlar, genellikle piyasa endeksini yenmekten ziyade, yatırımcının varlığını belirli bir referans getiri oranının (örneğin enflasyonun veya faizin) üzerinde artırmaya odaklanma eğilimindedir.

Yatırımcılar tarafından sıklıkla Değişken Fonlar ile karıştırılan "Karma Fonlar" ise bu sınırsız esnekliğin aksine, matematiksel bir çeşitlendirme zorunluluğuna sahiptir. Bir fonun "Karma" statüsü kazanabilmesi için portföyünün tamamının ortaklık payları, borçlanma araçları, altın ve diğer kıymetli madenler gibi varlıklardan oluşması ve bu gruplardan en az ikisinin ayrı ayrı fon toplam değerine oranının asgari %20, bu iki grubun toplamının ise asgari %80 seviyesinde olması gerekir (Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'in 1.1. maddesi). Değişken fon yöneticisi piyasa koşullarına göre tek bir varlığa %100 yönelebilirken, Karma fon yöneticisi her zaman en az iki farklı varlık sınıfını (Örneğin: asgari %20 Hisse + %20 Altın) taşımak zorundadır. Bu durum, Karma fonları "yönetici inisiyatifinden" ziyade "yapısal çeşitlendirmeye" dayalı bir ürün haline getirir.

Bu esnek yapı altında ihraç edilecek fonların yatırım stratejileri, yatırımcı algısının doğru yönetilmesi amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirli kotalara bağlanmıştır. Kurul Kararları ile belirlenen çerçeveye göre; bir portföy yönetim şirketi Değişken Şemsiye Fon altında dilediği kadar fon ihraç edemez. Düzenlemeye göre, her bir risk değer grubundan en fazla bir adet fon ihraç edilmesi şartıyla, ihraç edilebilecek azami fon sayısı risk değerli olanlar da dahil dördü geçemez. Risk değerli fonların unvanları, Rehber'de hesaplama yöntemi belirtilen volatilité bazlı risk değerlerine göre kategorize edilir. Buna göre; risk değeri 1-2 aralığında olan fonlar "Muhafazakar" veya "Temkinli"; 3-4 aralığında olanlar "Dengeli"; risk iştahının arttığı 4-5 aralığındaki fonlar "Atak", "Dinamik" veya "Büyüme"; en yüksek volatilitéyi içeren 5-7 bandı ise "Agresif" unvanlarını taşır.

3.5. Fon Sepeti Fonları

Fon sepeti fonları, portföylerini ağırlıklı olarak diğer yatırım fonlarının katılma paylarından oluşturan yapılardır ve belli sınırlamalara tabidir. Bu fonlarda, tek bir fona veya BYF'ye yapılan yatırım fon toplam değerinin %20'sini aşamaz ve başka bir fon sepeti fonuna yatırım yapılamaz. Ayrıca, portföyüne alınan bir fonun katılma payı miktarı, o fonun toplam katılma payı sayısının %25'inden fazla olamaz. Fon sepeti fonlarının, mümkün olduğunca Kurulca onaylı izahnamesi bulunan fonlara yatırım yapması esastır; yalnızca yabancı borsalarda işlem gören BYF'ler bu kuralın dışında tutulur. Portföye dâhil edilen serbest fon payları ise toplam değer %10'unu geçemez. Bunun yanında, yatırım yapılan fonlara ödenen yönetim, giriş ve çıkış ücretleri de doğrudan fon sepeti fonunun gideri sayılır ve toplam gider oranı hesabına dahil edilir.

3.6. Katılım Fonları

Yatırımcıların faiz hassasiyetlerini gözeterek, portföylerini faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarında değerlendirmek üzere kurulan fonlar Katılım Şemsiye Fonu altında toplanır. Bu fonlar, konvansiyonel fonların aksine ikili bir denetim ve uyum sürecine tabidir; sadece Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerine değil, aynı zamanda "Faizsiz Finans İlkeleri"ne (Katılım Standartlarına) uygunluk şartına uymak zorundadırlar. Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ve Rehber, bu fonların portföyünün tamamının devamlı olarak kira sertifikaları (sukuk), katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile Kurulca uygun görülen diğer faize dayalı olmayan araçlardan oluşmasını şart koşar.

Bu tanım gereği, Katılım Fonları geleneksel faizli enstrümanları portföylerine dahil edemezler. Vadeli mevduat, devlet tahvili, hazine bonosu veya faiz içeren repo işlemleri bu fonların yatırım evreninde yer almaz. Bunun yerine, finansal sistemde bu araçların işlevini gören ancak faizsizlik prensibine dayanan ikame araçlar kullanılır. Örneğin; fonun nakit yönetiminde mevduat yerine kâr-zarar

ortaklığına dayalı "Katılma Hesapları", borçlanma aracı olarak tahvil yerine varlığa dayalı "Kira Sertifikaları" (Sukuk) ve repo yerine "Vaad Sözleşmeleri" veya Borsa İstanbul Pay Senedi Piyasası işlemleri tercih edilir. Ayrıca, faaliyet alanı faizsiz finans ilkeleriyle uyumlayan (alkollü içki, faizli bankacılık vb.) şirketlerin hisse senetleri de portföy dışında tutulur.

Rehber düzenlemelerine göre (Md. 1.6), bu fonların portföyüne dahil edilecek ortaklık paylarının seçimi iki şekilde yapılır. Birinci yöntem, faizsiz finans ilkelerine uygunluğu halihazırda onaylanmış olan endekslerin (örneğin Borsa İstanbul tarafından hesaplanan Katılım 30, Katılım 50 Endeksleri veya Ziraat Portföy Katılım Endeksi) havuzundan seçim yapmaktır. İkinci yöntem ise, fonun endeks dışı bir varlığa yatırım yapması durumunda devreye girer; bu takdirde ilgili varlığın uygunluğunun bir danışman veya Danışma Kurulu tarafından bizzat onaylanmış olması zorunludur. Bu onay şartı sadece hisse senetleri için değil; kira sertifikaları, katılma hesapları, altın ve vaad sözleşmeleri haricinde kalan diğer tüm para ve sermaye piyasası araçları için de geçerlidir.

Fonun bir Danışma Kurulu veya danışmandan hizmet alması durumunda, fon izahnamesinin ekinde veya fonun Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) sayfasında; danışmanın kimliği, Kurul üyelerinin isimleri ve özellikle faizsiz finans alanındaki bilgi ve tecrübeleri açıkça belirtilmek zorundadır. Danışma Kurulu'nun uygunluk değerlendirmesi yaparken esas aldığı yöntemler ve çalışma ilkeleri de (hangi fıkıh kurallarına göre karar verildiği) yatırımcının incelemesine sunulmalıdır.

Katılım fonlarını teknik olarak en çok ayırtıran konulardan biri de "Mahzurlu Gelirin Arındırılması" (Purification) sürecidir. Fonun yatırım yaptığı şirketlerden dolayı gelen ve faizsizlik prensiplerine uymayan cüzi gelirlerin (örneğin şirketin faiz geliri) fon malvarlığından arındırılması gerekir. Mevzuat, bu tutarın fon malvarlığından veya fon yönetim ücretinden karşılanmasına, ancak bunun için Danışma Kurulu'ndan icazet alınmasına izin verir. Eğer arındırma tutarı fonun kendi malvarlığından ödenecekse, Kurucu'nun birim pay değerinde ani bir düşüş yaratmamak (yatırımcıyı mağdur etmemek) için gerekli tedbirleri alması ve bunu izahnamede belirtmesi şarttır. Operasyonel olarak ise; arındırma işleminin yapıldığı dönemi takip eden 5 iş günü içinde, hesaplanan tutar ve bu tutarın hangi kuruma (genellikle hayır kurumları) aktarıldığı KAP'ta açıklanır. Önemli bir detay olarak, bağışlanan bu tutar fonun "Toplam Gider Oranı" hesaplamasına dahil edilmez, böylece fonun operasyonel maliyeti yapay olarak yüksek görünmez (Rehber Md. 1.6).

Yatırımcıların nakit yönetimi ve likidite ihtiyaçlarını faizsiz finans prensipleri çerçevesinde karşılamak amacıyla, konvansiyonel likit fonların yapısal özellikleri korunarak kurgulanmış özel fon türleri mevcuttur. Rehber'in 1.5. maddesi ile tanımlanan "Para Piyasası Katılım Fonu" ve "Kısa Vadeli Kira Sertifikaları Katılım Fonu", teknik işleyiş bakımından konvansiyonel benzerlerinin (PPF ve KVBAF) tabi olduğu vade sınırlarına tabidir. Bu çerçevede, fon yöneticileri ortalama vade ve portföy süresi gibi parametrelerde konvansiyonel fonlardaki (Para Piyasası için maksimum 45 gün, Kısa Vadeli fonlar için 25-90 gün) kısıtlamaları kıyasen uygular. Ancak varlık seçiminde temel bir dönüşüm söz konusudur; portföyler faizli mevduat yerine kâr payı esasına dayalı Katılma Hesapları ile, hazine bonusu veya tahvil yerine ise Kira Sertifikaları (Sukuk) ile oluşturulur.

Bu fon grubunu konvansiyonel muadillerinden ayıran en temel farklardan biri, kamu borçlanma araçlarına yatırım zorunluluğunda ortaya çıkar. Konvansiyonel Para Piyasası Fonları, likiditeyi desteklemek amacıyla portföylerinin asgari %10'unu Devlet İç Borçlanma Senetlerinde (DİBS) tutmak zorundadır. Ancak Rehber'in 4.9. maddesi, bu zorunluluğu tanımlarken "unvanında katılım ifadesi bulunan fonlar hariç" şerhini düşerek Katılım Para Piyasası Fonlarını bu kuraldan muaf tutmuştur. Zira konvansiyonel DİBS'ler faiz getirisi içeren varlıklar olduğu için katılım fonlarının yatırım evrenine dahil edilemez.

Bir diğer önemli ayrışma noktası ise bankacılık ürünlerindeki yoğunlaşma limitleridir. Rehber uyarınca, Para Piyasası Katılım Fonları da fon toplam değerinin azami %50'sini banka hesaplarında (katılma hesaplarında) değerlendirebilir. Ancak riskin tabana yayılması amacıyla konvansiyonel fonlarda tek bir bankada değerlendirilebilecek tutar fon toplam değerinin %6'sı ile sınırlandırılmışken; Para Piyasası Katılım Fonlarında bu oran **%20** olarak belirlenmiştir. Mevzuat koyucunun tanıdığı bu %20'lik geniş limit, finansal sistemde faaliyet gösteren katılım bankası sayısının mevduat bankalarına kıyasla daha az olması gibi yapısal gerekçelere dayanmaktadır.

Yatırımcıların fon alım emirlerinin gerçekleşme valörüne kadar geçen bekleme süresinde, nakitlerinin gecelik olarak değerlendirilmesi (nemalandırma) konvansiyonel piyasalarda standart bir uygulamadır. Ancak Katılım Fonları dünyasında bu süreç, faizsiz finansın doğası gereği farklı bir kısıta tabidir. Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'in 6.6. maddesi uyarınca; faizsiz yatırım araçlarını tercih eden yatırımcılardan tahsil edilen tutarların nemalandırılması, ancak piyasada o an uygun bir faizsiz enstrümanın mevcut olması şartına bağlanmıştır. Konvansiyonel fonlarda "Ters Repo" gibi her an erişilebilir ve standart bir likidite aracı bulunurken, katılım dünyasında vade ve tutar uyumlu faizsiz bir enstrümanın o an bulunamaması ihtimal dahilindedir. Eğer uygun araç yoksa, yatırımcının parası söz konusu süre boyunca nemalandırılmaz ve nakit olarak bekletilir.

3.7. Serbest Fonlar

Sermaye piyasalarında risk iştahı yüksek ve belirli bir varlık büyüklüğüne sahip yatırımcılar için kurgulanan Serbest Şemsiye Fonlar, fon yöneticisine strateji belirleme ve risk alma konusunda en geniş yetkiyi tanıyan yapılardır. Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 6-1.d maddesi uyarınca; katılma payları sadece "Nitelikli Yatırımcılara" satılmak üzere kurulmuş olan fonlar "Serbest Şemsiye Fon" olarak sınıflandırılır. Mevzuat koyucu, standart fonlarda sıkı sıkıya uyguladığı "bireysel yatırımcıyı koruma" refleksini bu fon grubu için esnetmiş; bunun karşılığında da fonun erişimini sadece belirli kriterlere sahip kişilere açmıştır.

Tebliğ ve Rehber hükümleri, Serbest Fon yöneticisine portföy yönetiminde diğer fonlarda bulunmayan muafiyetler ve işlem yetkileri tanıır. Bu yetkilerin başında "Yoğunlaşma Serbestisi" gelir. Standart fonlarda riskin dağıtılması amacıyla uygulanan "Tek İhraççı Limiti" (%10) veya "Aynı Grup Limiti" (%20) gibi kısıtlamalar serbest fonlarda uygulanmaz. Bu muafiyet sayesinde fon yöneticisi, izahnamede belirtmek kaydıyla, portföyün tamamını veya büyük bir kısmını tek bir hisse senedine ya da borçlanma aracına yatırabilir.

Yönetim esnekliği, risk alma kapasitesinin belirlenmesinde de etkilidir. Standart fonlarda sıkı kurallara bağlanan kaldıraç kullanımı, Serbest Fonlar için Rehber'in 7.9. maddesi uyarınca genel sınırlamalardan muaf tutulmuştur. Fon yöneticisi, risk yönetim prosedürlerinde belirlediği ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) ilan ettiği limitler dahilinde, bir sınıra tabi olmaksızın kaldıraç kullanabilir. Benzer şekilde, standart fonların erişimine kapalı olan açığa satış (short selling) ve kredili menkul kıymet işlemleri, serbest fonların yatırım stratejileri dahilinde uygulanabilir.

Serbest fonları teknik olarak diğer fonlardan ayıran en temel yetkilerden biri "Opsiyon Satıcısı" (Option Writer) olabilme imkanıdır. Genel kural olarak yatırım fonlarının, teorik olarak sınırsız risk barındırması sebebiyle borsada veya borsa dışında opsiyon satıcısı (prim alan taraf) tarafında işlem yapması yasaktır. Ancak Rehber'in 4.2.7. maddesinin (f) bendi, Serbest Fonları bu yasaktan muaf tutmuştur. Bu muafiyet, fon yöneticisine sadece opsiyon alarak korunma sağlama değil, aynı zamanda opsiyon primi satarak portföye ek gelir yaratma stratejilerini uygulama yetkisi verir.

Ayrıca serbest fonların yatırım evreni organize piyasalarla sınırlı değildir. Rehber'in 7.3. maddesinin (d) bendi, bu fonlara borsa dışından emtiya/mala dayalı varlıklara erişim imkânı tanır. Bu sayede yönetici, organize piyasalarda işlem görmeyen alternatif varlıkları portföye dahil edebilir.

Ancak bu serbestiyet sınırsız değildir; fon izahnamesinde belirtilen stratejiye sadık kalınması ve borsa dışı hisse senedi alım satımı gibi bazı temel yasaklara uyulması zorunludur. Ayrıca serbest yatırım fonları tarafından gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonlarına fon toplam değerinin en fazla %25'i oranında yatırım yapılabilir.

Yöneticilere tanınan bu geniş yetkilerin ve esnek yatırım limitlerinin doğal bir sonucu olarak, serbest fonların dağıtım kanalları sınırlandırılmıştır. Bu fonların katılma payları, sadece Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan "Nitelikli Yatırımcılara" satılabilir. Bu kısıtlama, dağıtım kuruluşlarına da operasyonel bir sorumluluk yükler; satış işlemi öncesinde veya TEFAS üzerinden işlem yapılırken, emri veren yatırımcının Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdinde "Nitelikli Yatırımcı" vasfını taşıdığının kontrol edilmesi ve belgelenmesi gerekir.

Tebliğ düzenlemesi uyarınca bir Serbest Fon, portföy değerinin en az %80'ini devamlı olarak BİAŞ'ta işlem gören ihraççı paylarında (menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç) değerlendirmesi durumunda "Hisse Senedi Yoğun Fon" olarak sınıflandırılır ve bu fonlara özgü vergi avantajından yararlanabilir.

Serbest Şemsiye Fonlar, mevzuatın tanıdığı geniş serbestiyet alanına rağmen, belirli stratejik tercihler doğrultusunda likidite yönetimi ve fiyatlama mekanizmalarında "Para Piyasası" veya "Kısa Vadeli" fonların sahip olduğu operasyonel avantajlardan yararlanmak üzere kurgulanabilirler. Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'in 4.3. maddesinin (b) bendi, serbest fonların yatırımcılarına likit fonların sunduğu operasyonel kolaylıkları sunabilmesine cevaz vermektedir. Bu düzenleme uyarınca, bir serbest fonun katılma payı alım satım işlemlerinde "Geri Fiyat" (Known Pricing) yöntemini uygulayabilmesi, ancak fon izahnamesinde ilgili fon türünün yönetim esaslarına uyulacağının taahhüt edilmesi ve fon unvanında açıkça "Para Piyasası" veya "Kısa Vadeli" ibarelerine yer verilmesi şartına bağlanmıştır.

Söz konusu statü tercihi, serbest fonların karakteristik özelliği olan "deregülasyon" (düzenleme serbestisi) avantajının, belirli sınırlar dahilinde askıya alınması sonucunu doğurur. İlgili mevzuat hükmü gereğince; unvanında bu ifadeleri kullanan serbest fonlar, standart Para Piyasası veya Kısa Vadeli Borçlanma Araçları fonlarının tabi olduğu vade (örneğin Para Piyasası Fonları için portföyün ağırlıklı ortalama vadesi kısıtı) ve portföy sınırlamalarına riayet etmekle yükümlüdür.

Serbest fonlar, yatırım stratejilerindeki esnekliğin yanı sıra likidite yönetimi ve operasyonel süreçlerde de standart fonlardan ayrılan özel bir rejimle yönetilir. Bu ayrışmanın en belirgin olduğu noktalardan biri fiyat açıklama sıklığıdır. Standart fonlarda birim pay fiyatının günlük olarak açıklanması esas iken, serbest fonlar izahnamelerinde belirtmek kaydıyla değerlendirme ve fiyat açıklama periyotlarını daha esnek belirleyebilirler. Mevzuat, belirli dönemlerde (en az ayda bir) birim pay değeri hesaplayan fonların, bu dönemlerde referans fiyat açıklamasını ve ilgili bildirimleri yapmasını düzenleyerek, likiditesi düşük varlıklara (örneğin girişim sermayesi benzeri yatırımlara) yatırım yapan fonlar için operasyonel bir alan açmıştır. Bu yapı, fon yöneticisine günlük likidite baskısı hissetmeden uzun vadeli stratejilere odaklanma imkânı tanır.

Bu esneklik, fon paylarının nakde dönüşüm (iade) sürelerine de doğrudan yansır. Standart fonlarda nakit çıkışları genellikle kısa ve standart valör sürelerine (T+1, T+2 gibi) bağlanmışken, serbest fonlarda portföyün likidite yapısına uygun olarak çok daha uzun iade süreleri veya ihbarlı çıkış mekanizmaları kurgulanabilir. Mevzuat, katılma payı bedeli iade sürelerinin uzatılmasını veya pay alım satım günlerinin değiştirilmesini, yatırımcı kararını etkileyebilecek önemli değişiklikler arasında sayarak bu mekanizmaların izahname ve yönetim kurulu kararlarıyla belirlenmesine cevaz verir.

Rehber'in 12.5. maddesi ile serbest fonların "özel emir" ve "toptan satış" işlemlerine sınırlama getirilmiştir. Bu düzenlemeye göre; serbest şemsiye fona bağlı ihraç edilen fonlar Borsa İstanbul'da özel emir yoluyla veya Toptan Satışlar Pazarı'nda gerçekleştirilen ortaklık payı işlemlerinde "alıcı" taraf olamazlar. Mevzuat koyucu bu yasakla, esnek yönetim yapısına sahip olan serbest fonların, organize piyasa dışında gerçekleşen ve fiyat oluşumu şeffaf olmayan blok satışların önüne geçmeyi hedeflemiştir.

Dağıtım kanalları açısından bakıldığında ise serbest fonların TEFAS'ta işlem görmesi bir zorunluluk değil, kurucunun talebine bağlı bir tercihtir. Ancak fonun platforma kote edilmesi durumunda dahi, "Nitelikli Yatırımcı" kısıtlaması platform üzerinde de geçerliliğini korur. TEFAS üzerinden serbest fon alım emri iletilindiğinde, işlemi gerçekleştirecek dağıtım kuruluşu, emri veren yatırımcının Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdinde "Nitelikli Yatırımcı" olarak tanımlandığını kontrol etmekle yükümlüdür.

Standart Fon vs. Serbest Fon Karşılaştırması

Özellik	Standart Fonlar (Geleneksel)	Serbest Fonlar (Hedge Funds)
Yatırımcı Kitlesi	Bireysel ve kurumsal tüm yatırımcılara (halka) açıktır.	Sadece mevzuatta tanımlı "Nitelikli Yatırımcılara" satılabilir ¹ .
Portföy Limitleri	Risk dağıtımı için katı oransal sınırlara (Örn: %10 İhraççı Limiti) tabidir ² . Sınırlıdır. Kaldıraç yaratan açık pozisyon tutarı fon toplam değerini aşamaz ⁴ .	Tebliğ'in 17-24. maddelerindeki portföy ve işlem sınırlamalarından muaftır ³ . Standart kaldıraç sınırlarından muaftır ⁵ . Limitler risk yönetim prosedüründe belirlenir.
Kaldıraç Kullanımı	Yasaktır. Açığa satış sonucunu doğuracak işlem yapılamaz ⁶ .	Serbesttir. Bu kısıtlamadan muaf tutulmuştur ⁷ .
Açığa Satış (Short)	Yasaktır. Açığa satış sonucunu doğuracak işlem yapılamaz ⁶ .	Serbesttir. Bu kısıtlamadan muaf tutulmuştur ⁷ .
Opsiyon İşlemleri	Opsiyon satıcısı (writer) olamazlar ⁸ .	Opsiyon satıcısı olabilir, prim geliri elde edebilirler ⁹ .
Fiyatlama Sıklığı	Genellikle günlük fiyat açıklanır.	İzahnamede belirtilmek kaydıyla esnek belirlenebilir (Örn: Ayda 1 kez) ¹⁰ .
TEFAS Durumu	İşlem görmesi zorunludur (istisnalar hariç).	Zorunlu değildir; kurucunun talebine bağlıdır ve sadece nitelikli yatırımcı işlem yapılabilir ¹² .

3.8. Düzenli Nakit Akışı Sağlayan Fonlar

Yatırım fonları ekosisteminin geleneksel mimarisi, portföy getirilerinin fon bünyesinde kalarak tekrar yatırıma dönüştürüldüğü "Büyüme" stratejisi üzerine kurgulanmıştır. Bu yapıda, elde edilen temettü, faiz veya kira gelirleri fona yeniden yatırılır. Böylece fonun birim pay değeri zamanla kümülatif olarak yükselir. Ancak Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, bu tek yönlü birikim modeline bir alternatif getirmiştir. Tebliğ, fonların katılma payı sahiplerine kar payı dağıtmasına olanak tanımıştır. Bu mevzuatsal altyapı sayesinde, izahnamesinde kar payı dağıtacağını belirten ve genellikle unvanında da bunu vurgulayan fonlar (örneğin unvanında "Kar Payı Ödeyen" ibaresine yer veren fonlar) piyasada yerini almıştır. Bu fonlar, yatırımcısına sadece sermaye kazancı değil, aynı zamanda düzenli nakit akışı sağlama vaadiyle özel bir kategori oluşturur.

Bu fonların işleyiş mekanizması, portföy değerine yansıyan dönemsel getirilerin, izahnamede belirtilen esaslara göre hesaplanarak nakden ödenmesi esasına dayanır. İzahnamede önceden ilan edilen periyotlarda, bu biriken tutar yatırımcılara nakden ödenir. Ancak bu sürecin yatırımcı tarafından doğru anlaşılması gereken kritik bir teknik sonucu vardır. Kar payı dağıtımı, fonun toplam malvarlığından bir nakit çıkışı anlamına gelir. Bu nedenle, ödemenin yapıldığı gün fonun toplam değeri dağıtılan tutar kadar azalır. Bu azalış, katılma payı fiyatına oransal bir düşüş olarak yansır. Dolayısıyla yatırımcının toplam varlığı değişmez. Varlığın bir kısmı nakde dönüşerek yatırımcıya nakden ödenirken, kalan kısmı fon bünyesinde değerlendirilmeye devam eder.

Kar payı ödeyen fonlar, özellikle sermaye kazancı dışındaki fon getirilerini şahsi hesaplarına yansıtılmasını tercih eden yatırımcılar için ideal bir çözümdür. Çünkü bu model, yatırımcının fon katılma paylarını satmak zorunda kalmadan harcanabilir gelir elde etmesini sağlar. Ancak bu strateji, finansal açıdan "bileşik getiri etkisinin kaybı" olarak nitelendirilen bir fırsat maliyetini de beraberinde getirir. Standart fonlarda kârın sistem içinde kalarak uzun vadede bileşik getiri etkisi yaratması servet birikimini maksimize eder. Kar payı ödeyen fonlarda ise nakdin düzenli olarak dışarı çıkması, yatırımcının bu bileşik büyüme potansiyelinden kısmen feragat etmesine neden olur.

4. YATIRIM FONLARINDA FİYATLAMA SİSTEMATİĞİ VE OPERASYONEL SÜREÇLER

Yatırım fonları piyasasında operasyonel süreçlerin teknik altyapısının doğru anlaşılması, yatırımcıların likidite yönetimini ve nakit akış planlamalarını sağlıklı yapabilmeleri için önemlidir. Bir fon katılma payı için verilen alım veya satım emri ile işlemin fiilen gerçekleştiği fiyatın belirlendiği an arasındaki zaman asimetrisi, fonun türüne göre değişkenlik gösteren "İleri Fiyat" ve "Geriye Dönük Fiyat" mekanizmaları üzerinden kurgulanmıştır. Bu bölümde, emir iletim saatlerinin (cut-off time) değerlemeye etkisi ve takas (valör) süreçlerinin işleyişi ilgili mevzuat hükümleri ışığında incelenecektir.

4.1. Fiyatlama Metodolojisi: İleri ve Geriye Dönük Fiyat Ayrımı

Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerine göre, yatırım fonlarında katılma payı alım satımına esas teşkil eden fiyat, fonun likidite yapısına ve tabi olduğu değerlendirme yöntemine göre farklılık arz eder.

İleri Fiyat Uygulaması: Para piyasası fonları ve kısa vadeli borçlanma araçları fonları haricindeki tüm menkul kıymet yatırım fonlarında (Hisse Senedi, Borçlanma Araçları, Değişken, Kıymetli Madenler vb.) uygulanması zorunlu olan temel yöntemdir. Bu metodolojinin temel mantığı, yatırımcının emri verdiği anda işlemin gerçekleşeceği nihai fiyatı bilmemesidir. Katılma payı alım-satım emirleri, emrin verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. Bu mekanizma, yatırımcıların piyasa kapanışında oluşacak güncel ve adil portföy değerinden işlem yapmasını sağlayarak, gün içi fiyat hareketlerinden kaynaklanabilecek arbitraj risklerini önlemeyi amaçlar.

Geri Fiyat Uygulaması: Yüksek likiditeye sahip olan Para Piyasası Fonları ve Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları için geçerli olan yöntemdir.³⁵ Ayrıca, unvanında "Para Piyasası" veya "Kısa Vadeli" ibaresi yer alan ve buna uygun yönetilen Serbest Fonlar da bu yöntemi kullanabilir. Bu yöntemde; alım satım emirleri, işlem anında en son ilan edilmiş olan ve yatırımcı tarafından bilinen kesinleşmiş birim pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir. Bu yapı, yatırımcının nakdini veya fonunu aynı gün valörlü (T+0) olarak yönetebilmesine olanak tanır.

4.1. Emir İletim Zamanlaması ve Takas Süreci

İleri fiyat uygulanan fonlarda, emrin sisteme iletildiği saat, işlemin hangi günkü değerlendirme fiyatıyla gerçekleşeceğini belirleyen en kritik değişkendir. Fon izahnamelerinde belirlenen bu "kritik eşik saati" (SPK düzenlemeleri çerçevesinde fonun izahnamesinde belirlenir; 13:30 piyasa standardıdır ancak her fon için farklı olabilir.) işlemin takvimini ikiye bölen bir milat kabul edilir.

³⁵ 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.

Bir yatırımcı, belirlenen bu saatin öncesinde (örneğin 13:30'dan önce) emir verdiğinde, talimatı "T Günü" (işlem günü) verilmiş kabul edilir. İşlem, o günün akşamı piyasalar kapandıktan sonra hesaplanacak olan T günü kapanış fiyatından gerçekleşir. Ancak, belirlenen saatin aşılması durumunda (örneğin 14:00'te verilen bir emir), sistem bu emri teknik olarak bir sonraki iş günü (T+1) verilmiş kabul eder. Bu durumda yatırımcı, emri verdiği günün piyasa koşullarından değil, bir sonraki iş gününün kapanış fiyatından işlem görür.

Yatırımcıların nakit akışlarını planlayabilmeleri için "Valör" kavramının, emir saati ile entegre bir şekilde değerlendirilmesi gerekir. Valör süresi, işlemin fiyata bağlandığı tarihin üzerine eklenen takas (ödeme) süresidir.

Örneğin, izahnamesinde satım valör süresi T+2 (2 iş günü) olarak belirlenen ileri fiyatlı bir fonda, Pazartesi günü saat 14:00'te (kritik saati geçtikten sonra) satış emri veren bir yatırımcının süreci şu şekilde işler:

Emir İletimi (Pazartesi): Saat 13:30 sınırı aşıldığı için emir, Pazartesi gününün işlemi olarak kabul edilmez.

İşleme Alınma (Salı): Emir, teknik olarak Salı günü sabahı verilmiş kabul edilir. Fonun satış fiyatı, Salı günü piyasa kapanışındaki portföy değerine göre belirlenir. Yani işleme esas fiyat, Salı gününün fiyatıdır.

Valör Başlangıcı: Takas süresi, fiyatın oluştuğu ve işlemin kesinleştiği Salı gününden itibaren işlemeye başlar.

Nakit Takası (Perşembe): İşlem günü olan Salı gününün üzerine 2 iş günü valör eklendiğinde (Salı + 2 gün), nakit ödeme Perşembe günü yatırımcının hesabına geçer.

4.2. Nemalandırma Esasları

İleri fiyat uygulamasının geçerli olduğu fonlarda, yatırımcının alım emri verdiği an ile işlemin gerçekleştiği (valör) an arasında geçen sürede, yatırımcının nakdinin atıl kalmaması için "Nemalandırma" mekanizması devreye girer. Rehber'in 6.6. maddesi uyarınca; katılma payı alım emirleri, emrin verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilen fonlarda, yatırımcıdan tahsil edilen bedel, işlem gerçekleşene kadar yatırımcının lehine değerlendirilmek zorundadır. Böylece yatırımcı, fonun fiyatının oluşmasını beklerken geçen bir günlük sürede dahi piyasadaki gecelik faiz getirisinden mahrum kalmaz. Ancak faizsiz/katılım fonlarını tercih eden yatırımcılar için bu süreç bir kısıta tabidir; tahsil edilen tutarların nemalandırılması, ancak piyasada o an uygun bir faizsiz yatırım aracı bulunması halinde mümkündür; aksi takdirde tutar nemalandırılmaz. Ayrıca, operasyonel altyapının uygun olması durumunda, yatırımcının yazılı talebi üzerine bu nemalandırma işleminin yapılmaması da mümkündür.

4.3. Ödeme Yöntemleri

Katılma paylarının alım satımı, Kurul tarafından yetkilendirilmiş olan portföy yönetim şirketleri veya aracı kurumlar aracılığıyla gerçekleştirilir. Bir katılma payı alımının gerçekleşmesi için, birim pay değerinin tam olarak nakden teslim edilerek ödenmesi esastır. Fon alım-satım süreçleri, yatırımcı tabanını genişletmek amacıyla çeşitli operasyonel kolaylıklarla desteklenmiştir. Yatırım kuruluşlarının müşterilerine kredi kartı ile fon katılma payı alımı yapabilme imkânı bulunmaktadır. Öte yandan, katılma payı satışında ise fonun nakit ödeme yapma yükümlülüğü bulunmaktadır. Ayrıca fonlar, yatırımcının bütçesine tam uyum sağlayabilmek adına "küsurlü" (virgülden sonraki hanelerle) olarak ihraç edilebilir ve geri alınabilir; ancak teminat ve virman gibi işlemlerde pay bütünlüğünün korunması (tam sayı olması) esastır. Döviz cinsinden varlıklara yatırım yapan (Fon toplam değerinin en az %80'i oranında yabancı para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan fonlarda ve 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.

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.

4.4. TEFAS

Yatırım fonlarına erişim, Takasbank tarafından işletilen Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu (TEFAS) üzerinden merkezileştirilmiştir. Rehber düzenlemeleri uyarınca, genel kural olarak yatırım fonlarının bu platforma üye olması ve katılma paylarının TEFAS üzerinden alınıp satılması zorunludur. Bu yapı, yatırımcının hesabının bulunduğu banka veya aracı kurum fark etmeksizin piyasadaki tüm fonlara tek bir ekrandan erişebilmesini sağlar. Ancak bu zorunluluğun istisnaları bulunur. Para Piyasası Fonları, Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları ve bunların katılım esaslı olanları ile Serbest Fonların platforma dahil olması zorunlu değildir; bu fonlar ancak kurucularının talebi üzerine TEFAS'a kote edilebilirler. Özel fon, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları, garantili fon ve koruma amaçlı fonların katılma payları TEFAS'ta işlem göremez.

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.

5. YATIRIM FONLARINDA ÜCRETLENDİRME ESASLARI

Fonun portföyünün yönetilmesi, saklanması ve operasyonel işlemlerinin yürütülmesi karşılığında, fonun toplam değerinden günlük olarak belirli bir oranda kesinti yapılır. Bu kesintinin en büyük kalemini "Fon Yönetim Ücreti" oluşturur. Bu ücret, fonun aktif büyüklüğü üzerinden hesaplanır ve fonun performansından bağımsız olarak (fon zarar etse dahi) tahsil edilir. Ancak yatırımcının cebinden çıkan toplam maliyet sadece yönetim ücreti değildir; denetim ücretleri, saklama masrafları, kurul kayda alma ücretleri, noter ve ilan giderleri gibi operasyonel kalemler de fona yansıtılır. Yönetim ücreti ile bu operasyonel giderlerin tamamının toplamına "Fon Toplam Gideri" adı verilir.

Yatırım fonlarının yönetiminde, yatırımcının üstlendiği maliyetlerin şeffaf olması ve belirlenen mevzuatsal sınırlar içinde kalması önemlidir. Fonun operasyonel sürdürülebilirliği için yapılan harcamalar ile kurucunun (Portföy Yönetim Şirketi) sunduğu hizmet karşılığında aldığı ücretler, "Fon Toplam Gider Kesintisi" çatısı altında toplanır. Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber ve Tebliğ hükümleri, bu kesintilerin keyfi olmasını engellemek için tavan oranlar ve iade mekanizmaları kurgulamıştır. Fonlardan yapılabilecek toplam kesinti miktarına mevzuatsal bir tavan getirilmiştir. Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, fon türleri bazında uygulanabilecek "Azami Fon Toplam Gider Oranlarını" aşağıdaki şekilde belirlemiştir.

FON TÜRLERİ	Uygulanacak Azami Fon Toplam Gider Oranı	
	Günlük	Yıllık
Para Piyasası Fonları	Yüzbinde 4,5	%1,65
Koruma 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

Serbest Şemsiye Fonlar, Tebliğ'in 25. maddesi uyarınca bu azami gider sınırlamalarından muaftır.

3, 6, 9 ve 12 aylık dönemlerin son iş günü itibarıyla belirlenen yıllık fon toplam gideri oranının ilgili döneme denk gelen kısmının aşıp 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 kalınsa 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.

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.

Fonların; işlem yaptıkları aracı kurumun unvanı, fon adına ilgili dönemde anılan aracı kuruma ödenen toplam komisyon tutarı, ortalama komisyon oranı ve ödenen komisyon tutarının aynı dönemdeki ortalama fon toplam değerine oranı ve fon portföyüne yapılan varlık alım satım işlemlerinin büyüklüklerinin ağırlıklı ortalama fon toplam değerine oranı bilgileri, yılın her üç aylık dönemini takip eden 10 işgünü içerisinde ve takvim yılı başından itibaren kümülatif olarak KAP'ta açıklanır ve en son açıklanan güncel bilgilere ayrıca fonun KAP'ta yer alan sürekli bilgilendirme formunda yer verilir. Fonlara uygulanan yönetim ücreti ile giriş ve çıkış komisyonları ile bunlara ilişkin açıklamaların yer

verildiği aşağıdaki formata uygun bir tablo hazırlanarak, bu tabloya fonun KAP'ta yer alan sürekli bilgilendirme formunda yer verilir.

Fonun Unvanı	Fon İçtüzüğünde Yer Alan Yönetim Ücreti Oranı (Günlük)	Fon İçtüzüğünde Yer Alan Yönetim Ücreti Oranı (Yıllık)	Uygulanan Yönetim Ücreti (Günlük)	Uygulanan Yönetim Ücreti (Yıllık)	Giriş Komisyonu	Giriş Komisyonu Alınmasına İlişkin Açıklama	Çıkış Komisyonu	Çıkış Komisyonu Alınmasına İlişkin Açıklama
ABC PYS Para Piyasası Fonu	a	$b = a * 365$	c	$d = c * 365$	-	-	-	-
ABC PYS Değişken Fonu	a	$b = a * 365$	c	$d = c * 365$	-	-	%2 (örnek amaçlı verilmiştir)	Fon paylarının 90 günden önce iade edilmesi halinde, iade edilen payların cari değeri üzerinden %2 çıkış komisyonu tahsil edilir. (örnek amaçlı verilmiştir)

Standart yönetim ücretinden farklı olarak, fon yöneticisinin başarısını ödüllendirmek amacıyla kurgulanan "Performans Ücreti", genellikle Serbest Fonlar ve Değişken Fonlar gibi aktif yönetilen fonlarda uygulanır. Ayrıntılı bilgilere Çalışma Notu'nun 6.2 numaralı başlığında yer verilmiştir.

6. YATIRIM FONLARININ PERFORMANS KARŞILAŞTIRMASI VE BAŞARI PRİMİ

6.1. Karşılaştırma Ölçütü ve Eşik Değer

Yatırım fonlarının performansının nasıl ölçüleceği ve başarı priminin nasıl hesaplanacağı, yatırımcıların doğru bilgilendirilmesi ve fon yöneticilerinin adil bir şekilde ödüllendirilmesi amacıyla VII-128.5 sayılı Bireysel Portföylerin ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirilmesine ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarını Notlandırma ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (VII-128.5 sayılı Tebliği) ile standart bir çerçeveye oturtulmuştur. Bu düzenleme, fon performansının sağlıklı değerlendirilebilmesi için her fonun yatırım stratejisine uygun bir "Karşılaştırma Ölçütü" (Benchmark) belirlemesini zorunlu kılar. Karşılaştırma ölçütü, fonun yatırım stratejisini ve portföyde yer alan varlık türlerini yansıtacak biçimde seçilir ve fonun getirisi, performans sunum döneminde bu ölçütün sağladığı getiriyle birlikte raporlanır. Böylece fonun mutlak getirisinin yanı sıra yöneticinin nispi başarı düzeyi ölçülebilir ve yatırımcı farklı fonları sağlıklı şekilde kıyaslayabilir.

Karşılaştırma ölçütü olarak yurtiçinde veya yurtdışında genel kabul görmüş ve yaygın olarak kullanılan piyasa endekslerinin yanı sıra Kurulca uygun görülen farklı endekslerin de kullanılması mümkündür. Portföyde yer alan varlıkların dağılımından bağımsız olarak döviz, enflasyon gibi endeksler kullanılamaz. Ancak performans sunum raporlarında bu tür kriterlerin performans dönemi içerisindeki getiri oranlarına yer verilebilir.

Bu ölçüt, fonun yapısına göre BIST-100 Getiri Endeksi gibi tek bir endeks olabileceği gibi, karma stratejilerde portföy dağılımına uygun olarak farklı endekslerin ağırlıklı ortalamasından da oluşabilir. Örneğin, ağırlıklı olarak hisse senetlerine yatırım yapan bir fon için BIST 100 Getiri veya BIST 30 Getiri Endeksi; borçlanma araçlarına yatırım yapan bir fon için farklı vadeleri temsil eden KYD DİBS endeksleri uygun bir karşılaştırma ölçütü olabilir. Birden fazla varlık sınıfını içeren karma stratejilerde ise portföy dağılımı ile uyumlu bir ağırlıklandırma esastır. Örneğin, stratejisi gereği portföyünün %60'ını kısa vadeli tahvillerde, %20'sini orta vadeli tahvillerde ve %20'sini hisse senetlerinde değerlendiren bir fon için karşılaştırma ölçütü; bu piyasaları temsil eden endekslerin

(sırasıyla BIST-KYD DİBS 365 Gün, BIST-KYD DİBS 547 Gün ve BIST 30 Getiri) belirtilen oranlarda bileşimiyle oluşturulabilecektir. İlgili dönemde söz konusu endekslerin getirilerinin sırasıyla %15, %20 ve %5 olduğu varsayıldığında, fonun ulaşması gereken ağırlıklı performans hedefi (K) şu formülle %14 olarak hesaplanır:

$$K = (0,60 \times 0,15) + (0,20 \times 0,20) + (0,20 \times 0,05) = \%14$$

Aynı/benzer yatırım stratejisi izleyen bir yatırım fonu için aynı kategoride bulunan tüm fonların ilgili dönemdeki ağırlıklı ortalama getirilerinin de karşılaştırma ölçütü olarak belirlenmesi mümkündür. Örneğin, bir değişken fon, değişken fonların tamamının ilgili dönemdeki getirilerinin portföy büyüklüğüne göre ağırlıklandırılmış ortalamasını karşılaştırma ölçütü olarak belirleyebilir.

20.06.2018 tarih ve 26/740 sayılı Kurul Kararı

Fon izahnamesinde belirlenen karşılaştırma ölçütü/eşik değer unsurları arasında pay endeksi yer alan yatırım fonları tarafından karşılaştırma ölçütü/eşik değer getirisinin hesaplanmasında “pay fiyat endeksleri” değil, “pay getiri endeksleri” kullanılır.

Bununla birlikte bazı fonlarda, özellikle mutlak getiri hedefleyen, esnek yönetim stratejisine sahip veya portföy kompozisyonu dönemsel olarak önemli ölçüde değişebilen fonlarda, yatırım stratejisini temsil eden tutarlı bir piyasa endeksi belirlemek mümkün olmayabilir. Bu durumlarda Tebliğ, performans sunumunda eşik değer kullanımına izin verir. Eşik değer portföyde yer alan varlıklardan bağımsız olarak belirlenebilir ve sabit ve/veya değişken unsurlardan oluşabilir. Eşik değer belirlenmesinde, bir yatırım aracı veya işleminin getirisi referans olarak alınabilir veya eşik değer bağımsız olarak sabit bir yüzdesel değer olarak belirlenebilir. Mevzuatta yer alan örneklerle göre eşik değer; en büyük beş bankanın 1 yıl vadeli mevduat faiz oranlarının ortalaması olarak belirlenebileceği gibi, bu ortalamaya eklenecek ilave bir getiri puanı (örneğin; Mevduat Faizi + %1) şeklinde de kurgulanabilir. Ayrıca fonun stratejisine göre döviz kurundaki yüzdesel değişim veya önceden tanımlanmış sabit bir getiri oranı da eşik değer olarak kabul edilebilmektedir. Performans dönemi başında belirlenen eşik değer, gecelik Türk Lirası referans faiz oranının performans dönemine denk gelen bileşik getirisinden düşük olması durumunda, eşik değer olarak gecelik Türk Lirası referans faiz oranının performans dönemine denk gelen bileşik getiri oranı kullanılır.

Serbest yatırım fonları ve özel fonlar için karşılaştırma ölçütü/eşik değer belirlenmesi ihtiyaridir.

6.2. Performans Ücreti

Portföy yönetim şirketleri, sabit yönetim ücretine ek olarak, belirli bir başarı kriterinin üzerine çıkılması durumunda yatırımcıdan "Performans Ücreti" talep edebilir. Performansa dayalı ücretlendirme yapılabilmesi için portföy yönetim sözleşmesi ile kolektif yatırım kuruluşlarının içtüzüklerinde ve kamuyu aydınlatma dokümanlarında performansa dayalı ücretlendirmeye ilişkin esaslara ve hesaplama örneklerine yer verilmesi zorunludur. Portföy yönetim sözleşmesi, içtüzük ve kamuyu aydınlatma dokümanlarında farklı şekilde belirlenmediği sürece portföyün hesap dönemi aynı zamanda performansa dayalı ücretlendirme dönemidir. Performansa dayalı ücretlendirme dönemi içerisinde fona iade edilen katılma payları veya paylar için iade tarihi esas alınarak hesaplama yapılır. Performansa dayalı portföy yönetim ücretine ilişkin yapılacak hesaplamalarda “İlk Giren İlk Çıkar” yöntemi uygulanır.

Performansa dayalı portföy yönetim ücreti oranı sabit veya değişken olabilir. Bu oran, yabancı kolektif yatırım kuruluşları, serbest yatırım fonları ve özel fonlar hariç olmak üzere kolektif yatırım kuruluşlarında nispi getiri üzerinden azami %20 olarak belirlenebilir.

Performansa dayalı portföy yönetim ücretinde tahsilat, yatırımcı hesabından varsa nakit olarak, yoksa yatırımcıların sahip olduğu katılma paylarının tekabül eden tutarda nakde çevrilmesi suretiyle yapılır.

Performans ücretinin tahakkuk ettirilebilmesi için nispi getirinin pozitif olması ve yüksek iz değerinin aşılması zorunludur.

Performans ücreti, fonun toplam getirisi üzerinden değil, nispi getiri üzerinden hesaplanır. Portföyün nispi getiri oranı; performans dönemi sonu itibarı ile hesaplanan portföyün vergi öncesi getiri oranından karşılaştırma ölçütünün getiri oranının veya eşik değerin çıkarılması sonucu bulunacak pozitif ya da negatif yüzdesel değerdir. Fon pozitif getiri sağlasa bile, eğer karşılaştırma ölçütünün (benchmark) ya da eşik değerin altında kalmışsa (negatif nispi getiri), performans ücreti alınamaz. Başka bir deyişle, yönetici sadece piyasayı yendiği oranda ödüllendirilir.

Yatırımcıyı koruyan en önemli mekanizmalardan biri “yüksek iz değerin aşılması” prensibidir. Yüksek İz Değer (High Water Mark) prensibi gereği, fon fiyatı daha önce performans ücreti ödenen en yüksek seviyeyi (rekoru) geçmedikçe yönetici tekrar ücret talep edemez. Bu kural, yatırımcının geçmiş zararlarının telafi edilmesini garanti altına alır. Bir yatırımcı için ilk yüksek iz değer yatırımcının katılma payını satın alma fiyatıdır, her performans ücreti alınan dönem sonunda güncellenir. Bu değer, yatırım fonu yatırımcılarının her bir pay alım işlemi için ayrı ayrı tespit edilir.

7. FONUN RİSK DEĞERİ’NİN HESAPLANMA ESASLARI

Yatırım fonlarının risk düzeyi, yatırımcıya sunulan Yatırımcı Bilgi Formu’nun en kritik unsurlarından biridir. Bu kapsamda, her fonun “risk değeri” (RD), fonun maruz kaldığı piyasa oynaklığını istatistiksel olarak yansıtan standartlaştırılmış bir ölçü ile belirlenmektedir. Risk değeri, fonun volatilité düzeyine göre 1 ile 7 arasında sınıflandırılır ve yatırımcıların fonun risk karakteristiğini kolayca kavrayabilmesini sağlayan temel gösterge niteliğindedir. Rehber, bu risk değerinin hesaplanmasına, güncellenmesine ve özel durumlara ilişkin teknik esasları düzenlemektedir.

Fonun risk değeri, esas itibarıyla fonun geçmiş dönem getirilerinden elde edilen yıllıklandırılmış volatilité göstergesine dayanır. Volatilité, fonun getirilerinin zaman içinde ne ölçüde dalgalandığını ifade eden standart sapma ölçüsüdür ve piyasa riskinin en temel göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir. Rehber uyarınca, volatilité hesabında haftalık³⁶ fon getirileri esas alınmaktadır.

Tarihsel Verilerle Volatilité Nasıl Hesaplanır?

Finansal varlıkların risk düzeyini ölçmekte kullanılan tarihsel volatilité, ilgili varlığın getirilerinin ortalamadan ne kadar saptığının istatistiksel bir göstergesidir. Bu hesaplama sürecinde, öncelikle belirlenen dönem (Rehber’de 5 yıl olarak belirlenmiştir) içerisindeki periyodik (Rehber’de haftalık olarak belirlenmiştir) getiriler tespit edilir ve bu getirilerin aritmetik ortalaması hesaplanır. Her bir haftalık getirinin ortalamadan olan farkı (sapması) alınarak karesi hesaplanır; bu işlemin temel amacı, negatif ve pozitif sapmaların birbirini nötrlemesini engellemek ve varyans hesabında uç değerlerin ağırlığını yansıtmaktır. Elde edilen bu karesel sapmaların toplamı, istatistikte "örneklem varyansı"nı doğru tahmin edebilmek adına, toplam gözlem sayısının bir eksiğine (T-1) bölünür (5

³⁶ Garantili ve koruma amaçlı fonlar için ise getiriler iki haftalık dönemler üzerinden hesaplanmaktadır

yılda toplam 260 hafta olduğu için $T=260$ 'tır). Bu işlemin sonucunda ulaşılan varyans değeri getiri biriminin karesi cinsinden olduğundan, veriyi anlamlı bir risk parametresine dönüştürmek için karekökü alınarak haftalık standart sapma elde edilir. Finansal piyasalarda faiz oranları ve getiri beklentileri genellikle yıllık bazda ifade edildiğinden, volatilitenin de bu zaman dilimine uyarlanması gerekir. Bu aşamada "Zamanın Karekökü Kuralı" uygulanır; haftalık bazda bulunan standart sapma, bir yıldaki hafta sayısını temsil eden 52'nin karekökü ile çarpılarak yıllıklandırılmış volatilité değerine ulaşılır. Bu nihai metrik, yatırımcının bir yıllık projeksiyonda maruz kalabileceği potansiyel fiyat dalgalanmasının standart ölçütüdür.

Hesaplanan yıllık volatilité oranının hangi risk değerine denk geldiği aşağıdaki tabloya göre belirlenir:

Risk Değeri	Volatilité Aralığı (Yıllık)
1	%0 - %2
2	%2 - %5
3	%5 - %10
4	%10 - %15
5	%15 - %20
6	%20 - %30
7	%30 ve üzeri

Risk değerinin güncellenmesine ilişkin esaslar, yatırımcıya sunulan bilginin sürekliliğini ve doğruluğunu korumak amacıyla oluşturulmuştur. Rehber'e göre fonlar, son dört ay içinde haftalık olarak hesaplanan volatilité sonuçlarını ve bu sonuçlardan türetilen risk değerlerini karşılaştırmalı olarak değerlendirir. Eğer bu dört aylık dönem içinde hesaplanan risk değerleri, fonun mevcut risk değerinden farklı kategorilere işaret ediyorsa, fonun risk değerinin güncellenmesi zorunludur. Bunun yanı sıra dört aylık dönem içinde risk değerinin birden fazla kategori arasında değişim göstermesi durumunda fonun risk değeri, söz konusu dönemde daha sıklıkla yer aldığı kategoriye göre belirlenir.

Risk değerindeki değişiklik, fonun yatırım stratejisinde yapılan değişiklikten kaynaklanıyorsa, kurucu bu değişikliği esas alarak risk değerini yeniden belirlemekle yükümlüdür. Buna karşın, piyasa koşullarındaki belirgin dalgalanmalar sebebiyle risk değerinde olağan dışı bir değişiklik ortaya çıkması halinde ise güncellenmenin geciktirilmeden yapılması gerekmektedir.

Fonun yeterli tarihsel veriye sahip olmaması durumunda izlenecek yöntem de Rehber'de ayrıntılı biçimde düzenlenmiştir. Fon beş yıllık getiri verisine sahip değilse, eksik olan dönem fonun karşılaştırma ölçütünün getirileri ile tamamlanır ve bu şekilde oluşturulan beş yıllık veri dizisi üzerinden volatilité hesaplanır. Karşılaştırma ölçütünün beş yıllık verisinin de bulunmadığı durumlarda ise karşılaştırma ölçütünün volatilitésine dayalı simülasyon getirileri kullanılarak beş yıllık seri oluşturulur.

BÖLÜM IV: TÜREV ARAÇLAR

1. TÜREV PİYASALARA GİRİŞ.....	162
2. VİOP'UN YAPISI.....	163
3. VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ (FUTURES).....	163
3.1. Genel Yapı.....	163
3.2. Temel Kavramlar.....	165
3.3. Teminat Mekanizması	168
3.3.1. Başlangıç Teminatı	169
3.3.2. Teminat Tamamlama Çağrısı.....	170
3.3.3. Nemalandırma.....	172
3.4. Sözleşme Türlerinin Karakteristik Özellikleri.....	173
3.4.1. BİST 30 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri	173
3.4.2. Pay (Hisse) Vadeli İşlem Sözleşmeleri.....	173
3.4.3. Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri.....	174
3.4.4. Kıymetli Maden Sözleşmeleri.....	174
3.5. Fiyat Dinamikleri	175
4. OPSİYON SÖZLEŞMELERİ	179
4.1. Opsiyon Sözleşmelerinin Türleri.....	180
5. VARANTLAR.....	182

1. TÜREV PİYASALARA GİRİŞ

Mali piyasaları farklı şekillerde sınıflandırmak mümkündür. Bu sınıflandırmalardan biri, piyasaların işlem türüne göre **spot piyasalar** ve **türev piyasalar** olarak tanımlanmasıdır. Spot piyasalarda ödeme ürün teslimatı sırasında gerçekleştirilir. Örneğin hisse senedi satın alındığında piyasa bedeli ödenir ve hisse teslim alınır. Türev piyasalarda ise ödeme ve teslimat ileriki bir tarihte belirli şartlara bağlı olarak yapılır. **Türev araçlar**, kendi başlarına bağımsız bir değere sahip olmayan; değerini **dayanak varlık** olarak tanımlanan başka bir finansal enstrümanın, endeksin, emtianın veya göstergenin piyasa performansından alan ve bu referans değere göre fiyatlanan vadeli finansal sözleşmelerdir. Bir türev aracın fiyatı, dayanak varlığın spot piyasadaki performansına, vadesine, faiz oranlarına ve diğer piyasa değişkenlerine göre şekillenir. Bu piyasalarda ödemeler sözleşmelerin içeriğine bağlı olarak ileriki bir vadede ve bazı şartlara bağlı olarak gerçekleşir. Türev sözleşmelerinde de spot piyasa ürünlerinde olduğu gibi bir alıcı ve bir satıcı taraf mevcuttur.

Türev araçların işlem gördüğü mecralar Tezgâh Üstü (OTC) ve Organize Piyasalar olarak iki ana kategoride ayrılmaktadır. **Tezgâh Üstü Piyasalar**, herhangi bir borsa düzenlemesine veya merkezi bir yapıya tabi olmayan piyasalardır. Burada işlemler, alıcı ve satıcı (genellikle bankalar veya banka ile müşteri) arasında karşılıklı güvene dayalı olarak gerçekleştirilir. Tezgâh Üstü piyasaların en belirgin özelliği esnekliktir; vade, miktar ve fiyat gibi unsurlar taraflarca serbestçe belirlenebilir. Ancak bu esneklik, "karşı taraf riski"ni beraberinde getirir. Taraflardan birinin yükümlülüğünü yerine getirememesi durumunda, diğer tarafın zararını tazmin edecek merkezi bir garanti mekanizması bulunmamaktadır. **Organize piyasalar**, işlemlerin bir borsa çatısı altında belirli kural ve standartlar çerçevesinde yürütüldüğü piyasalardır. Küresel ölçekte dünyanın en büyük türev borsa gruplarından biri olan CME Group bünyesinde faaliyet gösteren Chicago Mercantile Exchange (CME) ve Chicago Board of Trade (CBOT) ile opsiyon piyasalarının önemli merkezlerinden biri olan Chicago Board Options Exchange (CBOE) bu piyasalara örnek teşkil etmektedir. Türkiye’de ise Borsa İstanbul çatısı altında faaliyet gösteren Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP), organize türev piyasalarının en somut örneğini oluşturmaktadır. Organize piyasaları Tezgâh Üstü piyasalardan ayıran en temel özellik standardizasyondur. Örneğin Türkiye’deki organize piyasa olan VİOP’ta işlem gören sözleşmelerin büyüklüğü, vadesi, teminat oranları ve fiyat adımları önceden tanımlanmıştır. Bu standart yapı, piyasa likiditesini artırarak sözleşmelerin ikincil piyasada kolayca el değiştirmesine olanak tanır.

Temel türev ürünleri aşağıdaki dört ana grupta toplayabiliriz:

- Forward Sözleşmeler
- Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Futures)
- Opsiyon Sözleşmeleri
- Swap Sözleşmeleri

Bu dört ana grup arasında yer alan Forward ve Futures (Vadeli İşlem) sözleşmeleri, temel işleyiş mantığı açısından özünde aynı prensibe dayanır; her ikisi de tarafları gelecekteki bir tarihte, önceden belirlenen bir fiyattan işlem yapmaya zorunlu kılar. Aralarındaki temel ayrım, işlem gördükleri platformdan kaynaklanmaktadır: Forward sözleşmeler taraflar arasında özel olarak düzenlenen Tezgâhüstü piyasa ürünleriyken; Futures sözleşmeler, Borsa İstanbul gibi kuralları önceden belirlenmiş Organize Piyasalarda işlem gören standartlaştırılmış enstrümanlardır. Swap sözleşmeleri ise hem Tezgâhüstü piyasalarda hem de borsa çatısı altında (örneğin Borsa İstanbul Swap Piyasası) işlem görebilmektedir. Ancak swap işlemleri doğası gereği daha çok kurumsal yatırımcılara ve bankalar arası işlemlere yönelik olduğundan, bireysel yatırımcı odağındaki bu Çalışma Notu’nun kapsamı dışında

tutulmuştur. Opsiyonlar da hem organize borsalarda (VİOP) hem de tezgahüstü piyasalarda işlem görebilmektedir ve bireysel yatırımcılar tarafından alınıp satılabilmektedir.

VİOP'ta en yaygın işlem gören ürünlerin başında vadeli işlem sözleşmeleri yer almaktadır. Bu kategoride en fazla işlem hisse endeks vadeli işlem sözleşmelerinde (XU30) gözlemlenmektedir. Bunu, döviz vadeli işlem sözleşmeleri takip etmektedir. Opsiyon sözleşmeleri vadeli işlem sözleşmelerine oranla daha az yaygındır. Sermaye piyasası araçlarına yönelik hazırlanan işbu Çalışma Notu'nda; VİOP bünyesinde işlem görebilen, bireysel ve kurumsal yatırımcıların en çok tercih ettiği temel türev araçlar olan Futures (Vadeli İşlem) Sözleşmeleri, Opsiyonlar üzerinde durulacaktır.

2. VİOP'UN YAPISI

Türkiye'de vadeli işlem piyasalarının tarihsel gelişimine bakıldığında, sürecin İzmir'de 2005 yılında faaliyete geçen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) ile başladığı görülmektedir. Ancak piyasa etkinliğini artırmak ve parçalı yapıyı gidermek amacıyla, İzmir'deki VOB, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ve İstanbul Altın Borsası'nın tüzel kişilikleri sona erdirilerek, tüm bu piyasalar "Borsa İstanbul" (BİST) çatısı altında bir araya getirilmiştir. Bugün Borsa İstanbul Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası (VİOP), bu birleşmenin bir ürünü olarak, pay (hisse), endeks, döviz, kıymetli madenler gibi farklı dayanak varlıklara sahip sözleşmelerin tek bir platform üzerinden alınıp satılabildiği entegre bir piyasa haline gelmiştir. Yatırımcılar açacakları bir VİOP hesabına teminat yatırarak piyasadaki bu geniş ürün yelpazesine yatırım yapma imkanına sahiptir.

Piyanın güvenilirliğini ve sürdürülebilirliğini sağlayan en önemli mekanizma ise Takasbank güvencesidir. Organize bir piyasa olarak VİOP'ta, Merkezi Karşı Taraf uygulaması esastır.

Merkezi Karşı Taraf uygulaması şu şekilde işler:

- İşlem gerçekleştiği anda Takasbank araya girerek, alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı ise alıcı konumuna geçer.
- Yatırımcılar birbirlerini tanımazlar ve karşı tarafın mali durumunu analiz etmek zorunda kalmazlar.
- Yatırılan teminatlar aracı kurum riskinden bağımsız olarak Takasbank nezdinde saklanır. Sistemde "Müşteri" hesapları ile aracı kurumun kendi "Portföy" hesapları birbirinden kesin olarak ayrıştırılır. Bu sayede aracı kurumun iflası veya mali zorluğa düşmesi durumunda dahi, yatırımcının teminatı Takasbank güvencesi altındadır ve aracı kurumun kendi borçları için kullanılamaz.

Organize piyanın sağlıklı işlemlerini sağlayan bir diğer unsur "Piyasa Yapıcılık" sistemidir. VİOP'ta likiditenin sağlanması ve sağlıklı fiyat oluşumu için görevlendirilen piyasa yapıcı kurumlar, sürekli olarak hem alış hem de satış kotasyonları girerek piyanın duraksamadan işlemlerini sağlarlar. Bu kurumlar, spot fiyat ile vadeli fiyat arasındaki makasın (spread) makul sınırlar içinde kalmasına katkıda bulunur ve yatırımcıların işlem yapmak istediklerinde karşılarında her zaman bir alıcı veya satıcı bulabilmelerine, yani piyasa derinliğine katkı sağlarlar. Takasbank ayrıca, yatırımcıların nakit teminatlarını nemalandırarak, atıl paranın değerlendirilmesi konusunda da operasyonel bir işlev üstlenmektedir.

3. VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ (FUTURES)

3.1. Genel Yapı

Vadeli işlem sözleşmeleri (Futures), belirli bir dayanak varlığın (döviz, altın, hisse senedi vb.), önceden belirlenen bir fiyattan, ileri bir tarihte teslim edilmesini veya nakdi uzlaşısı ile

sonuçlandırılmasını öngören finansal sözleşmelerdir. Emsalleri olan forward sözleşmelerinden farklı olarak; miktar, vade ve nitelik gibi unsurları borsa tarafından standartlaştırılmıştır. Geleneksel sermaye piyasası araçlarının, örneğin payların, aksine bir ihraççı tarafından piyasaya arz edilmezler. Sözleşmelerin varlık kazanması, iki karşıt yatırımcının alım (uzun) ve satış (kısa) eşleşerek yeni birer yükümlülük oluşturmasıyla gerçekleşir. Türkiye'de vadeli işlem sözleşmelerinin alım-satımı VİOP'ta gerçekleştirilmektedir. Dünyada da değişik ülkelerde çeşitli organize piyasalarda vadeli işlemler gerçekleştirilmektedir.

Vadeli işlem yapmak, dayanak varlığın fiziksel mülkiyetine sahip olmaktan ziyade, o varlığın gelecekteki fiyat hareketlerinden doğacak riski ve getiriye üstlenmektir. Spot piyasada varlık sahipliği temettü, oy hakkı veya önalım hakkı gibi unsurları beraberinde getirirken; vadeli işlem piyasalarında yatırımcı, sadece gelecekteki fiyat değişimlerine karşı bir pozisyon alır. Bu piyasada iki farklı pozisyon alınabilir:

Uzun (Long) Pozisyon: Dayanak varlığın fiyatının yükseleceği beklentisiyle veya gelecekteki bir maliyeti bugünden sabitlemek amacıyla alınan alım yönlü pozisyonudur. Uzun pozisyon sahibi, vade sonunda dayanak varlığı bugünden belirlenen fiyattan satın almak ya da nakdi uzlaşmayı sağlamak yükümlülüğü altına girer.

Kısa (Short) Pozisyon: Dayanak varlığın fiyatının düşeceği beklentisiyle veya eldeki bir varlığın değer kaybına karşı korunmak amacıyla alınan satış yönlü pozisyonudur. Kısa pozisyon sahibi, vade sonunda dayanak varlığı bugünden belirlenen fiyat üzerinden satmak ya da nakdi uzlaşmayı sağlamak yükümlülüğünü üstlenir.

Spot piyasada açığa satış işlemleri; ödünç pay bulma zorunluluğu, bir önceki fiyatın üzerinde satış yapma şartı ve çeşitli kredi limitleri gibi operasyonel zorluklar barındırır. Ancak VİOP'ta düşüş yönlü pozisyon almak, yükseliş yönlü pozisyon almak kadar kolay ve prosedürsüzdür. Yatırımcı, elinde dayanak varlık (hisse senedi, döviz vb.) olmasa dahi, teminatını yatırarak ilgili vadeli işlem sözleşmesinde kısa pozisyon alabilir ve fiyat düşüşlerinden kar elde edebilir. Bu mekanizma, "Hedge" (Korunma) stratejilerinin de temelini oluşturur. Örneğin; spot piyasada elinde yüklü miktarda hisse senedi taşıyan ve bunları satmak istemeyen bir yatırımcı, piyasada geçici bir düşüş bekliyorsa, VİOP'ta ilgili dayanak varlık veya endeks sözleşmesinde kısa pozisyon alabilir. Böylece spot portföyünde yaşayacağı değer kaybını, vadeli piyasada elde edeceği kazançla telafi ederek portföyünü piyasa riskine karşı sigortalamış olur.

Nitekim, elinde yüksek tutarda USD bulunduran bir yatırımcı, USD/TL kurunun düşeceğini düşünüyorsa spotta USD'yi TL'ye çevirerek, düşüş beklentisi sonrası USD'yi geri almak isteyebilir. Ancak bu durumda, geniş bir alım-satım makas farkı nedeniyle yüksek işlem maliyetine katlanacaktır. Bu yatırımcı elindeki USD'yi spotta satmaktansa, vadelide USD/TL'de kısa pozisyon açarak yüksek alım-satım makas farkına katlanmaksızın aynı sonuca ulaşabilir.

Vadeli işlem sözleşmelerinde, diğer türev sözleşmelerinde de olduğu gibi, yeni bir değer veya para üretilmez; var olan para sadece taraflar arasında el değiştirir. Bir yatırımcının "Uzun" (Long) pozisyon açabilmesi için, karşısında mutlaka "Kısa" (Short) pozisyon açan bir başkasının bulunması gerekir. Bu işlemlerde kâr ve zarar bir denge içindedir. Bir tarafın kârı, doğrudan diğer tarafın zararına eşittir.

Pozisyon sahibinin vade sonuna kadar beklemesi gerekmez; vadeli işlem sözleşmeleri ikincil piyasalarda serbestçe alınıp satılabilir. Örneğin, elinde alım (Uzun) pozisyonu bulunan bir yatırımcı, vade sonunu beklemeden aynı miktar ve vadede satış (Kısa) pozisyonu açarak mevcut pozisyonunu kapatabilir. Elinde satım (Kısa) pozisyonu bulunan bir yatırımcı ise pozisyonu kapatabilmek için aynı

miktar ve vadede alım (Uzun) pozisyonu açmalıdır. Yatırımcı, sözleşmeyi aldığı seviyeden daha kârlı bir fiyattan bu ters işlemi yapabileceği gibi, zararına katlanarak da pozisyonunu elden çıkarabilir. Vadeli işlem piyasalarının işlerliği, bu tür el değiştirmelerin kolayca yapılabildiği likit ve geniş işlem hacmine sahip olmalarına bağlıdır. Likit bir piyasada, yatırımcılar diledikleri anda ters işlem yaparak risklerini sonlandırabilirler.

Vadeli işlemleri spot işlemlerden ayıran bir diğer özellik, nakit akışının zamanlamasıdır. Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda (Spot) bir hisse senedi alındığında takas işlemi T+2 (iki işlem günü sonra) gerçekleşir ve hisse satılmadığı sürece oluşan kar veya zarar sadece "kağıt üzerinde" (realize edilmemiş) kalır. Ancak vadeli işlemler, "Günlük Uzlaş" (Mark-to-Market) esasına dayanır. Pozisyon açık kaldığı sürece, her gün piyasa kapandığında borsa tarafından belirlenen uzlaşma fiyatına göre kar/zarar hesaplanır ve yatırımcıların hesaplarına yansıtılır. Yani hesaplaşma sadece vade sonunda değil, her gün yapılır. Yatırımcı kar ettiyse bu tutar ertesi gün kullanılabilir teminatına eklenir, zarar ettiyse hesabından anında düşülür.

Forward Sözleşmeler

Vadeli işlem (Futures) sözleşmeleri borsa çatısı altında işlem gören standartlaştırılmış ürünlerken, özünde aynı mantığa dayanan Forward sözleşmeler, bankalar veya kurumlar arasında borsa dışı Tezgahestü (OTC) piyasalarda özel olarak düzenlenir. Standart kontratların aksine Forward sözleşmelerinde vade, miktar ve nitelik tarafların ihtiyaçlarına göre esnekçe belirlenebilir; ancak bu esneklik, beraberinde borsa garantisinin olmamasından kaynaklı bir "karşı taraf riski" ve ikincil piyasada kolayca el değiştirememeye (düşük likidite) dezavantajını getirir. Ayrıca, Futures piyasalarında bulunan "Günlük Uzlaş" (Mark-to-Market) mekanizması Forward sözleşmelerinde bulunmaz; kâr veya zarar vade süresince hesaplara yansıtılmaz ve tüm hesaplaşma sadece vade sonunda tek seferde gerçekleştirilir.

3.2. Temel Kavramlar

Sözleşme (Kontrat): Borsa tarafından özellikleri (dayanak varlığı, vadesi, büyüklüğü ve uzlaşma şekli) önceden standart hale getirilmiş vadeli işlem birimidir. Organize türev piyasalarda yatırımcılar doğrudan dayanak varlığın kendisini değil, o varlığı temsil eden bu standart sözleşmeleri alıp satarlar. Piyasada alım veya satım emirleri miktar olarak sözleşme (adet) cinsinden iletilir. İşlem birimi daima 1 (bir) adet sözleşme olup; sözleşmelerin bölünerek veya küsuratlı adetlerle (örneğin yarım sözleşme) alınıp satılması mümkün değildir.

Sözleşme Kodu: Borsada işlem gören her bir sözleşmeyi tanımlayan, borsa tarafından standartlaştırılmış harf ve rakam dizisidir. Vadeli işlem sözleşmelerinin kod yapısı, sözleşmenin temel özelliklerini gösteren parçaların yan yana getirilmesinden oluşur ve genel olarak üç ana bölümden meydana gelir:

- Standart vadeli işlemleri belirten "F_" takısı,
- İşlemin üzerine yazıldığı dayanak varlığın kısa kodu,
- İki haneli ay ile iki haneli yılın birleşiminden oluşan vade tarihi.

Örneğin, Garanti Bankası (GARAN) hisse senedi üzerine yazılmış, Nisan 2026 vadeli standart bir sözleşmenin kodu F_GARAN0426 şeklinde oluşturulurken; aynı vade tarihine sahip Dolar/TL kuru sözleşmesi F_USDTRY0426, BİST 30 endeksi sözleşmesi F_XU0300426, Dolar/Ons altın sözleşmesi F_XAUUSD0426 ve gram altın (TL/Gram) sözleşmesi ise F_XAUTRY0426 olarak kodlanır. Bu dizilimlerdeki "F_" ibaresi işlemin bir vadeli işlem sözleşmesi olduğunu, ortadaki harf grupları

(GARAN, USDTRY, XU030, XAUUSD, XAUTRY) sözleşmenin üzerine yazıldığı dayanak varlığını, sondaki "0426" rakamları ise vadenin 2026 yılının 4. ayı (Nisan) olduğunu ifade eder.

Vade: Sözleşmenin geçerlilik süresinin bittiği tarihi ifade eder. Vade sonu geldiğinde, ilgili sözleşmede açık pozisyonu bulunan yatırımcılar için borsa tarafından belirlenen uzlaşma yöntemi (nakdi uzlaşma veya fiziki teslimat) uygulanarak sözleşme sonlandırılır.

Vadeli işlem sözleşmelerinin işlem kodlarında yer alan vade bilgisi (ay ve yıl), vadenin tam tarihini tespit etmede belirleyici bir göstergedir. Hisse senedi, döviz, borsa endeksi veya altın gibi piyasada en sık işlem gören standart sözleşmelerde genel kural olarak bu bilgi, ilgili ayın son iş gününü (son işlem gününü ve vade sonunu) ifade eder.³⁷ Örneğin, kodunun sonunda "0426" (Nisan 2026) yazan standart bir sözleşmenin vadesinin, Nisan ayının son tam 38 iş gününde dolacağı kabul edilir.

Sözleşme Büyüklüğü: Piyasada işlem gören 1 (bir) adet sözleşmenin temsil ettiği toplam dayanak varlık miktarıdır. Aşağıda VİOP'ta işlem gören bazı vadeli işlem sözleşmelerinin sözleşme büyüklüğü bilgilerine yer verilmiştir:

Sözleşme Türü	Sözleşme Büyüklüğü
Pay Vadeli İşlem Sözleşmeleri	100 adet pay
Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri	10 adet dayanak varlık (Örn: Endeks x 10 TL)
USD/TL Vadeli İşlem Sözleşmeleri	1.000 ABD Doları
EUR/TL Vadeli İşlem Sözleşmeleri	1.000 Euro
EUR/USD Vadeli İşlem Sözleşmeleri	1.000 Euro
GBP/USD Vadeli İşlem Sözleşmeleri	1.000 İngiliz Sterlini
Altın Vadeli İşlem Sözleşmeleri	1 gram saf altın
Dolar/Ons Altın Vadeli İşlem Sözleşmeleri	1 ons altın
Dolar/Ons Gümüş Vadeli İşlem Sözleşmeleri	10 ons gümüş
Dolar/Ons Platin Vadeli İşlem Sözleşmeleri	1 ons platin
Dolar/Ons Paladyum Vadeli İşlem Sözleşmeleri	1 ons paladyum
Dolar/Ton Bakır Vadeli İşlem Sözleşmeleri	0,1 ton bakır

Fiyat Kotasyonu: İşlem ekranlarında görülen fiyat, sözleşmenin toplam değerini değil, genel kural olarak sözleşmeye konu olan dayanak varlığın 1 biriminin fiyatını ifade eder. Bir sözleşmenin toplam değeri, ekrandaki bu fiyatın "sözleşme büyüklüğü" ile çarpılmasıyla bulunur.

Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı: Vadeli işlem piyasalarında her işlem gününün sonunda, yatırımcıların o günkü kâr/zarar (mark-to-market) ve teminat yükümlülüklerinin hesaplanmasına esas teşkil eden referans fiyattır. Kapanış fiyatından farklıdır; gün sonundaki olası fiyat manipülasyonlarını önlemek amacıyla, genellikle seansın son dakikalarında gerçekleşen işlemlerin ağırlıklı ortalaması

³⁷ İşlem dönemi kuralı farklı olan elektrik vadeli işlem sözleşmeleri gibi özel ürünler ile kullanıcıların kendi belirledikleri özel vade tarihiyle piyasaya sürülen ve kodunda doğrudan "gün-ay-yıl" bilgisini barındıran esnek (standart dışı) sözleşmeler bu genel kuralın dışındadır.

³⁸ İlgili ayın son iş gününün resmi tatil nedeniyle yarım gün (örneğin bayram arifesi) olması durumunda, standart sözleşmelerin son işlem günü bir önceki tam iş gününe çekilir.

alınarak belirlenir.³⁹ Yatırımcının Teminat Tamamlama Çağrısı'na düşüp düşmediği bu fiyata göre belirlenir.

Vade sonunda sözleşmelerin tasfiyesinde kullanılan nihai fiyata ise "Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı" denir.

Gün İçi Uzlaşma Fiyatı: Seans içinde Takasbank'ın belirlediği risk hesaplama anlarında referans alınan fiyattır. Bu fiyatla oluşan anlık kâr/zarar, gün sonuna kadar kesinleşmediği için nakden çekilemez veya hesaptan düşülemez. Ancak kullanılabilir teminatı anında etkiler: Geçici kâr yeni işlemler için ilave teminat kapasitesi yaratırken, geçici zarar teminatı doğrudan daraltır. Eğer bu geçici zarar, hesabın teminatını '**gün içi sürdürme seviyesinin**' altına çekerse; sistem hesabı 'riskli duruma' geçirerek bekleyen emirlerini anında iptal eder ve yalnızca pozisyon kapatıcı işlemlere izin verir (yeni pozisyon açılmasını engeller).

Sözleşme Değeri (Kontrat Değeri): İlgili sözleşmenin piyasadaki cari fiyatı (fiyat kotasyonu) ile borsa tarafından belirlenen sözleşme büyüklüğünün çarpılması sonucu elde edilen toplam parasal büyüklüktür. Varlığın tüm bedelini ifade eder.

- **Örnek:** VİOP'ta işlem gören bir Dolar/TL sözleşmesinin anlık fiyat kotasyonu 40,00 TL ve sözleşme büyüklüğü 1.000 ABD Doları ise, 1 (bir) adet sözleşmenin değeri 40.000 TL'dir (40,00 x 1.000).

Pozisyon Büyüklüğü: Bir yatırımcının piyasada ilgili sözleşme üzerinden üstlendiği toplam finansal büyüklüğü (veya taşıdığı riski) ifade eder. Yatırımcının hesabındaki sözleşme adedi ile sözleşme değerinin çarpılmasıyla hesaplanır.

- **Örnek:** 40.000 TL sözleşme değerine sahip Dolar/TL sözleşmesinden 10 adet alan bir yatırımcının piyasadaki toplam pozisyon büyüklüğü 400.000 TL'dir (10 x 40.000 TL). Yatırımcı bu tutarın tamamını ödemesi de kar ve zararı bu 400.000 TL'lik büyüklük üzerinden hesaplanır.

İşlem Miktarı: Belirli bir zaman diliminde (örneğin bir günde) piyasada alınıp satılan (el değiştiren) toplam sözleşme adedidir. İşlemlerin parasal büyüklüğünden bağımsız olarak, sadece sözleşme sayısı cinsinden el değiştirme trafiğini ifade eder.

İşlem Hacmi: Belirli bir zaman diliminde (örneğin bir günde) gerçekleşen işlemlerin toplam parasal büyüklüğüdür. Gerçekleşen işlemlerin fiyatı, işlem miktarı (sözleşme adedi) ve sözleşme büyüklüğünün çarpılması sonucunda bulunur. (Not: Spot piyasada işlem hacmi hesaplanırken fiyat ve adet çarpılır, türev piyasalarda sözleşme büyüklüğü çarpanı da hesaba katılır.)

Açık Pozisyon: Piyasada hesaplar bazında uzun veya kısa taraf olarak sahip olunan ve henüz ters işlem yapılarak kapatılmamış veya vadesi dolup tasfiye edilmemiş sözleşme sayısıdır.

Bu verinin değişim dinamikleri şu şekildedir:

- **Açık Pozisyonun Artması:** Piyasaya yeni bir alıcı ile yeni bir satıcının girip eşleşmesi durumudur. Piyasaya yeni sermaye girişini ve toplam risk hacminin genişlediğini gösterir.

³⁹ Yeterli işlemin olmadığı durumlarda sistem geriye dönük işlemleri veya teorik fiyatları dikkate alır. Hesaplanan fiyatın piyasa gerçeklerini yansıtmaması gibi istisnai durumlarda ise nihai fiyatı belirleme yetkisi Uzlaşma Fiyatı Komitesi'ne aittir.

- **Açık Pozisyonun Azalması:** Mevcut pozisyonunu kapatmak isteyen bir alıcının (uzun taraf), yine pozisyonunu kapatmak isteyen bir satıcıyla (kısa taraf) eşleşmesidir. İlgili sözleşmeler "ters işlem" ile sistemden silindiği için piyasadaki toplam risk ve yükümlülük azalır.

- **Açık Pozisyonun Değişmemesi:** Mevcut pozisyonunu kapatmak isteyen bir yatırımcının, piyasaya yeni giriş yapan bir yatırımcıyla eşleşmesidir. Bu durumda toplam sözleşme sayısı değişmez; işlem hacmi artsa bile risk sadece yatırımcılar arasında el değiştirmiş olur.

Açık pozisyon sayısının yüksek olması, o sözleşmeye olan ilginin ve piyasa likiditesinin yüksek olduğunu gösterir. Vade sonu yaklaştıkça, gerek fiziki teslimattan kaçınmak isteyen yatırımcıların pozisyonlarını nakden kapatma eğilimi, gerekse yatırımcıların pozisyonlarını bir sonraki vadeye taşıması nedeniyle, yakın vadeli sözleşmelerin açık pozisyon sayısında doğal bir düşüş gözlemlenir.

Aşağıda detaylandırılan 'Teminat Tamamlama Çağrısı' mekanizması nedeniyle, dayanak varlık fiyatında gözlemlenen sert ve tek yönlü hareketler, beklentisinin tersi yönünde kalan yatırımcıların pozisyonlarını tasfiye etmelerine yol açabilmekte; bu durum ise açık pozisyon sayısında azalmaya sebebiyet verebilmektedir. Buna karşın, mevcut fiyat hareketine eşlik eden bir açık pozisyon artışı, piyasaya yeni sermaye girişinin gerçekleştiği ve katılımcıların mevcut trende yönelik risk iştahının sürdüğü şeklinde değerlendirilebilir. Ancak bu verilerin piyasa koşullarından bağımsız, mutlak bir öngörü sağlamadığı göz önünde bulundurulmalıdır.

Uzlaşma Şekli: Vade sonu geldiğinde tarafların yükümlülüklerini nasıl yerine getireceğini belirleyen kuraldır. İki temel uzlaşma şekli vardır:

- **Nakdi Uzlaş:** Vade sonu uzlaşma fiyatı ile yatırımcının pozisyon maliyeti arasındaki farkın nakit olarak hesaplanıp tarafların hesaplarına (kar/zarar olarak) yansıtılmasıyla sözleşmenin sonlandırılmasıdır.
- **Fiziki Teslimat:** Vade sonunda dayanak varlığın fiilen alıcıya teslim edilmesi ve bedelinin satıcıya ödenmesi işlemidir.

Vade Taşıma (Rollover) İşlemleri: Vade taşıma (rollover), vadesi dolmak üzere olan (yakın vadeli) bir sözleşmedeki açık pozisyonu kapatıp, daha ileri vadeli bir sözleşmede aynı yönde yeni pozisyon açma işlemidir. Yatırımcılar, uzak vadelerdeki düşük likiditeden ve geniş fiyat makasından etkilenmemek için genellikle işlemi likit olan yakın vadede açar ve vade sonu yaklaştıkça pozisyonlarını ileriye taşırlar. Ayrıca, vadeli işlem sözleşmelerinin sınırlı bir ömrü vardır. Yatırımcıların uzun vadeli beklentilerini sürdürebilmeleri için, vadesi dolan sözleşmeyi kapatıp bir sonraki vadeye geçiş yapmaları gerekebilir.

Borsa İstanbul'da bu geçiş, işlemler arasındaki zaman farkından doğabilecek fiyat kayması riskini önlemek amacıyla "Vadeler Arası Strateji Emirleri" ile tek hamlede yapılabilmektedir. Yatırımcı sadece iki vade arasındaki fiyat farkını girer; Sistem, yakın vadeyi kapatırken eş zamanlı olarak uzak vadeyi açar. Ancak kurallar gereği bu otomatik strateji emirleri piyasadaki tüm ürünlerde değil; yalnızca BİST 30 Endeksi, Dolar/TL ve Dolar/Ons Altın sözleşmelerinde kullanılabilir.

3.3. Teminat Mekanizması

Futures piyasalarında, spot piyasalardan farklı olarak, işlem anında varlığın tüm bedeli ödenmez. Bunun yerine hem "Uzun" (alıcı) hem de "Kısa" (satıcı) pozisyon alan yatırımcıların, üstlendikleri riskle orantılı belirli bir teminatı aracı kurumları vasıtasıyla takas kurumuna (VİOP hesabına) yatırmaları gerekir. Futures piyasalarında hesaplar her işlem gününün sonunda "Günlük Uzlaşma Fiyatı" üzerinden güncellenir (Mark-to-Market). Zarar eden tarafın hesabından çekilen tutar,

kâr eden tarafın hesabına aktarılır. Eğer yatırımcının hesabında bu günlük zararları karşılayacak yeterli bir teminat bulunmazsa, sistemin işleyişi tehlikeye girebilir. Başlangıç teminatı ve teminat tamamlama çağrısı mekanizmaları, bu temerrüt riskini ortadan kaldırmak için oluşturulmuştur.

3.3.1. Başlangıç Teminatı

Vadeli işlem sözleşmelerinde hem "Uzun" (alım) hem de "Kısa" (satış) pozisyon alacak yatırımcıların, işlemi gerçekleştirebilmek için Takasbank tarafından belirlenen asgari bir teminat tutarını, aracı kurumları vasıtasıyla Takasbank nezdindeki hesaplarında bulundurmaları zorunludur. İşleme girildiği anda bloke edilen bu tutara "Başlangıç Teminatı" adı verilir.

Başlangıç teminatları BİSTECH (portföy bazlı risk yönetim sistemi) algoritması kullanılarak hesaplanır. Sistem, hesaptaki tüm uzun ve kısa pozisyonları, farklı vadeleri ve farklı ürünleri bütüncül olarak değerlendirir. Bu asgari teminat tutarının belirlenmesindeki en temel parametre, Takasbank tarafından genellikle bir oran (yüzde) olarak ilan edilen "Fiyat Değişim Aralığı" (Price Scan Range - PSR) parametresidir. Sistem, sözleşmeye konu olan dayanak varlığın fiyatına ve bu risk oranlarına göre dinamik bir teminat tutarı çıkarır. Volatilitenin ve dolayısıyla riskin arttığı piyasa koşullarında Takasbank, teminat risk parametrelerini periyodik olarak veya gerekli gördüğünde tek taraflı güncelleyerek artırma yetkisine sahiptir.

Yatırımcılar bu teminatı nakit olarak yatırabilecekleri gibi; döviz, devlet tahvili veya hisse senedi gibi Takasbank'ın kabul ettiği diğer varlıkları da teminat kompozisyonu dahilinde kullanabilirler. Ancak hesaplanan toplam teminat gereksiniminin en az belirli bir oranının (Örneğin %50'sinin) Nakit Türk Lirası olması zorunluluğu bulunur. Ayrıca, nakit dışı varlıklar teminat olarak yatırıldığında piyasa değerlerinin %100'ü üzerinden kabul edilmezler; ilgili risk limitleri dahilinde belirli bir iskonto uygulanarak teminata sayılırlar.

Örneğin; fiyatı 200 TL olan bir hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmesinde işlem yapmak isteyen bir yatırımcıyı ele alalım. Pay vadeli işlem sözleşmelerinin büyüklüğü standart 100 adet paydır. Dolayısıyla 1 sözleşmenin parasal değeri 20.000 TL (200 TL x 100) olur. Yatırımcı bu sözleşmeden 5 adet alırsa, toplam 100.000 TL'lik bir pozisyon büyüklüğüne ulaşır. Takasbank'ın ilgili hisse senedi için belirlediği Fiyat Değişim Aralığı'nın %15 olduğunu varsayarsak; yatırımcının bu pozisyonu açabilmek için hesabında 15.000 TL (100.000 TL x %15) başlangıç teminatı bulundurması gerekecektir. Bu hesaplama, yatırımcının hesabında başka bir pozisyon olmadığı varsayımıyla yapılmıştır. Portföyde risk azaltıcı başka karşıt pozisyonlar (örneğin aynı hissede farklı vade satım işlemi veya korele ürünlerde ters pozisyonlar) varsa BİSTECH sistemi bunları netleştirir; "Vadeler Arası Yayılma Pozisyonu Riski" ve "Ürünler Arası Yayılma Pozisyonu İndirimi" parametrelerini uygulayarak yatırımcıdan riskin dengelenmediği tek yönlü (korunmasız) bir pozisyona kıyasla daha az teminat talep edebilir. Örneğin; bir yatırımcı Garanti Bankası Şubat vadeli sözleşmesinde "Uzun" (Long), Mart vadeli sözleşmesinde ise "Kısa" (Short) pozisyon açtığında, sistem bu iki işlemi birbirinden bağımsız riskler olarak görmez. Piyasa korelasyonu gereği, fiyatlar yükseldiğinde bir pozisyon kar ederken diğer pozisyon zarar edeceği için risk düşmüş olur. Bu nedenle Takasbank, yatırımcıdan iki ayrı teminat talep etmek yerine, indirimli tek bir teminat talep eder.

Kaldıraç oranı, toplam pozisyon büyüklüğünün yatırılan teminata bölünmesiyle bulunur ve yukarıdaki örnekte yaklaşık 6,66 (100.000 / 15.000) seviyesindedir. Kaldıraç oranı, doğrudan 1 sayısının Fiyat Değişim Aralığı'na bölünmesiyle $[1 / \%15 = 6,66]$ de bulunabilir. Bu oran, yatırımcının 1 TL'lik bir teminatla piyasada 6,66 TL'lik risk alabildiğini göstermektedir. Bir dayanak varlığın risk seviyesi (volatilitesi) arttıkça, talep edilen teminat artar ve buna bağlı olarak sistemin sunduğu kaldıraç oranı düşer.

Kaldıracın etkisini %5'lik bir fiyat değişimi üzerinden özetleyelim. Dayanak varlığın fiyatı %5 arttığında, 100.000 TL'lik tam bedeli ödeyen spot piyasa yatırımcısı 5.000 TL (%5) kâr elde eder. VİOP yatırımcısı ise aynı 5.000 TL'lik tutarı yalnızca 15.000 TL teminatla kazanır ve teminatı üzerinden yaklaşık %33,3 ($5.000 / 15.000$) oranında yüksek bir getiri sağlamış olur. Tam tersi bir senaryoda, yani fiyat %5 düştüğünde ise spot yatırımcısının zararı %5'te kalırken; VİOP yatırımcısı 15.000 TL'lik başlangıç teminatının %33,3'ünü (5.000 TL) kaybeder.

Başlangıçta alınan teminatın çok yüksek olması piyasa likiditesini ve talebi azaltırken; çok düşük hesaplanması ise piyasada temerrüt (yükümlülüğünü yerine getirememe) riski oluşmasına neden olabilir. Bu dengeyi sağlamak merkezi takas kurumunun görevidir. Öte yandan aracı kurumlar, kendi risk yönetim politikaları gereğince, müşterilerinden Takasbank tarafından belirlenen Fiyat Değişim Aralığı'nın daha üstünde bir oran (örneğin 2 kat) uygulayabilir. Bu, daha düşük bir kaldıraçla (Örneğin 3,33) işlem yapılabilmesine olanak verebilir. Bu nedenle kaldıraç oranları, aracı kurumlara göre farklılık gösterebilir.

Aracı kurum komisyonları, yatırılan teminat tutarı üzerinden değil, pozisyonun toplam parasal büyüklüğü üzerinden hesaplanır. Bu durum, kaldıraçlı işlemlerde ödenen komisyonun yatırılan anaparaya oranla spot piyasaya göre çok daha yüksek bir maliyet yükü yaratmasına neden olur. Dolayısıyla vadeli piyasada yüksek kaldıraçla işlem yapan bir yatırımcı, aslında anaparasının çok daha büyük bir kısmını işlem maliyeti olarak piyasaya bırakmaktadır.

3.3.2. Teminat Tamamlama Çağrısı

Bir vadeli işlem sözleşmesinde, gün sonunda yapılan piyasa fiyatına göre değerlendirilmesinde, hesapta bulunan toplam teminatın, Takasbank tarafından o pozisyon için talep edilen minimum teminat seviyesinin (Başlangıç Teminatı) altına düşmesi durumunda "Teminat Tamamlama Çağrısı" (Margin Call) yapılır.

Bu durumda aracı kurum müşteriyle iletişime geçerek, azalan teminatın tekrar o gün için hesaplanan güncel Başlangıç Teminatı seviyesine tamamlanması için belirli bir nakdin TL olarak teminat hesabına eklenmesini ya da pozisyonun mevcut teminatla devam edebilecek tutarda azaltılmasını ister. Müşteri, bu çağrıyı ertesi iş günü en geç saat 15:00'a kadar (aracı kurum uygulamalarına göre daha erken bir saat olabilir) yerine getirmekle yükümlüdür⁴⁰. Eğer yatırımcı bu işlemi gerçekleştirmezse (temerrüde düşerse), aracı kurum veya Takasbank, riskin büyümesini önlemek için yatırımcının pozisyonunu re'sen kapatabilir.

Gün İçi Uygulama

Takasbank kuralları gereği gün içerisinde ve akşam seansında bulunması gereken teminatın belirli bir oranı "gün içi sürdürme seviyesi" olarak uygulanır. Gün içi fiyat dalgalanmaları nedeniyle teminatı bu sürdürme seviyesinin altına inerek yetersiz kalan hesabın borsadaki mevcut tüm pasif emirleri sistem tarafından anında otomatik olarak iptal edilir ve hesabın yeni bir "pozisyon artırıcı" emir iletilmesi engellenir. Yatırımcı, hesabına yeni teminat yatırarak veya mevcut pozisyonlarını azaltacak ters işlemler yaparak teminatını yeniden sürdürme seviyesinin üzerine çekerse, hesabındaki sistem engeli kalkar ve yeniden pozisyon artırıcı işlem yapmaya devam edebilir. Teminatın, gün içindeki fiyat dalgalanmaları nedeniyle sürdürme seviyesinin altına inmesi gün sonunda Teminat Tamamlama Çağrısı alınacağı anlamına gelmez. Teminat Tamamlama Çağrısı teminatın gün

⁴⁰ Fiziki teslimatlı döviz sözleşmelerinde bu süre 11:00'dir. Benzer şekilde yarım iş günlerinde de marjin kapama son saati 11:00 olarak uygulanır.

sonundaki durumuna bakılarak yapılmaktadır. Ancak olağanüstü fiyat dalgalanmalarında teminat açığı Takasbank'ın belirlediği kritik sınırları aşarsa, Takasbank 'Gün İçi Teminat Tamamlama Çağrısı' yapabilir ve bu durumda yatırımcının açığı 2 saat içerisinde kapatması gerekir

Vadeli işlemlerin mekanizmasını anlamak için teminat tamamlama mantığını daha önceki hisse senedi örneğimiz üzerinden devam ettirelim:

Örneğin; yatırımcımız uzlaşma fiyatı 200 TL olan hisse senedi vadeli işlem sözleşmesinden 5 adet (her sözleşme 100 pay temsil eder) alarak 100.000 TL'lik bir pozisyon büyüklüğüne ulaşmıştır. Sistem bu pozisyon için 15.000 TL (100.000 TL x %15) başlangıç teminatı talep etmektedir. Ancak yatırımcımız, piyasadaki anlık dalgalanmalara karşı kendini korumak (tampon oluşturmak) amacıyla hesabına asgari tutarın üzerinde, 20.000 TL teminat yatırmıştır. Bu durumda hesabındaki 15.000 TL işlem için bloke edilirken, geriye kalan 5.000 TL "Serbest Teminat" olarak bekler.

Diyelim ki piyasa beklentinin tersine hareket etti ve gün sonunda ilgili vadeli işlem sözleşmesinin gün sonu uzlaşma fiyatı %10 düşerek 180 TL'ye geriledi. Bu durumda:

- **Günlük Zarar:** 10.000 TL (20 TL Düşüş x 100 Pay x 5 Kontrat)
- **Kalan Güncel Teminat:** 10.000 TL (20.000 TL Başlangıçtaki Teminat Bakiyesi - 10.000 TL Zarar)
- **Yeni Pozisyon Büyüklüğü:** 90.000 TL (180 TL x 100 Pay x 5 Kontrat)
- **Talep Edilen Yeni Başlangıç Teminatı:** 13.500 TL (BİSTECH sistemi fiyat düştüğü için yeni pozisyon büyüklüğü olan 90.000 TL üzerinden %15 risk hesaplar: 90.000 x %15)

Gün sonunda yapılan değerlemede, yatırımcının hesabında kalan 10.000 TL'lik bakiye, sistemin o günkü şartlara göre talep ettiği 13.500 TL'lik yeni "bulunması gereken başlangıç teminatı" seviyesinin altında kalmıştır. Takasbank, aradaki fark olan 3.500 TL (13.500 TL - 10.000 TL) için Teminat Tamamlama Çağrısı yapar.

Eğer yatırımcı hesabına baştan 20.000 TL yerine sadece 15.000 TL yatırmış olsaydı, aynı zararda hesabı 5.000 TL'ye düşecek ve çok daha büyük bir çağrıya (13.500 - 5.000 = 8.500 TL) maruz kalacaktı. Yatırımcının serbest teminat bulundurması onu daha büyük bir çağrıdan korumuştur. Yatırımcının pozisyonunu aynı büyüklükte taşımaya devam edebilmesi için ertesi gün saat 15:00'e kadar hesabına 3.500 TL Nakit (TL) yatırması zorunludur. Nakit yatırmak istemeyen yatırımcının ise alternatif olarak, mevcut sözleşmelerinin bir kısmını satıp pozisyonunu azaltarak sistemin talep ettiği teminat tutarını aşağı çekmesi gerekir.

Şimdi de senaryoyu tersine çevirelim ve piyasanın yatırımcının beklentisi yönünde hareket ettiğini varsayalım. Gün sonunda ilgili vadeli işlem sözleşmesinin uzlaşma fiyatı %10 artarak 220 TL'ye yükselmiş olsun. Bu durumda:

- **Günlük Kâr:** 10.000 TL (20 TL Artış x 100 Pay x 5 Kontrat)
- **Güncel Teminat (Toplam Bakiye):** 30.000 TL (20.000 TL Başlangıçtaki Teminat Bakiyesi + 10.000 TL Kâr)
- **Yeni Pozisyon Büyüklüğü:** 110.000 TL (220 TL x 100 Pay x 5 Kontrat)
- **Talep Edilen Yeni Başlangıç Teminatı:** 16.500 TL (Sistem, artan fiyat nedeniyle yeni pozisyon büyüklüğü olan 110.000 TL üzerinden %15 risk hesaplar: 110.000 x %15)
- **Yeni Serbest Teminat:** 13.500 TL (30.000 TL Güncel Bakiye - 16.500 TL Yeni Başlangıç Teminatı)

Bu senaryoda, gün sonunda elde edilen 10.000 TL'lik kâr yatırımcının hesabına eklenerek toplam bakiyeyi 30.000 TL'ye çıkarmıştır. Fiyat arttığı için Takasbank'ın bu pozisyonu taşımak için talep ettiği asgari başlangıç teminatı da 15.000 TL'den 16.500 TL'ye yükselmiştir.

Hesaptaki toplam büyüme, talep edilen teminattaki artıştan çok daha fazla olduğu için yatırımcının başlangıçta 5.000 TL olan "Serbest Teminatı" 13.500 TL'ye yükselmiştir. Yatırımcı bu aşamada teminat tamamlama çağrısı almadığı gibi, dilerse hesabındaki bu 13.500 TL'lik serbest bakiyeyi nakit olarak çekebilir veya bu tutarı yeni vadeli işlem pozisyonları açmak için teminat olarak kullanabilir.

VİOP'ta maruz kalınan risk, yalnızca yatırılan teminat ile sınırlı değildir. Özellikle piyasanın kapalı olduğu saatlerde, hafta sonlarında veya tatil günlerinde gelişen makroekonomik, siyasi ya da şirket bazlı olağanüstü olaylar neticesinde "Fiyat Boşluğu" olarak adlandırılan durumlar yaşanabilir.

Bu tür durumlarda piyasa, bir önceki günün kapanış fiyatından çok uzakta, sert bir düşüş ya da yükselişle (bazen doğrudan tavan veya taban fiyattan) açılabilir. Fiyat boşluklarının yaşandığı bu anlarda, yatırımcının kendini korumak için sisteme önceden girdiği zarar kes (stop-loss) emirleri çalışmayabilir veya çok daha kötü bir fiyattan gerçekleşebilir.

Böyle bir senaryoda kaldıraç da etkisiyle, yatırımcının başlangıç teminatı tamamen sıfırlanabileceği gibi, portföy değeri eksi bakiyeye (negatif özkaynağa) de düşebilir. Takasbank prosedürleri gereği, piyasada gerçekleşen işlemlerde Takasbank'ın muhatabı doğrudan aracı kurumlardır. Bu nedenle hesabın eksiye düşmesi durumunda aracı kurum, doğan bu zararı Takasbank'a ödemekle yükümlüdür. Bununla birlikte, hesapta oluşan bu eksi bakiye, yatırımcının aracı kuruma karşı ödemekle yükümlü olduğu yasal bir borca dönüşür.

Spot piyasada yapılan kaldıraçlı işlemlerde (foreks işlemleri) ise SPK düzenlemeleri gereği yatırımcı hesabında oluşabilecek eksi bakiye nedeniyle aracı kurum yatırımcıdan alacaklı hale gelememektedir.

3.3.3.Nemalandırma

Takasbank, VİOP hesaplarındaki Türk Lirası cinsinden nakit teminatları, zorunlu karşılık olarak ayrılması gereken kısmı düştüktan sonra kalan tutar üzerinden, günün piyasa koşullarına göre en iyi gayretle (gecelik olarak) değerlendirir ve bir nema (faiz) getirisi sağlar. Takasbank nemalandırma için asgari bir teminat büyüklüğü belirleyebilir ve bu tutarın altında kalan kısım için nemalandırma yapmayabilir.

Döviz, altın veya hisse senedi gibi nakit dışı teminatlar nemalandırma kapsamına dahil değildir; sadece TL bakiyeler nema geliri elde eder. Nemalandırılma sonucu elde edilen brüt nema tutarlarından, vergi ve diğer mevzuatsal yükümlülükler ile Takasbank komisyonu düşülür. Nemalandırmadan faydalanabilmek için nakit teminatın saat 15:40 itibarıyla hesapta bulunması gerekmektedir. Bu saatten sonra eklenen nakit teminat o gün nemalandırılmaz.

Bu nemalandırma işlemi yalnızca açık pozisyonlar için kullanılan teminatlara değil, hesapta işlem yapmadan bekleyen "serbest teminat" bakiyesine de dâhil olmak üzere hesaptaki tüm nakit TL bakiyesine uygulanır.

Nemalandırma işleminde Takasbank'ın muhatabı aracı kurumlar olup, yatırımcıların hesabına yansıtılması konusu aracı kurumlar ile yatırımcılar arasındaki bir uygulamadır. Bu nedenle, yatırımcıların VİOP hesabı açmadan önce bu uygulama hakkında aracı kurumları ile görüşüp bilgi almaları önemlidir.

Öte yandan faiz hassasiyeti olan ve teminatlarından nema geliri elde etmek istemeyen yatırımcıların, bu taleplerini aracı kurumları vasıtasıyla Takasbank'a iletmeleri durumunda nemalandırma yapılmaz.

3.4. Sözleşme Türlerinin Karakteristik Özellikleri

3.4.1.BİST 30 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Piyananın en yüksek likiditeye sahip ve en çok işlem gören enstrümanı, BİST 30 Endeksi üzerine yazılan vadeli işlem sözleşmeleridir. Bu sözleşmeler, yatırımcılara tekil hisse riski almadan genel piyasa yönü üzerine spekülasyon yapma veya portföylerini piyasa riskine karşı koruma imkânı tanır. Ayrıca BİST 30 endeks sözleşmeleri, VİOP'ta "Akşam Seansı" uygulamasına dahil olan enstrümanlardan biri olup, yatırımcılara küresel piyasalardaki gelişmelere anında tepki verme fırsatı sunar.

Endeks sözleşmelerinin büyüklüğü, endeks değerinin 10 katsayısı ile çarpılmasıyla bulunur. Örneğin, endeksin 10.000 puan olduğu bir senaryoda, tek bir sözleşmenin parasal büyüklüğü 100.000 TL'ye tekabül eder. Kâr/zarar hesaplamaları bu parasal büyüklük üzerinden gerçekleştirilir.

Endeks sözleşmelerinde vade ayları standart olarak çift aylar (Şubat, Nisan, Haziran vb.) olup, en yakın üç vade işleme açıktır. Bu üç vade ayından biri Aralık değilse, Aralık vade ayı ayrıca işleme açılır.

Vade sonu uzlaşma yöntemi nakdi uzlaşmadır. Yani vade sonunda fiziki bir varlık teslimi yapılmaz; açık kalan pozisyonlar son uzlaşma fiyatı üzerinden otomatik olarak kapatılır ve kâr/zarar hesaba nakit olarak yansıtılır.

3.4.2.Pay (Hisse) Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Borsa İstanbul'daki likiditesi yüksek hisse senetleri (yaklaşık 50 adet) üzerine yazılan bu sözleşmeler, spot piyasaya alternatif veya tamamlayıcı bir türev araç niteliğindedir. Pay sözleşmelerini diğer VİOP ürünlerinden ayıran en temel özellik, fiziki teslimat mekanizmasıdır.

Vade sonu geldiğinde, pay sözleşmelerinde nakdi mahsuplaşma yapılmaz. Uzun (long) pozisyon taşıyan yatırımcı, sözleşme karşılığı hisse senetlerini alırken, sözleşmedeki bedelini ödemekle; kısa (short) pozisyon taşıyan yatırımcı ise sözleşmedeki bedeli alırken, ilgili hisse senetlerini teslim etmekle yükümlüdür. Tıpkı spot piyasada olduğu gibi, bu fiziki teslimat işleminin takas süresi vade sonunu takip eden ikinci iş günüdür (T+2).

Spot piyasada açığa satış ve kredili işlemler kural olarak Yıldız Pazar ve Ana Pazar'daki tüm hisseler için yapılabilirken, vadeli işlem sözleşmeleri Borsa İstanbul tarafından yeterli likiditeye sahip olduğu belirlenen daha sınırlı sayıdaki hisseleri kapsamaktadır.

Standart bir pay sözleşmesi 100 adet payı temsil eder. Bununla birlikte; bedelli/bedelsiz sermaye artırımını, sermaye azaltımını, birleşme/bölünme gibi durumlarda, piyasadaki mevcut standart sözleşmeler işleme kapatılır ve açık pozisyonlar yeni bir kodla (sonuna N1, N2 eklenerek) standart olmayan sözleşmelere aktarılır. Bu durumda sözleşme büyüklükleri 100 yerine uygulanan katsayıya göre yeni bir değere (örneğin 180 paya) dönüşür⁴¹. Bu uyarılmanın ardından işleme yeni açılacak vadeler ise yine 100 paylık standart büyüklükte piyasaya sürülür ve böylece piyasada standart ile standart olmayan sözleşmeler aynı anda işlem görmeye başlar. Bu nedenle sözleşme büyüklüğü hesaplanırken, işlem

⁴¹ Özsermaye Halleri Komitesi'nin gerekli gördüğü takdirde farklı bir yöntem ile uyarılama yapmaya karar verme yetkisi bulunmaktadır.

yapılan sözleşmenin standart mı yoksa N1/N2 uzantılı mı olduğuna dikkat edilmelidir. Nakit temettü ödemelerinde ise borsa tarafından bir düzeltme yapılmaz, nakit temettüye ilişkin piyasa beklentileri daha önceden vadeli fiyatlara yansımaktadır.

Aynı anda içinde bulunulan ay ve bu aya en yakın iki ay olmak üzere toplam üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür.

3.4.3.Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Şirketlerin kur riskini yönetmek ve yatırımcıların kur beklentilerini fiyatlamak için kullandığı temel araç Dolar/TL (USD/TRY) sözleşmeleridir. Standart (nakdi uzlaşılı) bir Dolar/TL sözleşmesi 1.000 USD büyüklüğündedir. Şirketlerin uzun vadeli kur risklerini yönetebilmeleri amacıyla, vade seçenekleri oldukça geniştir. İçinde bulunulan ay ve takip eden aylar dahil olmak üzere, 16 aya kadar uzayan vadelerde işlem yapılabilir. Bu yapı, şirketlerin 1,5 yıla yakın bir projeksiyonla maliyetlerini sabitlemesine olanak tanır.

Standart Dolar/TL sözleşmeleri nakdi uzlaşılıdır; yani vade sonunda fiziki döviz alım-satımı yapılmaz, oluşan kâr veya zarar yatırımcının hesabına TL olarak yansıtılır. Nakdi uzlaşmalı sözleşmelere alternatif olarak, özellikle ithalatçı ve ihracatçı firmaların⁴² döviz ihtiyacını karşılamak amacıyla VİOP'ta "Fiziki Teslimatlı Dolar/TL" sözleşmeleri de işlem görmektedir. Bu sözleşmelerde vade sonu geldiğinde; uzun pozisyon sahibi nakit TL ödeyerek Doları fiziki olarak alırken, kısa pozisyon sahibi nakit TL'yi alarak, Doları fiziki olarak teslim etmekle yükümlüdür.

VİOP döviz piyasasında Dolar/TL haricinde, küresel ticaretin ve paritelerin yarattığı risklerden korunmak isteyen şirketler/yatırımcılar için farklı döviz sözleşmeleri de bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla:

- **Euro/TL (EUR/TRY)** (1.000 Euro büyüklüğünde)
- **Ruble/TL (RUB/TRY)** (100.000 Ruble büyüklüğünde)
- **Offshore Çin Yuanı/TL (CNH/TRY)** (10.000 Yuan büyüklüğünde)
- **Euro/Dolar (EUR/USD) Çapraz Kuru** (1.000 Euro büyüklüğünde)
- **Sterlin/Dolar (GBP/USD) Çapraz Kuru** (1.000 Sterlin büyüklüğünde)

VİOP'taki standart kuralların dışına çıkılarak, kurumsal risk yönetimini daha hassas yapabilmek adına yukarıda yer verilen döviz vadeli işlem sözleşmelerine esneklik tanınmıştır. Şirketler, kendi nakit akışlarına (örneğin spesifik bir dış ticaret ödemesinin yapılacağı güne) tam uyum sağlayabilmek için, standart vade aylarını beklemeden en fazla 364 güne kadar istedikleri bir tarihi belirleyerek "Esnek Vade Tarihli" döviz vadeli işlem sözleşmesi oluşturabilir ve bu sözleşmeler üzerinden işlem yapabilirler.

3.4.4.Kıymetli Maden Sözleşmeleri

Kıymetli madenler grubunda Dolar/Ons Altın, TL/Gram Altın, Dolar/Ons Gümüş, Dolar/Ons Platin ve Dolar/Ons Paladyum vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir. Tüm kıymetli maden sözleşmelerinde standart vade ayları yılın çift aylarıdır (Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık). İşlem sisteminde aynı anda, içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işleme açıktır. Uzlaşmalar nakdidir. Sözleşme büyüklükleri, Dolar/Ons Altın, Dolar/Ons Platin ve Dolar/Ons Paladyum için 1 ons, Dolar/Ons Gümüş için 10 ons, TL/Gram Altın için ise 1 gramdır.

⁴² Gerçek kişiler fiziki teslimatlı döviz vadeli işlem sözleşmesinin tarafı olamazlar.

Uluslararası piyasalardaki fiyat dalgalanmalarına karşı yatırımcılara esneklik sağlamak amacıyla, küresel ölçekte işlem gören Dolar/Ons Altın, Dolar/Ons Gümüş, Dolar/Ons Platin ve Dolar/Ons Paladyum sözleşmeleri akşam seansına dâhildir. Ancak, Türk Lirası üzerinden fiyatlanan TL/Gram Altın sözleşmeleri akşam seansı uygulamasına dâhil edilmemiştir.

Ayrıca, sözleşme büyüklüğü 0,1 Ton olan Dolar/Ton Bakır vadeli işlem sözleşmeleri de bulunmaktadır. Ancak bu kıymetli maden değil, metal olarak sınıflandırılır.

3.5. Fiyat Dinamikleri

Bir vadeli işlem sözleşmesinin "Teorik Fiyatı", dayanak varlığı spot piyasadan satın alıp vade sonuna kadar taşımanın maliyetini (Taşıma Maliyeti) yansıtır. Bu maliyetin en temel bileşeni faiz oranıdır. Spot piyasada bir malı (örneğin hisse senedi veya altın) bugün almak için nakit ödeme yapmanız gerekir. Ancak vadeli piyasada, aynı malı ileri bir tarihte teslim almak üzere anlaştığınızda, ödemeniz gereken nakit parayı vade sonuna kadar faizde değerlendirme imkanınız olur.

Buna göre vadeli fiyatın en basit gösterimi şu şekildedir: Bu formül herhangi bir getirisi olmayan dayanak varlık için (örneğin gram altın) yeterlidir.

$$\text{Vadeli Fiyat} = \text{Spot Fiyat} + \text{Faiz Maliyeti}$$

Teorik hesaplamada kullanılan faiz oranı, Merkez Bankası politika faizi değil, piyasadaki fonlama maliyetidir. Piyasa likiditesinin sıkıştığı dönemlerde bu oranlar politika faizinden ciddi ölçüde saparak spot ile vadeli fiyat arasındaki makasının açılmasına neden olabilir.

Ancak vadeli fiyat hesaplanırken dayanak varlığın (varsa) vade sonuna kadar sağlayacağı getiriler de dikkate alınmalıdır. Örneğin, spot piyasada hisseyi elinde tutan yatırımcı temettü almaya hak kazanırken, vadeli işlem yatırımcısı bu haktan mahrum kalır. Oysa, nakit temettü ödemesi olduğunda hissenin fiyatı Borsa tarafından düzeltilmekte ve düşürülmektedir, bu da vadeli fiyata yansımaktadır.

Benzer durum döviz kurları (örneğin Dolar/TL) için de geçerlidir. Spot piyasadan nakit ödeyip Dolar alan bir yatırımcı, bu tutarı döviz tevdiat hesabında değerlendirerek risksiz bir yabancı para getirisi (dolar faizi) elde edebilirken, Dolar/TL vadeli işlem sözleşmesi alan yatırımcı vade sonuna kadar bu faiz getirisinden mahrum kalır.

Bu nedenle, vadeli işlem yatırımcısının mahrum kaldığı bu tür getiriler denkleme eksi değeri olarak yansıtılır ve teorik fiyattan düşülür. Basitçe formüle etmek gerekirse:

$$\text{Vadeli Fiyat} = \text{Spot Fiyat} + \text{Faiz Maliyeti} - \text{Varlık Getirisi (Temettü, Yabancı Para Faizi vb.)}$$

Bu modele göre, normal piyasa koşullarında;

- Getirisi olmayan varlıklar (altın vb.) için
- Vade içinde temettü ödemesi bulunmayan hisseler için
- TL faizinin, Dolar faizinden yüksek olması durumunda Dolar/TL için

vadeli fiyatın spot fiyattan yüksek olması beklenir ve vade uzadıkça içine giren maliyet artacağından vadeli fiyat makası da açılır (uzak vadeli sözleşmeler, yakın vadeli sözleşmelere göre daha yüksek fiyattan işlem görür). Ancak vadeli fiyatın her zaman spot fiyattan yüksek olması matematiksel bir zorunluluk değildir. Eğer hisse senedinin dağıtacağı temettü getirisi, o dönemdeki faiz maliyetinden daha yüksekse, vadeli fiyat spot fiyattan daha düşük seviyede de oluşabilir.

Aşağıda farklı vadelerdeki USDTRY vadeli işlem sözleşmelerindeki fiyatlara yer verilmiştir. Görüleceği üzere, vade uzaklaştıkça fiyat artmaktadır. Bunun sebebi TL faizinin Dolar faizinden yüksek olmasıdır.

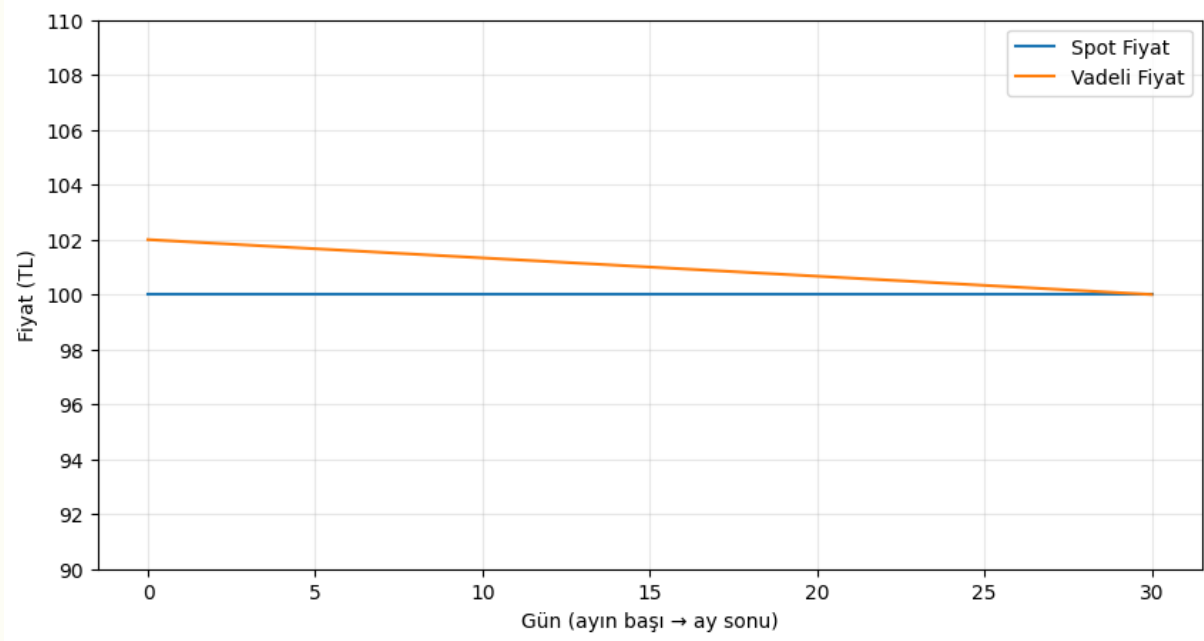
Fiyat	Sözleşme Kodu
43,89	F_USDTRY0226
45,05	F_USDTRY0326
46,15	F_USDTRY0426
47,11	F_USDTRY0526
48,32	F_USDTRY0626
49,46	F_USDTRY0726
50,65	F_USDTRY0826
51,78	F_USDTRY0926
53,00	F_USDTRY1026
54,10	F_USDTRY1126
55,33	F_USDTRY1226
56,38	F_USDTRY0127
57,35	F_USDTRY0227
58,47	F_USDTRY0327
59,64	F_USDTRY0427
60,73	F_USDTRY0527

Aşağıda farklı vadelerdeki pay vadeli sözleşmelerine yer verilmiştir. THYAO hissesinde bu dönemde temettü ödemesi yapılmayacağı için vade uzaklaştıkça fiyat artmaktadır. Ancak, KCHOL, TOASO ve TUPRS hisselerinde Mart ayında, DOAS hissesinde Nisan ayında nakit temettü dağıtımı yapılacağı piyasa tarafından bilindiği için ilgili aylar özelinde, vadeli işlem sözleşmelerinin fiyatları, önceki aya kıyasla daha düşüktür.

Vade	THYAO	DOAS	KCHOL	TOASO	TUPRS
Şubat 2026	308,0	219,15	205,35	322,9	218,3
Mart 2026	316,15	225,05	204,2	311,2	213,25
Nisan 2026	325,55	220,1	210,65	322,3	218,4

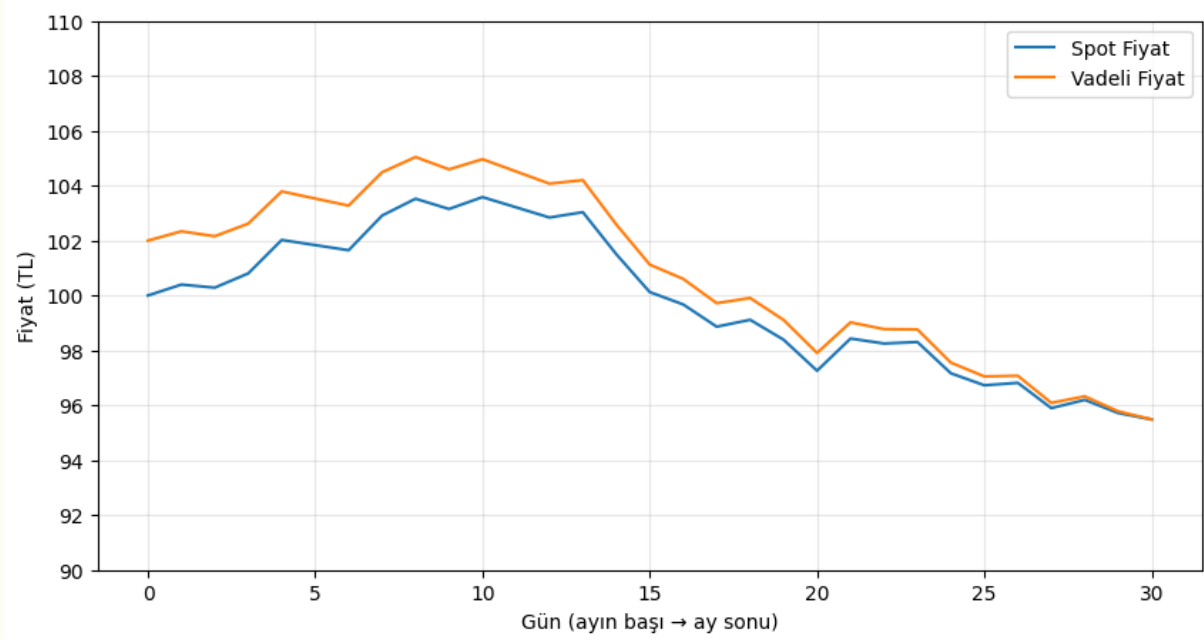
Yatırımcılar, özellikle temettü ödemelerinin yaygın olarak yapıldığı dönemlerde (Mart-Haziran dönemi) vadeli fiyatın spotun altında kalmasını bir piyasa hatası olarak değil, temettü beklentisinin rasyonel bir sonucu olarak yorumlamalıdır.

Taşıma maliyeti kavramını daha iyi anlayabilmek için ilk olarak, temettü ödemesi olmayan bir hisse senedi vadeli işlem sözleşmesi üzerinden ilerleyelim. Ayın başında olduğumuzu ve hisse senedinin spot piyasada 100 TL üzerinden işlem gördüğünü varsayalım. Aylık TL faizi %2'dir. O halde vadesi bulunduğumuz ayın sonu olan bir vadeli işlem sözleşmesinin fiyatının 102 TL ($100 + 100 * \%2$) olması beklenir. Gerçek hayatta mümkün olmasa da hissenin spot piyasada bir ay boyunca her gün 100 TL üzerinden işlem gördüğünü varsayalım. Bu durumda ayın başında 102 TL olan vadeli işlem sözleşmesinin vade boyunca ne şekilde değişeceğini aşağıdaki grafikten görebiliriz.



Spot fiyatı ay boyunca 100 TL’de sabit kalan bir hisse senedi için vadeli işlem sözleşmesinin fiyatı, ay başında teorik olarak 102 TL’den başlasa da; vadeye kalan süre azaldıkça doğrusal bir şekilde spot piyasa fiyatına yaklaşmıştır. Örneğin ay başında vadeli işlem sözleşmesini 102 TL’den alan yatırımcı ayın ortasında 101 TL’den satabilecektir. Aradaki 1 TL bu pozisyonun 15 gün boyunca taşınmasının yatırımcıya maliyetidir. Pozisyonu ay sonuna kadar tutan yatırımcı için ise taşıma maliyeti 2 TL olarak gerçekleşmiştir. Görüleceği üzere, taşıma maliyeti burada esasen bu pozisyonu tutmak için katlanılan faiz gideridir. Bu gider, pozisyon elde tutulduğu sürece vadeli fiyat ile spot fiyat arasındaki fiyat farkındaki azalma olarak da düşünülebilir.

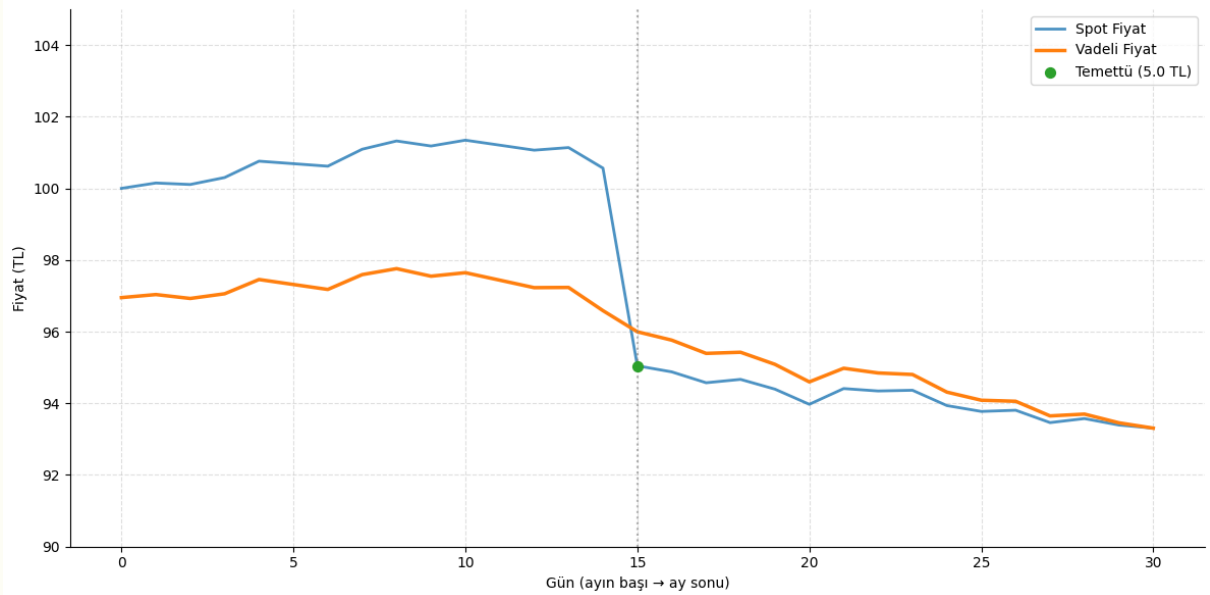
Ancak gerçek hayatta, hisse senedinin spot piyasa fiyatı bu şekilde yatay seyir izlemeyecektir. Aşağıda, taşıma maliyeti gerçek hayata daha uygun bir senaryo üzerinden gösterilmiştir.



Yukarıdaki grafikten görüleceği üzere, hisse senedinin spot fiyatı ay içinde 95–105 TL aralığında dalgalanmıştır. Vadeli işlem sözleşmesinin fiyatı her gün güncel spot fiyatı esas almakta ve üzerine kalan süreye karşılık gelen faiz bileşenini ekleyerek oluşmaktadır. Bu nedenle vadeli fiyat, spot

fiyatla aynı yönlü hareket etmekte; ancak vadeye kalan süre azaldıkça faiz bileşeni küçülmekte ve iki fiyat arasındaki fark giderek daralmaktadır. Vade sonunda ise faiz maliyeti tamamen ortadan kalkmakta ve vadeli fiyat spot fiyata eşitlenmektedir. Spot fiyattaki değişim olmasından bağımsız olarak, yukarıdaki örnekte olduğu gibi, bu vadeli işlem sözleşmesini 15 gün taşımanın maliyeti 1 TL, bir ay taşımanın maliyeti 2 TL olacaktır.

Aşağıdaki grafikte ise, vade süresi içerisinde nakit temettü ödemesi gerçekleştiren bir hisse senedinin fiyat seyri gösterilmiştir. Ayın ortasında (15. gün) gerçekleşecek olan 5 TL'lik temettü ödemesi, henüz ayın başında piyasa tarafından bilindiği için vadeli fiyatın oluşumunda belirleyici bir rol oynamaktadır. Vade içinde ödenen temettü, vadeli işlem fiyatını aşağı çeken bir etkidir; çünkü vadeli sözleşmeyi alan kişi, hisseyi elinde tutanların aldığı temettüden yararlanamaz. Bu nedenle, vade sonuna kadar dağıtılması beklenen temettü tutarı, vadeli işlem fiyatından iskonto edilir (düşülür). Aşağıdaki grafikte görüldüğü üzere, ay başında beklenen temettü tutarı faiz getirisinden fazla olduğu için vadeli fiyat spot fiyatın altında başlamakta; 15. günde temettü ödenip spot fiyat düştüğünde ise vadeli fiyat bu durumu önceden fiyatladığı için seyrini bozmadan devam etmektedir. 15'inci günden sonra temettü beklentisinin gerçekleşmiş olması nedeniyle vadeli fiyat, spot fiyatın üzerinde devam etmekte ve vadeye yaklaştıkça aralarındaki fark azalmaktadır.



Yukarıdaki örnekte, temettü ödemesinin tutarı ve tarihi vade başında kesin olarak bilinmekteydi. Ancak özellikle uzak vadeli sözleşmelerde, bu bilgiler her zaman net olmayabilir. Bu tür durumlarda piyasa katılımcıları, şirketin geçmiş dönemlerdeki temettü dağıtım alışkanlıklarını ve politikalarını esas alarak bir fiyatlama yapmaktadır. Vade süresince, başlangıçta beklenmeyen bir nakit temettü kararı açıklanması veya beklentilerin üzerinde bir temettü tutarının duyurulması, vadeli fiyat üzerinde aşağı yönlü; beklentilerin altında kalan veya iptal edilen temettü ödemeleri ise vadeli fiyat üzerinde yukarı yönlü bir etki yaratmaktadır.

Vadeli fiyatın oluşumu ile ilgili yukarıda açıklanan hususlar dikkate alındığında, vadeli fiyatın, dayanak varlığın vade sonunda o fiyata ulaşacağına dair bir piyasa beklentisi veya tahmini olmadığı, fiyatlamasının tamamen mekanik bir işleyişe sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Pratikte "Piyasa Fiyatı" her zaman teorik fiyata eşit olmayabilir. Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda (Spot) uygulanan açığa satış yasakları veya zorlukları, düşüş beklentisi olan yatırımcıları VİOP'a yönlendirir. Spot piyasada satış yapamayan yatırımcıların vadeli piyasada yoğun "Kısa"

(Short) pozisyon açması, vadeli fiyatları baskılayarak teorik değerin çok altına inmesine neden olabilir.

Eğer piyasada işlem gören vadeli fiyat, yukarıda hesaplanan 'teorik fiyattan' saparsa, arbitrajcılar⁴³ (risksiz kâr arayan yatırımcılar) devreye girerek bu sapmayı ortadan kaldıracaktır. Örneğin, vadeli fiyat teorik fiyatın çok üzerine çıkarsa, arbitrajcılar spot piyasadan varlığı satın alıp eşzamanlı olarak vadeli piyasada satarak aradaki (piyasadaki faiz oranlarının üzerinde oluşan) risksiz farkı kazanırlar. Bu işlemler, vadeli fiyatı kısa süre içinde tekrar teorik (mekanik) seviyesine çeker. Bu sapmalar özellikle yüksek volatilité dönemlerinde mümkün olabilmektedir.

4. OPSİYON SÖZLEŞMELERİ

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*) denilmektedir. Alıcı tarafından opsiyondan kaynaklanan hakkın kullanılmasına opsiyonun işleme konulması (*exercise*) adı verilmektedir.

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
- Opsiyonun Amerikan tipi mi yoksa Avrupa tipi mi olduğu,

⁴³ Arbitraj, piyasalar arasındaki fiyat uyumsuzluklarından yararlanarak risksiz getiri elde etme stratejisidir.

- 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 varlığın fiyatını sabitlemek için alım (satım) opsiyonu satın alır. Vade geldiğinde alıcı taraf spot piyasadaki dayanak varlığın 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 birtakım 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.

4.1. Opsiyon Sözleşmelerinin Türleri

Opsiyon sözleşmeleri, bu sözleşmelerin birtakım 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 yüksekte 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 (reel 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 başabaş 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

5. VARANTLAR

Türev piyasalarda işlem gören opsiyon sözleşmelerine işleyiş açısından büyük benzerlikler taşıyan, ancak yapısal özellikleri ve işlem kuralları bakımından farklılık gösteren bir diğer önemli finansal enstrüman varantlardır. Varantlar, yatırımcıya veya elinde bulundurana; bir dayanak varlığı ya da bir göstergeyi, önceden belirlenen bir fiyattan, belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar alma ya da satma hakkı veren sermaye piyasası araçlarıdır.

En yalın haliyle varantlar, finansal kurum veya şirket tarafından ihraç edilen "menkul kıymetleştirilmiş opsiyonlardır". Varantlar da tıpkı opsiyonlar gibi yatırımcıya dayanak varlık üzerinde meydana gelen fiyat hareketlerinden düşük bir bedelle (kaldıraçlı olarak) yararlanma veya riskten korunma (hedge) olanağı sağlar. Her ikisi de sahibine bir yükümlülük değil, "hak" verir ve işleme konulana kadar dayanak varlık üzerinde kontrol sağlamazlar.

İşleyiş itibarıyla opsiyonlara benzemelerine karşın, varantlar işlem gördüğü pazar ve kurallar açısından türev piyasası ürünü olmayıp dayanak varlık üzerine yazılan pay benzeri bir araçtır.

Varantlar ve opsiyonlar aşağıdaki temel noktalarda birbirlerinden ayrılmaktadır:

- Opsiyonlar, vadeli işlem esaslarıyla organize vadeli işlem piyasalarında (örneğin VİOP) işlem görürler. Varantlar ise türev piyasa ürünü gibi çalışmasına rağmen nakit (spot) piyasa esaslarıyla spot piyasalarda işlem görür. Nitekim Borsa İstanbul'da varantlar, VİOP'ta değil Pay Piyasası'nda alınıp satılmaktadır.
- Organize piyasalarda işlem gören opsiyonlar, özellikleri (vade, sözleşme büyüklüğü vb.) işlem gördüğü borsalar tarafından standart hale getirilmiş sözleşmelerdir. Varantların özellikleri ise doğrudan ihraççı tarafından belirlenir. Bu nedenle varantların standart vadeleri bulunmaz ve opsiyonlara göre yatırımcı taleplerine yanıt verebilecek çok daha esnek bir yapıya sahiptirler.
- VİOP gibi piyasalarda opsiyon işlemi yaparken, özellikle satıcı (yazıcı) taraf yükümlülük altına girdiği için teminat bulundurmak ve piyasanın ters gitmesi durumunda teminat tamamlama çağrısına uymak zorundadır. Varantlarda ise ürünün tüm sorumluluğu ihraççı kuruluştadır. Yatırımcı başlangıçta yalnızca hakkı satın almak için bir "varant primi" öder ve piyasa kendi aleyhine hareket etse dahi pozisyon zarar ettiğinde herhangi bir teminat tamamlama yükümlülüğü doğmaz. Yatırımcının üstlendiği maksimum risk, varantı satın almak için ödediği prim ile sınırlıdır.
- Opsiyon piyasalarında herhangi bir yatırımcı, opsiyon satarak "yazan" (writer) konumuna geçebilir ve karşı tarafa hak tanıyarak yükümlülük altına girebilir. Varantlarda ise böyle bir durum söz konusu değildir; her bir varantın tek bir ihraççısı (yatırım kuruluşları veya halka açık ortaklıklar) vardır ve kullanılacak hakkın tek muhatabı bu ihraççıdır. Yatırımcı, varantlarda ihraççı (yazan) taraf olmadığı için risk yaratan taraf da olamaz; risk yaratmadığı için de yatırımcıdan teminat talep edilmez.

BÖLÜM V: GELİR VERGİSİ KANUNU GEÇİCİ 67'NCİ MADDE UYGULAMASI

1. GELİR VERGİSİ KANUNUNUN GEÇİCİ 67 NCİ MADDESİNİN KAPSAMI

1.1. Tevkifata Tabi Olan Gelirler

- Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senedi alım-satım kazançları,
 - Devlet tahvili ve Hazine bonoları faiz gelirleri ve alım-satım kazançları,
 - Özel sektör tahvil ve bonoları faiz gelirleri ve alım-satım kazançları,
 - Mevduat faizleri,
 - Repo gelirleri,
 - Faizsiz olarak kredi verenlere ödenen kar payları ile kar-zarar ortaklığı belgesi karşılığı ödenen kar payları ve katılım bankaları tarafından katılma hesabı karşılığında ödenen kar payları,
 - Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden elde edilen gelirler,
 - Menkul kıymet ve vadeli işlem ve opsiyon piyasalarında işlem gören diğer menkul kıymetlerin gelirleri,
 - Hazine veya diğer kamu tüzel kişilerinince çıkarılan menkul kıymetlerin faiz gelirleri ve alım-satım kazançları,
 - Menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası araçlarının ödünç işlemlerinden sağlanan gelirler,
 - Aracı kuruluş varantlarından elde edilen gelirler,
 - Altına dayalı devlet iç borçlanma senetleri ile 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun uyarınca kurulan varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen altına dayalı kira sertifikalarından elde edilen kazançlar,
 - Yatırım fonu katılma paylarından elde edilen gelirler,
 - Yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin alım-satım kazançları,
 - Varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen kira sertifikalarından elde edilen kazançlar,
 - Döviz, kıymetli madenler ve Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenen diğer varlıklar üzerine yapılan kaldıraçlı işlemlere ilişkin sözleşmeler,
 - Darphane sertifikalarından elde edilen gelirler,
- tevkifata tabi olacaktır.

1.2. Tevkifata Tabi Olmayan Gelirler

- Hisse senedi kar payları,
- Hazine (Eurobond) ve 4749 sayılı Kanuna göre kurulan varlık kiralama şirketleri tarafından yurt dışında ihraç edilen menkul kıymetlerin alım-satımı, itfası sırasında elde edilen getirileri ile bunların dönemsel getirilerinin tahsili,

- Tam mükellef kurumlara ait olup, Borsa İstanbul'da işlem gören ve bir yıldan fazla süreyle elde tutulan hisse senetlerinin elden çıkarılmasından elde edilen gelirler,
 - Sürekli olarak portföyünün en az %51'i Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının bir yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma paylarının elden çıkarılmasından elde edilen gelirler (TEFAS'ta işlem görmeyen serbest fonlar hariç),
 - Tam mükellef kurumlar tarafından yurt dışında ihraç edilen tahvillerden elde edilen faiz gelirleri,
 - Tam mükellef varlık kiralama şirketleri tarafından yurt dışında ihraç edilen kira sertifikalarından sağlanan gelirler,
 - 1.1.2006 tarihinden önce ihraç edilmiş olan her nevi tahvil ve Hazine bonoları ile Toplu Konut İdaresi ve Özelleştirme İdaresince çıkarılan menkul kıymetlerin elde tutulması veya elden çıkarılması suretiyle sağlanan gelirler,
 - 1.1.2006 tarihinden önce iktisap edilmiş olan menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılmasından veya elde tutulma sürecinde elde edilen gelirler,
- tevkifata tabi olmayacaktır.

1.3. Menkul Kıymet ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları

Geçici 67 nci madde kapsamındaki menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçları;

Türkiye'de ihraç edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulunca kayda alınmış ve/veya Türkiye'de kurulu menkul kıymet ve vadeli işlem ve opsiyon borsalarında işlem gören menkul kıymetler veya diğer sermaye piyasası araçları ile

Kayda alınmamış veya menkul kıymet ve vadeli işlem borsalarında işlem görmemiş olan, Hazinece veya diğer kamu tüzel kişilerin ihraç edilmiş her türlü menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası araçlarıdır.

Bankaların ve aracı kurumların taraf olduğu veya bunlar aracılığıyla yapılan; belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte, ekonomik veya finansal göstergelere dayalı olarak düzenlenenler de dahil olmak üzere, para veya sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve döviz alım, satım, değiştirme hak ve/veya yükümlülüğünü veren vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile döviz, kıymetli madenler ve Sermaye Piyasası Kurulu'na belirlenen diğer varlıklar üzerine yapılan kaldıraçlı işlemlere ilişkin sözleşmeler bu madde uygulamasında diğer sermaye piyasası aracı olarak kabul edilir.

Bu tanımlama dışında kalan bir menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracının alım satımı veya itfası dolayısıyla elde edilen getiriler Gelir Vergisi Kanununun geçici 67 nci maddesinin (1) numaralı fıkrası kapsamında tevkifata tabi değildir.

2. GELİRLERİ ÜZERİNDEN TEVKİFATA TABİ KİŞİLER

Tevkifat uygulamasında gelir sahibinin gerçek/tüzel kişi ya da tam/dar mükellef olmasının veya elde edilen gelirin vergiden istisna olup olmamasının önemi bulunmamaktadır. (Diğer kanunlarda yer alan istisna veya muafiyet hükümlerinin açık olarak kesinti suretiyle ödenen vergileri de kapsama almadığı durumlar dâhil).

Bu kapsamda, vergi mükellefiyeti olmayan ya da vergiden muaf olanların elde ettikleri gelirler de tevkifata tabi olacaktır.

3. ALIM-SATIM İŞLEMLERİNDE TEVKİFAT MATRAHI

Alım-satım işlemlerinde tevkifat matrahı alış bedeli ile satış bedeli arasındaki fark olacaktır. Alış ve satış işlemleri sırasında ödenen komisyonlar ile banka ve sigorta muameleleri vergisi tevkifat matrahının tespitinde dikkate alınacaktır.

Bu giderler dışında başkaca bir giderin tevkifat matrahının tespitinde indirim konusu yapılması söz konusu değildir.

4. AYNI MENKUL KIYMETTEN DEĞİŞİK TARİHLERDE ALIMLAR YAPILDIKTAN SONRA ELDEN ÇIKARILMASI HALİNDE ALIŞ BEDELİ

Aynı menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracından değişik tarihlerde alım yapıldıktan sonra bunların bir kısmının elden çıkarılması durumunda ilk giren ilk çıkar (FİFO) yöntemi kullanılmak suretiyle tevkifat matrahının tespitinde dikkate alınacak alış bedeli belirlenecektir.

Aynı gün içinde yapılan alım-satım işlemlerinde ağırlıklı ortalama fiyat bilgisi dikkate alınabilecek, ancak tevkifat matrahı ilk giren ilk çıkar yöntemine göre belirlenecektir.

Bir menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası aracının alımından önce elden çıkarılması halinde elden çıkarılma tarihinden sonra yapılan ilk alım işlemi esas alınarak üzerinden tevkifat yapılacak tutar tespit edilecektir.

5. DÖVİZE, ALTINA VEYA BAŞKA BİR DEĞERE ENDEKSİLİ MENKUL KIYMETLER VEYA DİĞER SERMAYE PİYASASI ARAÇLARINA İLİŞKİN İŞLEMLERDE TEVKİFAT MATRAHI

Döviz, altına veya başka bir değere endeksli menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracına ilişkin işlemlerde, alış ve satış bedelinin işlem tarihindeki Türk lirası karşılıkları esas alınarak tevkifat matrahı tespit edilecektir.

6. YABANCI PARA CİNSİNDEN İHRAÇ EDİLEN MENKUL KIYMETLER VEYA DİĞER SERMAYE PİYASASI ARAÇLARINA İLİŞKİN İŞLEMLERDE TEVKİFAT MATRAHI

Menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracının yabancı bir para cinsinden ihraç edilmiş olması halinde, tevkifat matrahının tespitinde kur farkı dikkate alınmayacaktır.

Kur olarak işlem anında kullanılan kur, böyle bir kurun bulunmadığı hallerde ise Merkez Bankası döviz alış kuru esas alınır.

7. ALIM-SATIM İŞLEMLERİNİN BİR KISMININ ZARARLA SONUÇLANMASI HALİNDE TEVKİFAT MATRAHI

Alım-satım işlemlerine konu menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası araçlarının aynı türden olması kaydıyla; üç aylık dönem içerisinde yapılan işlemlerin bir kısmının zarar bir kısmının kar ile sonuçlanması halinde, zararlar karlardan mahsup edilmek suretiyle tevkifat matrahı tespit edilecektir. Üç aylık dönem sonucunun zarar olması halinde söz konusu zarar, izleyen üç aylık döneme takvim yılı aşılmamak kaydıyla devredilebilecektir.

Takvim yılının son üç aylık döneminde oluşan zarar tutarının izleyen döneme aktarılması mümkün değildir.

8. AYNI TÜR MENKUL KIYMET VE DİĞER SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI NELERDİR?

Aynı tür menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası aracının değerlendirilmesinde aşağıdaki sınıflandırma esas alınacaktır:

- I. Sabit getirili menkul kıymetler,
- II. Değişken getirili menkul kıymetler,
- III. Diğer menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları,
- IV. Yatırım fonları katılma belgeleri ve yatırım ortaklıkları hisse senetleri.

Menkul kıymetlerle yapılan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde sınıflandırma, işlemle ilişkilendirilen menkul kıymetin dahil olduğu gruba göre yapılacaktır.

Menkul kıymete bağlı olmaksızın yapılan işlemler ise III. gruptaki diğer menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları kapsamında değerlendirilecektir. Ayrıca, hisse senedine veya hisse senedi endekslerine dayalı olarak yapılan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senedi hisse senedi endekslerine dayalı olarak ihraç edilen aracı kuruluş varantları ve hisse senedi yoğun fonların katılma paylarının da hisse senetleri ile aynı grupta değerlendirilmesi gerekmektedir.

Öte yandan, hisse senedi ve hisse senedi endeksleri dışında bir dayanak varlığına bağlı varantlar söz konusu gruplandırmada III. grup kapsamında değerlendirilecektir.

9. MENKUL KIYMET VEYA DİĞER SERMAYE PİYASASI ARACININ İTFASI HALİNDE TEVKİFAT MATRAHI

Bir menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracının itfası halinde, tevkifat matrahı alış bedeli ile itfa bedeli arasındaki fark olacaktır.

Alış veya itfa işlemleri sırasında ödenen komisyonlar ile banka ve sigorta muameleleri vergisi tevkifat matrahının tespitinde dikkate alınacaktır.

Bu giderler dışında başkaca bir giderin tevkifat matrahının tespitinde dikkate alınması mümkün değildir.

10. DÖNEMSEL GETİRİLERDE TEVKİFAT MATRAHI

Menkul kıymetlerin veya diğer sermaye piyasası araçlarının, herhangi bir menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracına bağlı olmayan dönemsel getirilerinde, tevkifat matrahı dönemsel getiri tutarı olacaktır.

Bu işlem sırasında varsa ödenen komisyon ile banka ve sigorta muameleleri vergisi tevkifat matrahının tespitinde dikkate alınacaktır.

11. ÖDÜNC İŞLEMLERİNDE TEVKİFAT MATRAHI

Menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası araçlarının ödünç işlemine konu olması halinde ödünç verenin ödünç işleminin karşılığı olarak aldığı bedel üzerinden tevkifat yapılacaktır.

Bu işlem sırasında varsa ödenen komisyon ve banka ve sigorta muameleleri vergisi tevkifat matrahının tespitinde dikkate alınacaktır.

FİNANSAL ARAÇLARA YATIRIM YAPAN TAM VE DAR MÜKELLEF GERÇEK KİŞİLERİN ELDE ETTİKLERİ GELİRLERİN VERGİLENDİRİLMESİ:

12. HİSSE SENETLERİNDEN ELDE EDİLEN KAZANÇLAR

12.1. Kar Paylarının Vergilendirilmesi

Hisse senetleri üzerinden elde edilen kâr payları, geçici 67 nci madde kapsamı dışında olduğundan bu madde kapsamında tevkifata tabi değildir.

- Tam Mükellef Kurumlardan Elde Edilen Kâr Paylarının Beyanı

Gelir Vergisi Kanununun 22 nci maddesinin (3) numaralı fıkrası uyarınca, tam mükellef kurumlardan elde edilen kâr paylarının yarısı gelir vergisinden istisna olup, istisna sonrası kalan tutarın, aynı Kanunun 86 ncı maddesinin (1) numaralı fıkrasının (c) bendinde yer alan beyan haddini (**2025 takvim yılı için 330.000 TL**) aşması halinde mükellefler tarafından yıllık gelir vergisi beyannamesi ile beyan edilecektir.

Beyan edilen tutar üzerinden hesaplanan gelir vergisinden kâr payı ödemesi esnasında Gelir Vergisi Kanununun 94 üncü maddesine göre yapılan %15 (9286 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararıyla 22.12.2024 tarihinden itibaren uygulanmak üzere) oranındaki tevkifatın tamamı mahsup edilebilecektir.

- Dar Mükellef Anonim ve Limited Şirketlerden Elde Edilen Kâr Paylarının Beyanı

Gelir Vergisi Kanununun 22 nci maddesinin (4) numaralı fıkrası uyarınca, kanuni ve iş merkezi Türkiye’de bulunmayan anonim ve limited şirket niteliğindeki kurumlardan elde edilen kâr paylarının yarısı,

- Bu kurumların ödenmiş sermayesinin en az %50’sine sahip olunması ve
- Kâr payının elde edildiği takvim yılına ilişkin yıllık gelir vergisi beyannamesinin verilmesi gereken tarihe kadar Türkiye’ye transfer edilmesi,

şartıyla gelir vergisinden istisna olup, istisna sonrası kalan tutar mükellefler tarafından yıllık gelir vergisi beyannamesi ile beyan edilecektir.

12.2. Alım-Satım Kazançlarının Vergilendirilmesi

Geçici 67 nci madde kapsamında tevkifat uygulamasına konu olan hisse senetleri ve bu hisse senedi endekslerine dayalı olarak yapılan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, Borsa İstanbul’da işlem gören aracı kuruluş varantları dahil olmak üzere hisse senetleri (menkul kıymetler yatırım ortaklıkları hisse senetleri hariç) ve hisse senedi yoğun fonların katılma paylarından elde edilen kazançlar için tevkifat oranı %0 olarak uygulanmaktadır.

Ayrıca, tam mükellef kurumlara ait olup Borsa İstanbul’da işlem gören ve bir yıldan fazla süreyle elde tutulan hisse senetlerinin elden çıkarılmasından elde edilen gelirler tevkifata tabi olmayacağı gibi bu gelirler için Gelir Vergisi Kanununun mükerrer 80 inci maddesi de uygulanmayacağından değer artışı kazancı olarak yıllık gelir vergisi beyannamesi verilmesi de söz konusu değildir.

• 1.1.2006 Tarihinden İtibaren İktisap Edilen Hisse Senetlerinin Alım-Satım Kazançlarının Vergilendirilmesi

1.1.2006 tarihinden itibaren iktisap edilen hisse senetlerinin alım-satım kazançları geçici 67 nci madde hükümleri çerçevesinde tevkifata tabidir.

Gerçek kişilerin tevkifata tabi hisse senedi alım-satım kazançlarına uygulanan tevkifat oranı, 2008/14272 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı uyarınca tüm tam ve dar mükellef gerçek kişiler için %0 olarak belirlenmiştir.

Söz konusu gelirler için yıllık veya münferit beyanname verilmeyecektir.

• 1.1.2006 Tarihinden Önce İktisap Edilen Hisse Senetlerinin Alım-Satım Kazançlarının Vergilendirilmesi

1.1.2006 tarihinden önce iktisap edilen hisse senetleri alım-satım kazançları için geçici 67 nci madde kapsamında tevkifat yapılması söz konusu değildir. Bu gelirler 31.12.2005 tarihinde geçerli olan mevzuat hükümlerine tabidir.

13. DEVLET TAHVİLİ VE HAZİNE BONOLARI FAİZ GELİRLERİ VE ALIM SATIM KAZANÇLARI

Devlet tahvili ve Hazine bonoları faiz gelirleri ve alım-satım kazançları geçici 67 nci madde kapsamında tevkifata tabidir.

• 1.1.2006 Tarihinden İtibaren İhraç Edilen Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarının Vergilendirilmesi

1.1.2006 tarihinden itibaren ihraç edilecek olan Devlet tahvili ve Hazine bonolarından elde edilecek olan faiz gelirleri ile bunların alım satım kazançları üzerinden yapılmakta olan %15'lik tevkifat oranı, 27.9.2010 tarihli ve 2010/926 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı uyarınca 1.10.2010 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere tam ve dar mükellef gerçek kişiler için %10 olarak belirlenmiştir.

Ancak, Hazine ve Maliye Bakanlığınca ihraç edilen **altına dayalı devlet iç borçlanma senetleri** 22.9.2017 tarihli ve 2017/10840 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı gereği %0 oranında tevkifata tabidir.

Diğer taraftan, 22.12.2021 - 30.6.2026 tarihleri (bu tarih dâhil) arasında iktisap edilen, Hazine ve Maliye Bakanlığınca ihraç edilen Devlet tahvili ve Hazine bonolarından elde edilen gelir ve kazançlar için tevkifat oranı 21.12.2021 tarihli ve 4937 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ve 18.12.2025 tarihli ve 10706 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı gereğince %0 olarak uygulanmaktadır.

Nihai olarak tevkifat yoluyla vergilenen bu gelirler için yıllık beyanname verilmeyecektir.

• 1.1.2006 Tarihinden Önce İhraç Edilen Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarının Vergilendirilmesi

1.1.2006 tarihinden önce ihraç edilen Devlet tahvili ve Hazine bonosu faiz gelirleri ile alım-satım kazançları geçici 67 nci madde kapsamında tevkifata tabi olmayacaktır.

Bu gelirlerin vergilendirilmesi 31.12.2005 tarihinde geçerli olan mevzuat hükümlerine göre yapılacaktır. Dolayısıyla, söz konusu tahvil ve bonoların ihraç tarihi ile Türk lirası cinsinden ihraç edilip edilmediğine bağlı olarak indirim oranı uygulanacaktır.

Alım-satım kazançları da 31.12.2005 tarihinde geçerli olan mevzuat hükümlerine göre beyan yoluyla vergilendirilecektir.

Yurt Dışında İhraç Edilen Menkul Kıymetlerden (Eurobond) Elde Edilen Faiz Gelirleri ve Alım-Satım Kazançlarının Beyanı

Yurt dışında ihraç edilen menkul kıymetlerden (Eurobond) elde edilen faiz gelirleri ve alım-satım kazançları ihraç tarihi ne olursa olsun geçici 67 nci madde kapsamında tevkifat uygulaması dışında olduğundan, Eurobond faiz gelirlerinin, 2025 yılına ilişkin beyan haddi olan 330.000 TL'yi aşması halinde mükellefler tarafından beyan edilmesi gerekmektedir.

Alım-satım kazancında ise maliyet bedeli endekslemesi sonucu kalan tutar ne olursa olsun beyan edilecektir.

Dar mükellefiyete tabi olanların Eurobond gelirleri nedeniyle beyanname vermeleri söz konusu değildir.

14. ÖZEL SEKTÖR TAHVİL/BONO GELİRLERİ

Özel sektör tahvil ve bonolarına ilişkin faiz gelirleri ile alım-satım kazançları geçici 67 nci madde kapsamında tevkifata tabidir.

• 1.1.2006 Tarihinden İtibaren İhraç Edilen Özel Sektör Tahvil/Bonolarının Vergilendirilmesi

1.1.2006 tarihinden itibaren yurt içinde ihraç edilen özel sektör tahvil/ bono faiz gelirleri ve alım-satım kazançları aynı durumdaki Devlet tahvili/Hazine bonusu gelirleri gibi geçici 67 nci madde kapsamında nihai olarak tevkifat yoluyla vergilendirilmektedir.

Bu çerçevede, özel sektör tahvillerinden elde edilen gelirlere uygulanan tevkifat oranı, 27.9.2010 tarihli ve 2010/926 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı uyarınca 1.10.2010 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere tam ve dar mükellef gerçek kişiler için %10 olarak belirlenmiştir.

Ancak, 6362 sayılı Kanuna göre Sermaye Piyasası Kurulunca onaylanmış finansman bonolarından sağlanan gelirler ile bunların elden çıkarılmasından doğan kazançlar için geçerli olan tevkifat oranı 23.5.2020 tarihli ve 2569 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile %15 olarak belirlenmiştir. Söz konusu Cumhurbaşkanlığı Kararının yayımı tarihinden önce iktisap edilen finansman bonolarından sağlanan kazançlar üzerinden ise %10 oranında tevkifat yapılacaktır.

İndirimli Oran Uygulaması ve Sonrası

Öte yandan, söz konusu tevkifat oranları;

- 23.12.2020 ile 30.4.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında iktisap edilen, bankalar tarafından ihraç edilen tahvil ve bonolardan elde edilen gelir ve kazançlar için 22.12.2020 tarihli ve 3321 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ve 27.12.2023 tarihli ve 8002 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %0, %3 ve %5,

- 1.5.2024 ile 31.10.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında iktisap edilenler için 30.4.2024 tarihli ve 8434 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %2,5, %5 ve %7,5,

- 1.11.2024 ile 31.1.2025 tarihi (bu tarih dâhil) arasında iktisap edilenler için 31.10.2024 tarihli ve 9075 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %5, %7,5 ve %10,

olarak belirlenmiş olup, 31.1.2025 tarihli ve 9487 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile indirimli oran uygulamasına son verilerek 1.2.2025 tahinden itibaren iktisap edilen tahvil ve bonolardan elde edilen gelirler için genel tevkifat oranlarına (% 10, %15) dönmüştür.

• 1.1.2006 Tarihinden Önce İhraç Edilen Özel Sektör Tahvil/Bonolarının Vergilendirilmesi

1.1.2006 tarihinden önce ihraç edilen özel sektör tahvil/bono faiz gelirleri ve alım-satım kazançları aynı durumdaki Devlet tahvili/Hazine bonusu gelirleri gibi beyan yoluyla vergilendirilmektedir.

Tam mükellef kurumlar tarafından yurt dışında ihraç edilen tahviller, Gelir Vergisi Kanununun geçici 67 nci maddesi kapsamına giren menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası araçlarından olmadığından, geçici 67 nci madde kapsamında tevkifata tabi değildir.

15. KİRA SERTİFİKALARINDAN ELDE EDİLEN GELİR VE KAZANÇLAR

Her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymetler olan kira sertifikaları geçici 67 nci maddenin (1) numaralı fıkrası kapsamında nihai olarak tevkifat yoluyla vergilendirilmektedir.

Bu çerçevede, tam mükellef varlık kiralama şirketleri tarafından Türkiye’de ihraç edilen kira sertifikaları üzerinden elde edilen gelir ve kazançlar 2006/10731 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı gereğince %10 oranında tevkifata tabi tutulacaktır.

Ancak, bu sertifikaların 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun uyarınca kurulan varlık kiralama şirketlerince ihraç edilen **altına dayalı kira sertifikalarından** olması halinde uygulanacak olan tevkifat oranı %0 olacaktır.

Diğer taraftan, 24.5.2020 tarihinden itibaren iktisap edilen varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen **bir yıldan kısa vadeli kira sertifikalarından** sağlanan gelirler ve bunların elden çıkarılmasından doğan kazançlar 23.5.2020 tarihli ve 2569 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı gereğince %15 oranında tevkifata tabidir.

İndirimli Oran Uygulaması ve Sonrası

Öte yandan, söz konusu tevkifat oranları;

- 23.12.2020 ile 30.4.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında iktisap edilen, fon kullanıcısının bankalar olduğu varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen kira sertifikalarından elde edilen gelir ve kazançlar için 22.12.2020 tarihli ve 3321 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ve 27.12.2023 tarihli ve 8002 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %0, %3 ve %5,

- 1.5.2024 ile 31.10.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında iktisap edilenler için 30.4.2024 tarihli ve 8434 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %2,5, %5 ve %7,5,

- 1.11.2024 ile 31.1.2025 tarihi (bu tarih dâhil) arasında iktisap edilenler için 31.10.2024 tarihli ve 9075 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %5, %7,5 ve %10,

olarak belirlenmiş olup, 31.1.2025 tarihli ve 9487 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile indirimli oran uygulamasına son verilerek 1.2.2025 tahinden itibaren iktisap edilen kira sertifikalarından elde edilen gelirler için genel tevkifat oranlarına (%10, %15) dönmüştür.

Ayrıca, 2006/10731 sayılı Bakanlar Kurulu Kararına 21.12.2021 tarihli ve 4937 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile eklenen geçici 4 üncü madde kapsamında; 22.12.2021 tarihi ile 30.6.2026 tarihi (bu tarih dâhil) arasında iktisap edilen 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun uyarınca kurulan varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen kira sertifikalarından elde edilen gelir ve kazançlar için tevkifat oranı 21.12.2021 tarihli ve 4937 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı, 31.1.2025 tarihli ve 9487 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı, 30.4.2025 tarihli ve 9769 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı, 31.7.2025 tarihli ve 10154 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile 18.12.2025 tarihli ve 10706 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı gereğince %0 olarak uygulanacaktır.

Nihai olarak tevkifat yoluyla vergilenen bu gelirler için yıllık beyanname verilmeyecektir.

Tam mükellef kurumlar tarafından yurt dışında ihraç edilen kira sertifikaları ise Gelir Vergisi Kanununun geçici 67 nci maddesi kapsamına giren menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracı sayılmadığından, geçici 67 nci madde kapsamında tevkifata tabi değildir.

16. MEVDUAT FAİZLERİ

• 24.12.2012 tarihli ve 2012/4116 sayılı Bakanlar Kurulu Kararında yapılmış olan düzenlemeler çerçevesinde; mevduat faizleri vadelere göre %15, %12 ve %10 oranlarında tevkifata tabidir.

İndirimli Oran Uygulaması ve Sonrası

Öte yandan, söz konusu tevkifat oranları;

• 30.9.2020 ile 30.4.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenenler için 29.9.2020 tarihli ve 3032 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ve 27.12.2023 tarihli ve 8002 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %0, %3 ve %5,

• 1.5.2024 ile 31.10.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenenler için 30.4.2024 tarihli ve 8434 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %2,5, %5 ve %7,5,

• 1.11.2024 ile 31.1.2025 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenenler için 31.10.2024 tarihli ve 9075 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %5, %7,5 ve %10,

olarak belirlenmiş olup, 31.1.2025 tarihli ve 9487 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile indirimli oran uygulamasına son verilerek 1.2.2025 tahinden itibaren açılan veya vadesi yenilenen hesaplardan elde edilecek gelirler için genel tevkifat oranlarına (% 10, %12 ve %15) dönülmüştür.

8.7.2025 tarihli ve 10041 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile 9.7.2025 tarihinden itibaren açılan veya vadesi yenilenen 1 yıldan uzun vadeli hesaplardan elde edilecek gelirler için %10 oranı korunurken, 1 yıla kadar vadeli hesaplar ile vadesiz ve 6 aya kadar vadeli hesaplardan elde edilen gelirler için oranlar %15 ve %17,5 şeklinde değiştirilmiştir.

• Ayrıca, döviz tevdiat hesaplarına yürütülen faizler için geçerli olan tevkifat oranları 20.3.2019 tarihli ve 842 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı uyarınca vadelere göre %20 ve %18 olarak belirlenmiş iken; bu oranlar, 27.6.2023 tarihli ve 7332 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile döviz tevdiat hesaplarına yürütülen faizler için vade ayrımı olmaksızın %25 olarak yeniden belirlenmiştir.

Geçici 67 nci madde kapsamında;

• Enflasyon oranına bağlı olarak değişken faiz oranı uygulanan 1 yıldan uzun vadeli hesaplardan elde edilen faiz gelirleri için 30.4.2019 tarihli ve 1015 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı uyarınca %0 oranında,

tevkifat yapılmaktadır.

İndirimli Oran Uygulaması ve Sonrası

Diğer taraftan,

Kur korumalı vadeli mevduat hesapları ile döviz tevdiat hesaplarından dönüşüm kuru üzerinden Türk lirasına çevrilen mevduat hesaplarından elde edilen faiz gelirlerine uygulanan tevkifat oranı;

• 30.9.2020 ile 31.7.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 24.12.2021 tarihli ve 4970 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vade ayrımı olmaksızın %0,

• 1.8.2024 ile 31.10.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 31.7.2024 tarihli ve 8775 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %2,5, %5 ve %7,5,

• 1.11.2024 ile 31.1.2025 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 31.10.2024 tarihli ve 9075 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %5, %7,5 ve %10,

Altın cinsinden mevduat hesaplarından dönüşüm fiyatı üzerinden Türk lirasına çevrilen mevduat hesaplarından elde edilen faiz gelirlerine uygulanan tevkifat oranı;

• 30.9.2020 ile 31.7.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 24.12.2021 tarihli ve 5046 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vade ayrımı olmaksızın %0,

• 1.8.2024 ile 31.10.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 31.7.2024 tarihli ve 8775 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %5 ve %7,5,

• 1.11.2024 ile 31.1.2025 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 31.10.2024 tarihli ve 9075 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %7,5 ve %10,

olarak belirlenmiş olup, 31.1.2025 tarihli ve 9487 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile indirimli oran uygulamasına son verilmiştir.

Diğer taraftan, 1.2.2025 tarihinden itibaren açılan veya vadesi yenilenen;

• Kur korumalı vadeli mevduat hesapları ile döviz tevdiat hesaplarından dönüşüm kuru üzerinden Türk lirasına çevrilen mevduat hesaplarından; 6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli olanlarda %15, 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli olanlarda %12, 1 yıldan uzun vadeli olanlarda %10,

• Altın cinsinden mevduat hesaplarından dönüşüm fiyatı üzerinden Türk lirasına çevrilen mevduat hesaplarından; 6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli olanlarda %15, 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli olanlarda %12,

oranında tevkifat yapılmakta iken;

8.7.2025 tarihli ve 10041 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile 9.7.2025 tarihinden itibaren açılan veya vadesi yenilenen;

• Kur korumalı vadeli mevduat hesapları ile döviz tevdiat hesaplarından dönüşüm kuru üzerinden Türk lirasına çevrilen mevduat hesaplarından; 6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli olanlarda %17,5, 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli olanlarda %15,

• Altın cinsinden mevduat hesaplarından dönüşüm fiyatı üzerinden Türk lirasına çevrilen mevduat hesaplarından; 6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli olanlarda %17,5, 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli olanlarda %15,

oranında tevkifat yapılmakta olup, bu gelirler için yıllık beyanname verilmeyecektir.

Yurt Dışında Yerleşik Vatandaşlarca Mevduat ve Katılım Sistemi Kapsamında Yurt Dışı Bankalardan Yapılan Transferler

Diğer taraftan, yurt dışında yerleşik vatandaşların mevduat ve katılım sistemi kapsamında yurt dışı bankalardan transfer edilen döviz tutarları karşılığında bankalarda açacakları Türk lirası mevduat hesaplarından elde edilen gelirler de kur korumalı vadeli mevduat hesapları ile döviz tevdiat hesaplarından dönüşüm kuru üzerinden Türk lirasına çevrilen mevduat hesaplarıyla aynı vergileme esaslarına tabidir.

Tevkifat uygulamasında gelir sahibinin gerçek/ tüzel kişi ya da tam/dar mükellef olmasının veya elde edilen gelirin vergiden istisna olup olmamasının önemi bulunmamaktadır.

17. KATILIM BANKALARINDAN ELDE EDİLEN GELİRLER

Faizsiz olarak kredi verenlere ödenen kâr payları ile kâr ve zarar ortaklığı belgesi karşılığı ödenen kâr payları geçici 67 nci maddeye istinaden %15 oranında,

Katılım bankaları tarafından katılma hesabı karşılığında ödenen kâr payları 24.12.2012 tarihli ve 2012/4116 sayılı Bakanlar Kurulu Kararında yapılmış olan düzenlemeler çerçevesinde; vadelere göre %15, %12 ve %10 oranlarında tevkifata tabidir.

Ayrıca, katılım bankalarının döviz katılma hesaplarına ödenen kâr payları 20.3.2019 tarihli ve 842 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı uyarınca vadelere göre %20 ve %18 oranlarında tevkifata tabi iken, 27.6.2023 tarihli ve 7332 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vade ayrımı olmaksızın tüm döviz katılma hesapları %25 oranında tevkifata tabi tutulacaktır.

İndirimli Oran Uygulaması ve Sonrası

Öte yandan söz konusu tevkifat oranları;

- 30.9.2020 ile 30.4.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 29.9.2020 tarihli ve 3032 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ve 27.12.2023 tarihli ve 8002 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %0, %3 ve %5,

- 1.5.2024 ile 31.10.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 30.4.2024 tarihli ve 8434 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %2,5, %5 ve %7,5,

- 1.11.2024 ile 31.1.2025 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 31.10.2024 tarihli ve 9075 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %5, %7,5 ve %10,

olarak belirlenmiş olup, 31.1.2025 tarihli ve 9487 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile indirimli oran uygulamasına son verilerek genel tevkifat oranlarına dönmüştür (%10, %12 ve %15).

8.7.2025 tarihli ve 10041 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile 9.7.2025 tarihinden itibaren açılan veya vadesi yenilenen 1 yıldan uzun vadeli hesaplardan elde edilecek gelirler için %10 oranı korunurken, 1 yıla kadar vadeli hesaplar ile vadesiz, özel cari hesaplar ve 6 aya kadar vadeli hesaplardan elde edilen gelirler için oranlar %15 ve %17,5 şeklinde değiştirilmiştir.

Kur korumalı vadeli katılma hesapları ile döviz cinsinden katılım fonu hesaplarından dönüşüm kuru üzerinden Türk lirasına çevrilen katılma hesaplarından elde edilen kar paylarına uygulanan tevkifat oranı;

- 30/9/2020 ile 31/7/2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 24.12.2021 tarihli ve 4970 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vade ayrımı olmaksızın %0,

- 1/8/2024 ile 31/10/2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 31.7.2024 tarihli ve 8775 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %2,5, %5 ve %7,5,

- 1.11.2024 ile 31.1.2025 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 31.10.2024 tarihli ve 9075 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %5, %7,5 ve %10,

Altın cinsinden katılım fonu hesaplarından dönüşüm fiyatı üzerinden Türk lirasına çevrilen katılma hesaplarından elde edilen kar paylarına uygulanan tevkifat oranı;

- 30/9/2020 ile 31/7/2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 24.12.2021 tarihli ve 4970 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vade ayrımı olmaksızın %0,

- 1/8/2024 ile 31/10/2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 31.7.2024 tarihli ve 8775 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %5 ve %7,5,

- 1.11.2024 ile 31.1.2025 tarihi (bu tarih dâhil) arasında açılan veya vadesi yenilenen hesaplar için 31.10.2024 tarihli ve 9075 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile vadelere göre %7,5 ve %10,

olarak belirlenmiş olup, 31.1.2025 tarihli ve 9487 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile indirimli oran uygulamasına son verilerek genel tevkifat oranlarına dönmüştür.

Diğer taraftan, 1.2.2025 tarihinden itibaren açılan veya yenilenen;

- Kur korumalı vadeli katılma hesapları ile döviz cinsinden katılım fonu hesaplarından dönüşüm kuru üzerinden Türk lirasına çevrilen katılma hesaplarından; 6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli olanlarda %15, 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli olanlarda %12, 1 yıldan uzun vadeli olanlarda %10,
- Altın cinsinden katılım fonu hesaplarından dönüşüm fiyatı üzerinden Türk lirasına çevrilen katılma hesaplarından; 6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli olanlarda %15, 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli olanlarda %12,

oranında tevkifat yapılmakta iken;

8.7.2025 tarihli ve 10041 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile 9.7.2025 tarihinden itibaren açılan veya vadesi yenilenen;

- Kur korumalı vadeli katılma hesapları ile döviz cinsinden katılım fonu hesaplarından dönüşüm kuru üzerinden Türk lirasına çevrilen katılma hesaplarından; 6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli olanlarda %17,5, 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli olanlarda %15,
- Altın cinsinden katılım fonu hesaplarından dönüşüm fiyatı üzerinden Türk lirasına çevrilen katılma hesaplarından; 6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli olanlarda %17,5, 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli olanlarda %15,

oranında tevkifat yapılmaktadır.

Bu gelirler için yıllık beyanname verilmeyecektir.

Yurt Dışında Yerleşik Vatandaşlarca Mevduat ve Katılım Sistemi Kapsamında Yurt Dışı Bankalardan Yapılan Transferler

Diğer taraftan, yurt dışında yerleşik vatandaşların mevduat ve katılım sistemi kapsamında yurt dışı bankalardan transfer edilen döviz tutarları karşılığında bankalarda açacakları katılma hesaplarından elde edilen kâr payları da kur korumalı vadeli katılma hesapları ile döviz cinsinden katılım fonu hesaplarından dönüşüm kuru üzerinden Türk lirasına çevrilen katılma hesaplarıyla aynı vergileme esaslarına tabidir.

Tevkifat uygulamasında gelir sahibinin gerçek/tüzel kişi ya da tam/dar mükellef olmasının veya elde edilen gelirin vergiden istisna olup olmamasının önemi bulunmamaktadır.

18. REPO GELİRLERİ

Repo işlemlerinden elde edilen gelirler geçici 67 nci maddenin (4) numaralı fıkrasında yer alan hükümler çerçevesinde %15 oranında tevkifata tabi olup, bu gelirler için yıllık beyanname verilmeyecektir.

Tevkifat uygulamasında gelir sahibinin gerçek/tüzel kişi ya da tam/dar mükellef olmasının veya elde edilen gelirin vergiden istisna olup olmamasının önemi bulunmamaktadır.

19. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON SÖZLEŞMELERİNDEN ELDE EDİLEN GELİRLER

Geçici 67 nci maddenin (13) numaralı fıkrasına göre, bankaların ve aracı kurumların taraf olduğu veya bunlar aracılığıyla yapılan; belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte

ekonomik veya finansal göstergelere dayalı olarak düzenlenenler de dahil olmak üzere, para veya sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve döviz alım, satım, değiştirme hak ve/veya yükümlülüğünü veren vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile döviz, kıymetli madenler ve Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenen diğer varlıklar üzerine yapılan kaldıraçlı işlemlere ilişkin sözleşmeler geçici 67 nci madde uygulamasında diğer sermaye piyasası aracı addolunacaktır.

Dolayısıyla, bankalar veya aracı kurumlar, bu nitelikte bir işlem yapmaları halinde; vadeli işlem veya opsiyon sözleşmesinin hükmünden yararlanıldığı anda, sözleşmeye baz alınan kıymetin piyasa fiyatına göre oluşan değeri ile işlem fiyatına göre oluşan değeri arasındaki fark üzerinden sözleşmenin sona erdiği tarih itibarıyla tevkifat yapacaklardır.

2009/14580 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile 2006/10731 sayılı Kararnamede yapılan değişiklik ile hisse senedi ve hisse senedi endekslerine dayalı olarak yapılan sözleşmelerden elde edilen gelirler üzerinden %0 oranında, hisse senedi ve hisse senedi endekslerine dayalı olarak yapılanlar dışında kalan sözleşmelerden elde edilen gelirler üzerinden ise %10 oranında tevkifat yapılmaktadır.

Söz konusu tevkifat oranları hem tam hem de dar mükellef gerçek kişiler için geçerlidir.

20. YATIRIM FONU KATILMA PAYLARINDAN ELDE EDİLEN GELİRLER

Sermaye Piyasası Mevzuatına göre sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilen yatırım fonu katılma paylarından elde edilen gelirler geçici 67 nci maddenin (1) numaralı fıkrası kapsamında nihai olarak tevkifat yoluyla vergilendirilmekte olup, bu gelirler için yıllık beyanname verilmeyecektir.

İndirimli Oran Uygulaması ve Sonrası

Yatırım fonlarından (değişken, karma, eurobond, dış borçlanma, yabancı, serbest fonlar ile unvanında “döviz” ifadesi geçen yatırım fonları hariç) elde edilen gelir ve kazançlar için söz konusu tevkifat oranı;

- 23.12.2020 ile 30.4.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında iktisap edilen fonlar için 22.12.2020 tarihli ve 3321 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ve 27.12.2023 tarihli ve 8002 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı gereği %0,

- 1.5.2024 ile 31.10.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında iktisap edilen fonlar için 30.4.2024 tarihli ve 8434 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ve 31.7.2024 tarihli ve 8775 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı gereği %7,5,

olarak belirlenmiştir.

31.10.2024 tarihli ve 9075 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile yatırım fonları için indirimli oran uygulamasına son verilerek 1.11.2024 ile 31.1.2025 tarihi (bu tarih dâhil) arasında iktisap edilen fonlar için genel tevkifat oranına (%10) dönmüştür.

Tevkifat oranı;

- 1.2.2025 tarihinden itibaren iktisap edilen fonlar için, 31.1.2025 tarihli ve 9487 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı gereği %15,

- 9.7.2025 tarihinden itibaren iktisap edilen fonlar için, 8.7.2025 tarihli ve 10041 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı gereği %17,5,

olarak belirlenmiştir.

Öte yandan, hisse senedi yoğun fonların katılma paylarının elden çıkarılmasından doğan gelirler ise 2012/3141 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı gereği geçici 67 nci madde kapsamında hisse senetlerinin

tabi olduğu vergileme esaslarına tabi olduğundan, bu gelirler üzerinden %0 oranında tevkifat yapılacaktır.

Diğer taraftan, iki yıldan fazla süreyle elde tutulan gayrimenkul yatırım fonu ve girişim sermayesi yatırım fonu katılma paylarından elde edilen kazançlar için oran, 3.9.2021 tarihli ve 4454 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararıyla %0 olarak yeniden belirlenmiş olup, mükelleflerce bu gelirler için de beyanname verilmeyecektir.

Sürekli olarak portföyünün en az %51'i Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının bir yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma paylarının elden çıkarılmasından elde edilen gelirler ise tevkifat kapsamında değildir. Bir yıllık sürenin hesaplanmasında, katılma payının iktisap tarihinin esas alınması gerekmektedir.

Söz konusu fonlardan katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılabilen, Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu'nda işlem görmeyen ve fon portföyüne alınacak varlık ve işlemlere ilişkin herhangi bir oransal sınırlamaya tabi olmayanların (TEFAS'ta işlem görmeyen serbest fonlar) katılma payları ise bir yıldan fazla süreyle elde tutulmuş olsa bile bunların elden çıkarılmasından elde edilen gelirler tevkifat kapsamındadır.

21. VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER, İPOTEĞE DAYALI MENKUL KIYMETLER, İPOTEK TEMİNATLI MENKUL KIYMETLER VE VARLIK TEMİNATLI MENKUL KIYMETLERDEN ELDE EDİLEN GELİR VE KAZANÇLAR

Varlığa dayalı menkul kıymetler, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, ipotek teminatlı menkul kıymetler ve varlık teminatlı menkul kıymetlerden elde edilen gelir ve kazançlar geçici 67 nci maddenin (1) numaralı fıkrası kapsamında %10 oranında tevkifat yoluyla vergilendirilmekte olup, bu gelirler için yıllık beyanname verilmeyecektir.

İndirimli Oran Uygulaması ve Sonrası

6362 sayılı Kanun kapsamında kurulan ipotek finansmanı kuruluşları (bu şirketlerin kurucusu olduğu varlık finansmanı fonları ve konut finansmanı fonları dâhil) tarafından ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, ipotek teminatlı menkul kıymetler ve varlık teminatlı menkul kıymetlerden elde edilen gelir ve kazançlar için tevkifat oranı;

- 28.6.2022 ile 30.4.2024 tarihi (bu tarih dâhil) arasında iktisap edilenler için 27.6.2022 tarihli ve 5752 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile 27.12.2023 tarihli ve 8002 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı gereği %5,

- 1.5.2024 ile 31.1.2025 tarihi (bu tarih dâhil) arasında iktisap edilenler için 30.4.2024 tarihli ve 8434 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile 31.10.2024 tarihli ve 9075 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı gereği %7,5,

olarak belirlenmiş olup, 31.1.2025 tarihli ve 9487 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile indirimli oran uygulamasına son verilerek genel tevkifat oranına (% 10) dönmüştür.

22. YATIRIM ORTAKLIKLARI HİSSE SENETLERİNİN ALIM SATIM KAZANÇLARI

22.1. Alım-Satım Kazançlarının Vergilendirilmesi

Sermaye Piyasası Mevzuatına göre sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilen yatırım ortaklıkları hisse senetleri vergi uygulaması bakımından anonim şirket hisse senedi gibi değerlendirilmekle birlikte, hisse senetlerinin elden çıkarılmasından doğan gelirler geçici 67 nci

maddenin (1) numaralı fıkrası kapsamında menkul kıymetler yatırım ortaklıkları hisse senetleri hariç olmak üzere %0 oranında tevkifat yoluyla vergilendirilmektedir.

Dolayısıyla, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin elden çıkarılmasından doğan kazançlar geçici 67 nci madde kapsamında %10 oranında tevkifata tabidir.

22.2. Kâr Paylarının Vergilendirilmesi

Söz konusu yatırım ortaklıkları hisse senetlerinden elde edilen kâr payları ise geçici 67 nci madde kapsamında tevkifata tabi olmayıp, kâr payının dağıtımı aşamasında Gelir Vergisi Kanununun 94 üncü maddesi gereği tevkifat yoluyla vergiye tabi tutulduktan sonra, aynı Kanunun 22 nci, 75 inci ve 86 ncı maddesinde yer alan hükümler çerçevesinde beyan yoluyla vergilendirilmektedir.

23. DARPANE SERTİFİKALARI ÜZERİNDEN ELDE EDİLEN KAZANÇLARIN VERGİLENDİRİLMESİ

T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü tarafından ihraç edilmekte olan darphane sertifikalarından elde edilen kazançlar geçici 67 nci maddenin (1) numaralı fıkrası kapsamında tevkif yoluyla vergilendirilmekte olup, tevkifat oranı 14.9.2022 tarihli ve 6036 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı gereğince %0'dır.

24. GEÇİCİ 67 NCİ MADDE KAPSAMINDAKİ KAZANÇLARIN TİCARİ FAALİYET KAPSAMINDA ELDE EDİLMESİ

Geçici 67 nci madde kapsamında tevkifata tabi tutulan gelirlerin ticari faaliyet kapsamında elde edilmesi durumunda, bu gelirler ticari kazanç hükümlerine göre vergilendirileceğinden ticari kazançlarla ilgili olarak verilen beyannameye dâhil edilecektir.

Beyan edilen gelir üzerinden hesaplanan gelir vergisinden geçici 67 nci madde hükmü çerçevesinde tevkif edilen vergiler mahsup edilecektir. Mahsup sonrası kalan bir tutarın bulunması halinde bu tutar, genel hükümler çerçevesinde red ve iade edilir.

Ancak geçici 67 nci maddenin (2) ve (3) numaralı fıkraları kapsamında tevkif suretiyle ödenen verginin, işlemten doğan kazancın tâbi olduğu tevkifat oranı ile çarpımı sonucu bulunacak tutarı aşan kısmı yıllık beyannameye hesaplanan vergiden mahsup edilmez.

25. DAR MÜKELLEF GERÇEK KİŞİLERİN GEÇİCİ 67 NCİ MADDE KAPSAMINDA YAPACAKLARI İŞLEMLER

Türkiye'de yerleşmiş olmayan gerçek kişiler vergi mevzuatımızda dar mükellef olarak kabul edilmekte olup, sadece Türkiye içinde elde ettikleri kazanç ve iratlar üzerinden vergilendirilmektedirler.

Dar mükelleflerin 2025 takvim yılı içinde geçici 67 nci madde kapsamında elde ettikleri gelirlerin vergilendirilmesi bu Rehberin ilgili bölümlerinde açıklandığı şekilde yapılacaktır.

Dar mükellef kişilerin, geçici 67 nci madde kapsamında Türkiye'deki finansal araçlara kendileri veya yurt dışındaki portföy yönetim şirketleri vasıtasıyla yatırım yapabilmeleri ve çifte vergilendirmeyi önleme anlaşmaları hükümlerinden yararlanabilmeleri için vergi kimlik numarası almaları gerekmektedir.

Vergi kimlik numarası alınabilmesi için dar mükellef gerçek kişilerin pasaportlarının noter onaylı bir örneği ya da vergi dairesi yetkililerince onaylanmak üzere, aslı ve fotokopisini, dar mükellef kurumların ise kendi ülkelerinde geçerli kuruluş belgesinin Türkiye'nin o ülkede bulunan temsilcilüğince onaylı Türkçe bir örneğini veya yabancı dilde onaylı kuruluş belgesinin tercüme bürolarınca tercüme

edilmiş Türkçe bir örneğini ilgili vergi dairesine ibraz etmeleri gerekmektedir. Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti vatandaşları için nüfus cüzdanının ibrazı yeterli olacaktır.

Ayrıca, bankalar ve aracı kurumlar ile saklamacı kuruluşlar kendilerine işlem yapmak için müracaat eden ancak vergi kimlik numarası ibraz edemeyen yabancı müşterileri için, 7.11.2003 tarihli ve 48244 sayılı Genel Yazı ekinde bulunan **“Yabancılar İçin Vergi Kimlik Numarası Talep Formu”** nu doldurmak suretiyle toplu olarak vergi kimlik numarası alabileceklerdir.

Bankalar ve aracı kurumların bu şekilde toplu olarak vergi kimlik numarası alabilmeleri için, dar mükellef gerçek kişi ve kurumlarca vergi dairesine sunulması gereken bu belgeleri, **“Yabancılar İçin Vergi Kimlik Numarası Talep Formu”**na ekleyerek İstanbul Defterdarlığı Boğaziçi Vergi Dairesi Müdürlüğüne göndermeleri gerekmektedir.

Geçici 67 nci madde kapsamında Türkiye’deki finansal araçlara şahsi olarak veya yurt dışındaki portföy yönetim şirketleri vasıtasıyla yatırım yapan dar mükellef gerçek kişilerin, çifte vergilendirmeyi önleme anlaşmaları hükümlerinden yararlanabilmeleri (ilgili anlaşma hükümlerine göre vergilendirilmemesi veya düşük oranda vergilendirilmesi) için ilgili ülkenin yetkili makamları tarafından düzenlenen mukimlik belgesinin aslı ile Türkçe tercümesinin noterce veya bu ülkedeki Türk Konsolosluklarınca tasdik edilen örneğinin, banka ve aracı kurumlar vasıtasıyla veya doğrudan ilgili vergi dairesine (**Boğaziçi Vergi Dairesi**) ibraz edilmesi gerekmektedir.

26. İHTİYARİ BEYAN NEDİR, NEREYE, NASIL VE NE ZAMAN YAPILIR?

Gelir Vergisi Kanununun geçici 67 nci maddesi kapsamında tevkifata tabi tutulan ve yıllık veya münferit beyanname ile beyan edilmeyeceği belirtilen menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılmasından doğan kazançlar için dar mükellefler de dâhil olmak üzere takvim yılı itibarıyla yıllık beyanname verilebilecektir.

Bu gelirlerin beyanı, 269 Seri Numaralı Gelir Vergisi Genel Tebliği ekinde yer alan **“Gelir Vergisi Kanununun Geçici 67/11 inci Maddesine Göre İhtiyari Beyanda Bulunan Mükellefler İçin”** düzenlenen Yıllık Gelir Vergisi Beyannamesiyle, **izleyen yılın Mart ayının başından son günü akşamına kadar** yapılacaktır.

Geçici 67 nci madde kapsamında tevkif edilen vergilerin mahsup ve iadesine imkân sağlayan bu beyan ihtiyari bir beyan olup, bu imkândan yararlanılabilmesi için ihtiyari beyanın kanuni süresinde yapılması gerekmektedir. Süresi geçtikten sonra yapılan ihtiyari beyanlara dayanılarak işlem yapılması mümkün değildir.

İhtiyari beyan, tam mükelleflerce ikametgâhlarının bulunduğu yer vergi dairesine, öteden beri mükellef olanlar için ise bağlı oldukları vergi dairesine yapılacaktır.

Dar mükellefler ise ihtiyari beyanlarını İstanbul **Defterdarlığı Boğaziçi Vergi Dairesi Müdürlüğü’ne** yapacaklardır.

Söz konusu beyan sadece menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının alım-satımına ilişkin olarak yapılacak olup, faiz ve itfa gelirlerinin beyanı söz konusu değildir.

Alım-satım işlemlerine ilişkin olarak beyan edilecek kazançlara uygulanacak oran;

- Paylara ve pay endekslerine dayalı olarak yapılan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile Borsa İstanbul’da işlem gören aracı kuruluş varantları dâhil olmak üzere paylardan (menkul kıymetler yatırım ortaklıkları hisse senetleri hariç) elde edilen kazançlar için %0,

- Hisse senedi yoğun fonların katılma paylarından, iki yıldan fazla süreyle elde tutulan girişim sermayesi yatırım fonu ve gayrimenkul yatırım fonu katılma paylarından elde edilen kazançlar için %0, diğer yatırım fonu katılma paylarından elde edilen kazançlar için %17,5,

- Hazine ve Maliye Bakanlığınca ihraç edilen altına dayalı devlet iç borçlanma senetlerinden, Darphane sertifikalarından ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun uyarınca kurulan varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen altına dayalı kira sertifikalarından elde edilen kazançlar için %0,

- 6362 sayılı Kanuna göre Sermaye Piyasası Kurulunca onaylanmış finansman bonolarından ve varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen bir yıldan kısa vadeli kira sertifikalarından sağlanan gelirler ile bunların elden çıkarılmasından doğan kazançlar için %15,

- Diğer kazançlar için %10,

olarak tespit edilmiştir.

Beyan edilen gelir üzerinden hesaplanan vergiden yıl içinde tevkif edilen vergiler mahsup edilecektir. Mahsup ve mahsup sonrası kalan tutarın iade işlemleri **252 Seri Numaralı Gelir Vergisi Genel Tebliği**ndeki açıklamalara göre yapılacaktır.

Mahsup ve iadenin yapılabilmesi için tevkif yoluyla kesilen vergilerin beyannameye dâhil edilen kazançlara ilişkin olması şarttır.

Alım satım işlemlerine ilişkin olarak yapılacak ihtiyari beyanda, aynı türden menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin olması şartıyla yıl içinde oluşan zararların tamamı mahsup edilebilecektir. Aynı tür menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçları ile ilgili olarak bu Rehberde yer alan **“Aynı Tür Menkul Kıymet ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları Nelerdir?”** başlığı altında yer alan sınıflandırma esas alınacaktır. Konuyla ilgili detaylı açıklamalar **269 Seri Numaralı Gelir Vergisi Genel Tebliği**’nde yer almaktadır.

27. GVK GEÇİCİ 67 NCİ MADDE UYGULAMASININ BEYANINA İLİŞKİN ÖRNEKLER

Mükellef (A)’nın 2024 takvim yılında (X) Bankası aracılığıyla yapmış olduğu menkul kıymet alım-satımına ilişkin bilgiler ile ihtiyari beyana ilişkin hesaplamalar aşağıda gösterilmiştir:

Tarih	Menkul Kıymet Türü	Kar / Zarar	Tevkifat Matrahı	Tevkifat Oranı (%)	Vergi
Şubat-2025	Borsa İstanbul’da İşlem Gören Hisse Senedi	200.000	200.000	0	-
Mart-2025	Tahvil*	180.000	180.000	10	18.000
Mart-2025	Döviz Forward	30.000	30.000	10	3.000
Nisan-2025	Borsa İstanbul’da İşlem Gören Hisse Senedi	50.000	50.000	0	-
Mayıs-2025	Tahvil*	100.000	100.000	10	10.000
Mayıs-2025	Döviz Forward	30.000	30.000	10	3.000
Ağustos-2025	Hisse Senedi Varantı	-50.000	-	0	-
Eylül-2025	Borsa İstanbul’da İşlem Gören Hisse Senedi	180.000	180.000	0	0
Eylül-2025	Döviz Varantı	-72.000	-	10	-
Ekim-2025	Yatırım Fonu Katılma Payı**	50.800	50.800	10	5.080
Kasım-2025	Tahvil*	-80.000	-	10	-
Kasım-2025	Hisse Senedi Varantı	-80.000	-	0	-

Aralık-2025	Yatırım Fonu Katılma Payı**	-30.000	-	10	-
Aralık-2025	Hisse Senedi Yoğun Fon Katılma Payı	100.000	-	0	-

* Tahvillerin, bankalar tarafından ihraç edilmediği varsayılmıştır.

** Yatırım fonu katılma paylarının 1.11.2024 ile 31.1.2025 tarihleri arasında iktisap edildiği varsayılmıştır.

Beyan edilen gelirler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Menkul Kıymet Türü	Beyan Edilen Gelir (TL)	Kar / Zarar (TL)	Tevkifat Oranı (%)	Hesaplanan Vergi (TL)	Yıl İçinde Tevkif Edilen Vergi (TL)	İade Tutarı (TL)
Sabit Getirili Menkul Kıymetler (Tahvil)	200.000	200.000	10	20.000	28.000	8.000
Değişken Getirili Menkul Kıymetler (Hisse Senedi)	400.000	400.000	0	0	0	-
Diğer Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	-	-12.000	10	-	6.000	6.000
Yatırım Fonu Katılma Belgeleri ve Yatırım Ortaklığı Hisse Senetleri	20.800	20.800	10	2.080	5.080	3.000

Bu hesaplamalara göre mükellef (A)'nın Yıllık Gelir Vergisi Beyannamesi (GVK Geçici 67/11 inci Maddesine Göre İhtiyari Beyanda Bulunan Mükellefler İçin)'ni aşağıdaki şekilde doldurması gerekmektedir.

No	MENKUL KIYMET TÜRÜ	Kar (TL)	Zarar (TL)	Tevkif Edilen Vergi (TL)
19	Sabit Getirili Menkul Kıymetler	200.000		28.000
20	Değişken Getirili Menkul Kıymetler	400.000		-
21	Diğer Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları		-12.000	6.000
22	Yatırım Fonları Katılma Belgeleri ve Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetleri	20.800		5.080
24	TOPLAM	(a) 620.800	(b) -12.000	(c) 39.080

Vergi Bildirimi

No	Açıklama	Vergi Bildirimi Tutar (TL)
25	Vergiye Tabi Gelir (24a)	620.800
26	Hesaplanan Gelir Vergisi	22.080
27	Yıl İçinde Tevkif Edilen Vergiler (24c)	39.080
28	Ödenmesi Gereken Gelir Vergisi (26 - 27)	
29	İadesi Gereken Gelir Vergisi (27 - 26)	17.000
30	Damga Vergisi	1.189,50

Mükellef (A)'nın 2025 takvim yılına ilişkin işlemleriyle ilgili olarak 17.000 TL'lik iade hakkı bulunmakta olup, fazla kesilen bu verginin mahsup ve iadesi ancak ihtiyari beyannamenin süresinde (1-31 Mart 2026 tarihleri arasında) verilmesi durumunda mümkün bulunmaktadır.

KAYNAKÇA

- 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK).
- 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn).
- II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği.
- II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği.
- II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği.
- II-19.1 sayılı Kâr Payı Tebliği.
- II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği.
- II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği.
- II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği.
- II-27.3 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği.
- II-31A.1 sayılı Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği.
- III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği.
- III-56.1 sayılı Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği.
- VII-128.1 sayılı Pay Tebliği.
- VII-128.5 sayılı Bireysel Portföylerin ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Performans Sunumuna ve Ücretlendirilmesine İlişkin Tebliğ.
- VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği.
- Borsa İstanbul Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği.
- Borsa İstanbul Kotasyon Yönergesi.
- Borsa Pay Piyasası Prosedürü.
- Borsa İstanbul Özsermaye Hallerinde Payların Teorik/Referans Fiyatlarının Belirlenmesi Prosedürü.
- Gelir İdaresi Başkanlığı (Şubat/2026): G.V.K. Geçici 67'nci Madde Uygulaması İle İlgili Olarak Gerçek Kişilere Yönelik Vergi Rehberi (Yayın No: 598).
- SPK Özel Durumlar Rehberi.
- SPK Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber.