

Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları

SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 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





Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları

SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 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 çalışma SPK Uzmanları tarafından hazırlanmıştır.

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

30 Haziran 2017

SINAV ALT KONU BAŞLIKLARI

Sermaye Piyasası Araçları 1

1. Paylar ve Pay Benzeri Menkul Kıymetler
 - 1.1. Kavramsal Çerçeve
 - 1.2. Pay Tebliği VII-128.1
2. Borçlanma Araçları
 - 2.1. Kavramsal Çerçeve
 - 2.2. Borçlanma Araçları Tebliği VII-128.8
3. Yatırım Fonu Katılma Payları
 - 3.1. Kavramsal Çerçeve
 - 3.2. Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1
4. Türev Araçlar
5. Kamu Borçlanma Araçları

KISALTMALAR

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

İÇİNDEKİLER

1. PAYLAR ve PAY BENZERİ MENKUL KIYMETLER	6
1.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	6
1.1.1. Genel Olarak Pay	6
1.1.2. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Pay	7
1.1.3. Pay Türleri	9
1.1.4. Payların Sağladığı Hak ve Yükümlülükler	11
1.1.5. Pay Benzeri Menkul Kıymetler	13
1.2. PAY TEBLİĞİ.....	14
1.2.1. Tebliğin Kapsamı ve Temel Kavramlar.....	16
1.2.2. Halka Açılma	18
1.2.3. Sermaye Artırımları	32
1.2.4. Sermaye Azaltımı.....	46
1.2.5. Halka Arzlarda Özellikli Durumlar	50
1.2.6. Payların Borsada İşlem Gören Niteliğe Dönüştürülmesi.....	54
1.2.7. Paylara İlişkin Ortak Hükümler	55
1.2.8. Payları Borsada İşlem Görmeyen Halka Açık Ortaklıklar.....	61
1.2.9. Katılma İntifa Senetlerinin İhracına İlişkin Esaslar	64
ÖRNEK SORULAR.....	68
2. BORÇLANMA ARAÇLARI	69
2.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	69
2.1.1. Kıymetli Evrak.....	69
2.1.2. Kıymetli Evrak ve Menkul Kıymet İlişkisi.....	70
2.1.3. Kıymetli Evrak, Menkul Kıymet ve Sermaye Piyasası Aracı İlişkisi.....	71
2.1.4. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Borçlanma Araçları ve Halka Arz İlişkisi.....	74
2.1.5. Borçlanma Araçlarının Tanımı	75
2.1.6. Türk Ticaret Kanununda Borçlanma Araçları ve Sağladığı Haklar.....	76
2.2. BORÇLANMA ARAÇLARI TEBLİĞİ.....	79
2.2.1. Borçlanma Araçlarının İhracına İlişkin Genel Esaslar	81
2.2.2. Tahviller	92
2.2.3. Paya Dönüştürülebilir Tahviller.....	94
2.2.4. Değiştirilebilir Tahviller	98
2.2.5. Finansman Bonoları	100
2.2.6. Kıymetli Maden Bonoları	101
2.2.7. Diğer Borçlanma Araçları.....	101
ÖRNEK SORULAR.....	103
3. YATIRIM FONU KATILMA PAYLARI	105
3.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	105
3.1.1. Kolektif Yatırımın Yeri.....	105
3.1.2. Bir Süreç Olarak Kolektif Yatırım ve Kuruluşları.....	106
3.1.3. Yatırım Fonu	109
3.1.4. Yatırım Fonlarına Hâkim Olan Temel İlkeler	110
3.2. YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN ESASLAR TEBLİĞİ	111
3.2.1. Fon Malvarlığı	113
3.2.2. Kurucunun Yetki ve Sorumluluğu	114
3.2.3. Şemsiye Fona İlişkin Genel Esaslar.....	114
3.2.4. Şemsiye Fon İçtüzüğü.....	116

3.2.5. Şemsiye Fon Türleri.....	116
3.2.6. Fonun Unvanı.....	118
3.2.7. Şemsiye Fonun Kuruluşu.....	121
3.2.8. Katılma Paylarının İhracı ve Halka Arzı	122
3.2.9. Portföy Sınırlamaları.....	127
3.2.10. Fon Türlerine Özel Esaslar	135
3.2.11. Şemsiye Fonun ve Fonun Sona Ermesi, Devri ve Yapılandırılması	139
3.2.12. Diğer Esaslar.....	141
ÖRNEK SORULAR.....	144
4. TÜREV ARAÇLAR.....	145
4.1. TÜREV ARAÇLAR.....	145
4.1.1. Türev Araç Türleri	145
4.1.2. Türev Araçların Kullanım Yerleri	156
4.1.3. Türev Araçların Faydaları.....	157
4.1.4. Türev Araçların İşlem Gördüğü Yerler	158
4.2. TÜREV ARAÇLARIN GELİŞİMİ.....	162
4.2.1. Türev Araçların Ortaya Çıkışı	162
4.2.2. Türev Araç ve Piyasalarının Tarihçesi.....	164
4.3. TÜRKİYE'DE TÜREV ARAÇLAR.....	165
4.3.1. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Türev Araçlar	165
4.3.2. Türev Araçlara İlişkin Düzenlemeler.....	168
4.3.3. Türev Araçlara İlişkin Piyasalar	169
4.3.4. İşlem Gören Türev Araçlar	170
ÖRNEK SORULAR.....	178
5. KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI.....	179
5.1. KAMUNUN BORÇLANMASI	179
5.1.1. İç ve Dış Borçlanma.....	180
5.1.2. Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanma.....	182
5.2. KAMU FİNANSMANI DÜZENLEMELERİ.....	183
5.2.1. Kamu Finansmanı Kavramı	183
5.2.2. Kamu Finansmanı Mevzuatı ile Sermaye Piyasası Mevzuatı İlişkisi	184
5.3. KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI.....	187
5.3.1. İç Borçlanma Araçları.....	187
5.3.2. Dış Borçlanma Araçları	189
5.4. DİBS İHRAÇ YÖNTEMLERİ ve PİYASA YAPICILIĞI.....	189
5.5. DİBS'LERİN VERGİLENDİRİLMESİ.....	190
ÖRNEK SORULAR.....	192
KAYNAKÇA.....	193

1. PAYLAR ve PAY BENZERİ MENKUL KIYMETLER

1.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1.1. Genel Olarak Pay

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

Bir payın itibari değeri Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nin 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.

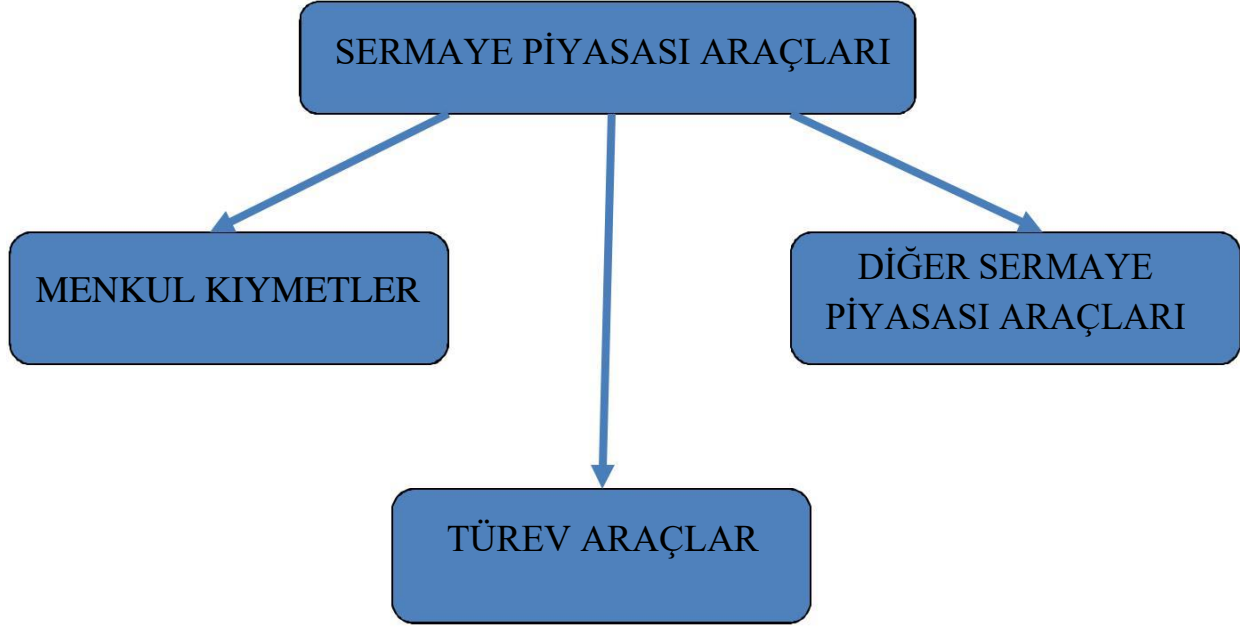
Pay ortaklığa karşı bölünmez; ancak bir payın birden fazla sahibi olması halinde, bu kişiler ortaklığa karşı haklarını ancak ortak bir temsilci aracılığıyla kullanabilirler. Söz konusu temsilcinin atanmaması durumunda, pay sahiplerinden birine yapılacak tebligat diğer pay sahiplerine de yapılmış kabul 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 payların 1 TL nominal değerli hisse senetleri basılarak senede bağlandığını varsayalım. Bu durumda, 1 TL nominal değerli her bir hisse senedi ortaklığın sermayesinin milyonda birine katılım hakkı vermektedir.

Ortaklığın genel kurul toplantısına katılmak isteyen bir ortağın sahip olduğu hisse senetlerini belgelendirmesi gerekmektedir. Bu belgelendirme, nama yazılı hisse senetleri için pay sahipleri defterine kayıt ile yapılırken, hamiline yazılı hisse senetleri için ibraz edilmesi veya bir yere depo edilerek depo edildiğine ilişkin belgenin sunulması şeklinde yapılabilmektedir.

1.1.2. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Pay

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



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

Pay, sermaye piyasası mevzuatı açısından da önemli bir kavram olup, yatırımcının sermayeye yaptığı katkıyı temsil etmekte ve ikincil piyasada (yani borsada) işlem görmesi suretiyle piyasa fiyatı oluşmaktadır. Bu nedenle, payın fiyatını etkileyebilecek her türlü bilginin tam ve zamanında piyasada bulunması gereklidir. Aksi takdirde, yani yatırımcılar arasında bilgi farklılığının bulunduğu hallerde, pay borsada aktif olarak işlem görmeyecek veya fiyatı tam ve doğru olarak oluşmayacaktır. Dolayısıyla, pay, sermaye piyasası mevzuatında, sermaye piyasası aracı olarak işlem görmesi nedeniyle önemli olduğundan çeşitli düzenlemelere tabi tutulmuştur.

Payın, borçlanma araçlarından farklı olarak bir vadesi ve belirli bir getirisi yoktur. Payın getirisi temel olarak kâr payı, tasfiye sonucuna katılım ve değer artış kazancından oluşmaktadır.

Ortaklığın süresiz faaliyet gösterdiği dikkate alındığında, tasfiye sonucuna katılımın getirisi önemini yitirmektedir. Dolayısıyla, sağlanan getiri ortaklığın kârlılığına ve başarılı bir faaliyet göstermesine bağlı olarak değişebilmektedir. Ortaklığın faaliyetlerini zararlı sonuçlandırması durumunda, kâr payı alınamadığı gibi, ortaklığın değerinin düşmesi yoluyla zarara uğranması da söz konusu olmaktadır.

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

Senede bağlanmış olsun veya olmasın bütün anonim ortaklıkların paylarının sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilmesi mümkün değildir. Sermaye piyasası aracı niteliğindeki paylar, payları borsada işlem gören ortaklıklara ait paylar ile pay sahibi sayısı beş yüzü aşması nedeniyle Kanuna tabi olan anonim ortaklıklara ait paylardır.

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

Payları borsada işlem gören ortaklıklar için, payların üzerindeki mülkiyet ve sair haklar Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) nezdinde kayden izlenir. Sadece ortak sayısı nedeniyle Kanun kapsamında olan ortaklıklar için paylarının MKK nezdinde kayden izlenmesi zorunluluğu bulunmamaktadır.

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

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

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

1.1.3. Pay Türleri

a) Nama ve Hamiline Yazılı Paylar

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

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

b) Adi ve İmtiyazlı Paylar

Sahiplerine sağladığı 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, itibari değeri eşit olan payların eşit pay vermesi kuralının istisnasını teşkil eder.

TTK hükümleri uyarınca imtiyaz; kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, adi paylara nazaran bazı paylara tanınan üstün bir hak veya kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkıdır. Görüldüğü üzere imtiyaz, pay sahibine değil paya tanınır. Pay sahibi imtiyazlı paya sahip olması nedeniyle, söz konusu imtiyazları kullanabilir duruma gelir. Oyda imtiyaz, eşit itibari değerdeki paylara farklı sayıda oy hakkı verilerek tanınabilir ve TTK uyarınca istisnai haller hariç bir paya en çok onbeş oy hakkı tanınabilir. Ancak, oyda imtiyaz esas sözleşme değişikliği ile ibra ve sorumluluk davası açılması kararlarında kullanılamaz.

c) Bedelli ve Bedelsiz Paylar

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

Bedelli paylar ise, şirketlerin yeni fon kaynağı temin etmek amacıyla yaptıkları nakit sermaye artırımları sonucunda ihraç ettikleri paylardır. Bu paylar, nominal değerinden veya daha yüksek bir fiyattan satılabilir. Bedelli paylar, yeni pay alma haklarının kullanılması suretiyle mevcut ortaklara satılabileceği gibi ortaklığa yeni ortaklar kazandırmak amacıyla diğer yatırımcılara da satılabilmektedir.

d) Primli ve Primsiz Paylar

Üzerinde yazılı değer (nominal değer) ile ihraç edilen paylar primsiz, nominal değerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen paylar ise primli pay olarak tanımlanabilir. Payları borsada nominal değerinden yüksek bir tutarda işlem gören ortaklıkların nakit sermaye artırımlarında, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların borsada ikincil piyasada primli olarak satılması zorunludur. Ayrıca, kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda primli ve nominal değer altında pay ihracı konusunda yönetim kuruluna yetki verilebilmektedir.

e) Kurucu ve İntifa Payları

İntifa payları, genel kurul tarafından esas sözleşme hükümleri uyarınca veya esas sözleşme hükümleri değiştirilerek, bedeli kanuna uygun olarak yok edilen payların sahipleri,

alacaklılar veya bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar lehine çıkarılır. İntifa payları, ortaklığın kuruluşu aşamasında hizmetleri bulunan kişilere verilmek üzere çıkarılmış ise, “kurucu intifa payı” veya kısaca “kurucu payı” olarak adlandırılır.

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

f) İtibari Değeri Olan ve Olmayan Paylar

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

Ancak, 6362 sayılı SPKn'nun kolektif yatırım kuruluşlarının düzenlendiği III. Kısım Dördüncü Bölümde yer alan ‘Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları’ başlıklı 50 nci maddesinin ikinci fıkrasında “*Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının paylarının itibari değeri bulunmaz.*” hükmüne yer verilmesi suretiyle mevzuatımıza itibari değeri olmayan pay kavramı kazandırılmıştır. Kanunun 51 inci maddesinde de, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında TTK'nın anonim şirketlerde esas sermayeye, asgari sermaye miktarına, nominal değere, sermaye artırım ve azaltımı usulüne, pay taahhüdü ve ödenmesine ve benzeri (vb.) hükümlerinin uygulanmayacağı belirtilmiştir. Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında, sermayeyi temsil eden payların itibari değeri bulunmadığından bu ortaklıkların sermayesi her zaman net aktif değerine eşittir. Net aktif değer ise, ortaklığın varlıklarının toplamından borçlarının toplamı düşülmesi suretiyle bulunan tutardır.

1.1.4. Payların Sağladığı Hak ve Yükümlülükler

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

a) Mali Haklar

- Hazırlık dönemi faizi alma hakkı,
- Kar payı alma hakkı,
- Tasfiye halinde tasfiye bakiyesine katılım hakkı,
- Geri alma hakkı,
- Bedelsiz pay alma hakkı,
- Yeni pay alma hakkı,

- Şartlı sermaye artırımında önerilmeye muhatap olma hakkı,
- Ortaklıktan çıkma (ayrılma) hakkı,
- Ortaklıktan çıkarma hakkı,
- Sermayenin korunmasını isteme hakkı,
- Ortaklığın temel yapısının korunmasını isteme hakkı,

b) İdari Haklar

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

c) Dava Hakları

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

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

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

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

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

1.1.5. Pay Benzeri Menkul Kıymetler

“Pay benzeri menkul kıymetler” kavramı gerek anonim ortaklıklar gerekse kıymetli evrak hukukuna yabancı bir kavramdır. Ancak, 6362 sayılı Kanun ile yapılan menkul kıymet tanımında pay ile birlikte sayılmak suretiyle sermaye piyasası mevzuatına girmiştir. Ayrıca, Kanunun 128 inci maddesinin birinci fıkrasında, sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası araçlarına ilişkin usul ve esasları düzenleme konusunda Kurula yetki verilmiştir. Kurul bu yetkisini kullanarak pay benzeri menkul kıymetlere ilişkin düzenlemeler yapabilecektir.

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

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

Söz konusu kavram Kanunda tanımlanmamakla birlikte, Pay Tebliğinde sermayede temsil edilmesi zorunlu olmayan, sabit bir getiri taahhüdü barındırmayan, pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını veren ve bu nitelikte olduğu Kurulca belirlenen menkul kıymetler olarak tanımlanmıştır. Yapılan tanımdan hareketle “pay benzeri menkul kıymetler”in nitelik bakımından ihraççı ortaklığın bünyesinden çıkan ve ona doğrudan etki eden bir nitelik göstermesi gerektiği anlaşılmaktadır. Bu menkul kıymetlerin sermayede temsil edilmesi şart değildir; ancak pay sahiplerinde olduğu gibi, pay benzeri menkul kıymetlerin sahiplerinin menfaatleri de ihraççıya bağlıdır. Başka bir deyişle, borçlanma araçlarında olduğu gibi sabit bir getiri taahhüdü içermemektedir. Sağlayacağı menfaatler ilgili dönem içerisindeki koşullara bağlı olarak değişkenlik gösterebilecektir.

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

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

1.2. PAY TEBLİĞİ

Kurulun VII-128.1 sayılı “Pay Tebliği”, 6362 sayılı SPKn’nun 12, 16, 18, 33 ve 128 inci maddeleri ile 130 uncu maddesinin üçüncü fıkrasına dayanılarak yayımlanmıştır. Pay Tebliği’nin numarasını aldığı 128 inci madde Kurulun görev ve yetkilerine; diğer maddeler ise sermaye piyasası araçlarının satışı, halka açık ortaklık statüsünün kazanılması, kayıtlı sermaye sistemi, halka açık ortaklıklara ilişkin ortak hükümler ve Kurul ücretine ilişkin düzenlemeleri içermektedir. Söz konusu Kanun hükümleri hakkında daha ayrıntılı bilgi için Kanun ile dar ve geniş kapsamlı sermaye piyasası mevzuatına ilişkin hazırlanan dokümanlara bakılabilir.

Pay Tebliği, 22 Haziran 2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmış olup Tebliğin ‘Fiyat tespit raporu ile analist ve değerlendirme raporları’ başlıklı 29 uncu maddesinin

üçüncü fıkrası 1 Ocak 2014 tarihinde, diğer maddeleri ise yayımı tarihinden bir ay sonra yürürlüğe girmiştir. Tebliğin bazı maddeleri, 27 Şubat 2015 tarih ve 29280 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan VII-128.1.a sayılı “Pay Tebliği (VII-128.1)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” ile değiştirilmiş olup, yapılan değişiklikler yayımlandığı tarih itibarıyla yürürlüğe girmiştir.

Pay Tebliğinde yer alan tutarların her yıl Maliye Bakanlığınca ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı dikkate alınarak Kurulca yeniden belirlenmesi esas olup, yeniden belirlenmiş tutarlar Kurul Bülteni ile ilan edilmektedir. Ancak Kurul tarafından bu Tebliğde yer alan tutarların yeniden değerlendirilmesine karar verilebilmektedir. Kurul, 06.01.2017 tarih ve 2017/1 sayılı Kurul Bülteninde ilan edilen 2017 yılı için yeniden değerlendirilmiş rakamların belirlendiği 06.01.2017 tarih ve 1/18 sayılı kararında, yüklenim zorunluluğunun tespitine ilişkin 5 inci madde ile satışa hazır hale getirilecek pay oluşturulmasına ilişkin 9 uncu madde hükümleri dışında yer alan tutarlarda 2017 yılı için yeniden değerlendirme yapılmamasına karar vermiştir. Buna karşılık, hariç tutulan söz konusu maddelerde de rakamları 2017 yılı için artırmayarak 2016 yılı seviyesinde bırakmıştır. Bu nedenle, Tebliğ’deki tutarın yeniden değerlendirme katsayısı dikkate alınarak yeniden belirlenmiş 2017 yılı için geçerli olan tutarları metin içerisinde, Tebliğde yer alan tutarları ise dipnotlarda verilmiştir.

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

1.2.1. Tebliğin Kapsamı ve Temel Kavramlar

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

- a) Halka açık olmayan ortaklıkların ortaklarının mevcut paylarının veya bu ortaklıklarca sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak payların halka arzı,
- b) Halka açık ortaklıkların ortaklarının mevcut paylarının veya bu ortaklıklarca sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak payların halka arzı,
- c) Halka açık ortaklıkların sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak paylarının halka arz edilmeksizin satışı,
- ç) Halka açık ortaklıkların şarta bağlı sermaye artırımını,
- d) Halka açık ortaklıkların sermaye azaltımı,
- e) Pay sahibi sayısının beş yüzü aşması nedeniyle payları halka arz olunmuş sayılan ortaklıkların halka açık ortaklık statüsüne kavuştuğunun Kurulca onaylanması,
- f) Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıkların paylarının borsada işlem görmesi,
- g) Gelişen İşletmeler Pazarı (GİP)'nda işlem görecekt ortaklıkların sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak paylarının halka arzı,
- ğ) Halka açık ortaklıkların kâr payından ve iç kaynaklardan karşılanacak sermaye artırımını,
- h) Pay benzeri menkul kıymetlerin ihraç edilmesi.

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

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

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

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

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

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

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

1.2.2. Halka Açılma

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

1.2.2.1. Payların İlk Halka Arzında Ön Koşullar

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

a) Sermaye Şartı

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

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

b) Kanun Kapsamından Çıkarılma Şartlarının Sağlanmaması

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

Anılan 8 inci maddede finansal tablo kalemlerinin büyüklüğü nedeniyle Kanun kapsamından çıkarılma koşulları sayılmaktadır. Buna göre, paylarını ilk defa halka arz etmek veya borsada işlem görmek üzere Kurula başvuran ortaklıkların Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış ve özel bağımsız denetimden geçmiş başvuru tarihinden önceki son iki yıla ait finansal tabloları itibarıyla;

- i) Aktif toplamının 11.600.000 (onbir milyon altıyüz bin)² Türk Lirasından az olmaması veya
- ii) Net satış hasılatının 5.800.000 (beş milyon sekizyüz bin)³ Türk Lirasından az olmaması ya da
- iii) Tescil edilmiş sermayesi ile kanuni yedek akçeler toplamının tamamının karşılıksız kalmaması

gereklidir. Buna karşılık, Kurul, yukarıdaki şartları sağlamayan ortaklıklar ile gerekli görülmesi halinde bu şartları sağlayan ortaklıkların paylarının sadece borsada nitelikli yatırımcılar arasında alım satıma konu edilmesini isteyebilir.

c) Tür Değiştiren Ortaklıklar

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların başvuru tarihinden önceki iki yıl içinde anonim ortaklığa dönüşmüş olması durumunda; dönüşüm öncesi bilançoda yer alan öz kaynak kalemlerinin, dönüşüm sonrası ortaklığın açılış bilançosunda sermaye hesabı altında bir toplulaştırma yapılmadan, bilançoda ayrı kalemler olarak dönüşüm öncesi şirketin devamı olacak şekilde gösterilmiş olması ve söz konusu hususun tespitine ilişkin mali müşavir raporunun düzenlenmesi zorunludur. Dönüşüm sonrasında, dönüşüm öncesindeki mevcut iç kaynakların sermayeye eklenebilmesi için, bunların sermayeye eklenmesinde ilgili mevzuat

² Tebliğdeki tutar on milyon Türk Lirasıdır.

³ Tebliğdeki tutar beş milyon Türk Lirasıdır.

açısından herhangi bir sakınca bulunmaması gerekmekte olup, bu şekilde gerçekleştirilen sermaye artırımını bu hükme aykırılık teşkil etmez. Bu hüküm kapsamına giren sermaye artırımlarının değerlendirilmesinde Tebliğin 16 ncı maddesinin ikinci fıkrasında belirtilen sermayeye ilave edilemeyecek kalemlere ilişkin hükümler kıyasen uygulanır.

Yukarıdaki hükme aykırılık durumunda, toplulaştırılarak tescil edilen sermayenin sicilden terkinin veya eş zamanlı sermaye azaltımı ve artırımını ile anılan hükme uyum sağlanır. Eş zamanlı sermaye azaltımı ve artırımını ile sermaye toplulaştırma yapılan tutar kadar azaltılırken, sermaye artışı yetkili organ onayından geçmiş dönüşüm öncesindeki son yıllık hesap dönemine ait finansal tablolarda yer alan sermayeye eklenebilir iç kaynaklardan ve/veya nakit olarak karşılanır.

d) İlişkili Taraf İşlemleri

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların izahnamelerinde 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. Söz konusu oranlara uyum sağlamak amacıyla, ortakların mevcut paylarının satışından elde edilecek fonun ilişkili taraflardan olan alacakların tahsilinde kullanılmasının ve ortaklığın bu hükmün dolanılmasına yol açacak şekilde tekrar alacaklı hale getirilmemesinin ortaklık ve halka arz edenler tarafından taahhüt edilmesi gerekir. Bu taahhüdün Kurulca uygun görülmesi durumunda bu hüküm uygulanmaz. İlişkili tarafın bir kamu kurumu olması halinde, ilişkili taraflardan olan alacakların hesaplanmasında kamu kurumundan olan alacaklar dikkate alınmaz.

e) Yetkili Kuruluşun Yüklenim Zorunluluğu ve Satış Yasağı

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

i) Yirmiüç milyon⁴ TL'nin altında olması durumunda satılamayan payların tamamı için,

ii) Yirmiüç milyon⁵ TL ile kırkaltı milyon⁶ TL arasında olması durumunda ise, satılamayan payların yirmiiki milyona kadar olan kısmının tamamı, aşan kısmının ise yarısı için,

⁴ Tebliğ'deki tutar yirmi milyon Türk Lirasıdır.

⁵ Tebliğ'deki tutar yirmi milyon Türk Lirasıdır.

⁶ Tebliğ'deki tutar kırk milyon Türk Lirasıdır.

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

Halka arz edilecek payların piyasa değerinin kırkaltı milyon⁷ TL'nin üzerinde olması durumunda yüklenimde bulunma zorunluluğu yoktur. Payları GİP'te işlem görecektir. Ortaklıklarda bu yükümlülük piyasa danışmanı tarafından da yerine getirilebilir. Bu tutarlar, fiyat aralığı ile talep toplanması halinde taban fiyat esas alınarak hesaplanır.

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

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

1.2.2.2. Payların Halka Arz Yöntemleri ve Bu Yöntemlere İlişkin Koşullar

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

- Sermaye artırımını yoluyla halka arz
- 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. Daha önce verdiğimiz Çuhadaroğlu Metal örneğinden devam edecek olursak 2016 yılında halka açılan Çuhadaroğlu Metal, sermaye artırımını ve mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini kullanmıştır.

⁷ Tebliğ'deki tutar kırk milyon TL olup, 2017 yılı için Kurulun 06.01.2017 tarih ve 2017/1 sayılı Bülteninde ilan edilen 06.01.2017 tarih ve 1/18 sayılı kararı ile kırkaltı milyon TL olarak belirlenmiştir.

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

a) Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz

i) Yeni Pay Alma Haklarının Sınırlandırılması

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

ii) Esas Sözleşme Değişikliği ve Sermaye Artırımı Başvurusu

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

Ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminde olması durumu hariç olmak üzere, TTK hükümleri çerçevesinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının kısmen ya da tamamen sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır. Ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminde olması durumunda ise söz konusu işlemler esas sözleşme ile yetkilendirilmesi halinde yönetim kurulunca yerine getirilir. Yeni pay alma haklarının kısmen veya tamamen sınırlandırılmasında TTK'nın 461 inci maddesinin ikinci fıkrasına⁸ uyulur.

⁸ TTK Md. 461- (2) Genel kurulun, sermayenin artırımına ilişkin kararı ile pay sahibinin rüçhan hakkı, ancak haklı sebepler bulunduğu takdirde ve en az esas sermayenin yüzde altmışının olumlu oyu ile sınırlandırılabilir veya kaldırılabilir. Özellikle, halka arz, işletmelerin, işletme kısımlarının, iştiraklerin devralınması ve işçilerin şirkete katılmaları haklı sebep kabul olunur. Rüçhan hakkının sınırlandırılması ve kaldırılmasıyla, hiç kimse şart dışında bu hüküm kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararına da uygulanır. Yönetim kurulu, rüçhan hakkının sınırlandırılmasının veya kaldırılmasının gerekçelerini; yeni payların primli ve primsiz çıkarılmasının sebeplerini; primin nasıl hesaplandığını bir rapor ile açıklar. Bu rapor da tescil ve ilan edilir.

Yeni pay alma haklarının kısmen kullandırılması durumunda ise TTK'nın 461 inci maddesinin üçüncü fıkrasına⁹ uyulur.

iii) İzahnamenin Onaylanması Başvurusu

Yukarıda belirtilen işlemlerin yerine getirilmesinden sonra Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca hazırlanmış izahname ile Tebliğin 3 numaralı ekinde, payları GİP'te işlem görecektir ortaklıklar bakımından ise Tebliğin 4 numaralı ekinde belirtilen belgelerin eklendiği bir dilekçe ile izahnamenin onaylanması için ortaklık veya yetkili kuruluş tarafından Kurula başvurulur.

Bu başvuru sırasında, esas sermaye sisteminde artırılacak sermayeyi temsil eden paylardan satılmayanlara ilişkin satın alma taahhütnamesi verilmesi zorunludur.

b) Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Arz

i) Halka Arz Edilecek Paylarla İlgili Şart

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

ii) Esas Sözleşme Değişikliği Başvurusu

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

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

iii) İzahnamenin Onaylanması Başvurusu

⁹ TTK Md. 461 - (3) Yönetim kurulu yeni pay alma hakkının kullanılabilmesinin esaslarını bir karar ile belirler ve bu kararda pay sahiplerine en az onbeş gün süre verir. Karar tescil ve 35 inci maddedeki gazetede ilan olunur. Ayrıca şirketin internet sitesine konulur.

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

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

iv) Ortaklığın Yükümlülüğü

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

1.2.2.3. Halka Açılma Sonrasında Uyulacak Esaslar

a) Pay Sahiplerine Yönelik Kısıtlama

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

Bir yıllık süre, payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların, izahnamenin onaylandığı tarihten önceki dönemde paylarına sahip olan girişim sermayesi yatırım ortaklıkları için bu payları elde ettikleri en son tarihte başlar. Ancak ortaklık paylarının ilk halka arzından önceki bir yıllık süre içerisinde dönüşüm suretiyle girişim sermayesi yatırım ortaklığı statüsü kazanmış ortaklıklar için yukarıda birinci paragrafta belirtilen esaslar geçerlidir.

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların paylarının halka arzına ilişkin izahnamenin onaylandığı tarih itibarıyla mevcut sermayede yüzde on ve üzeri pay sahibi olan ortaklar ile pay sahipliği oranına bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü elinde bulunduran

ortaklar halka açılma başvurusu sırasında, konuya ilişkin yazılı taahhüdü Kurula iletirler. Bu taahhüt ve içeriğine izahnamede yer verilir.

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

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

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

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

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

b) Satışa Hazır Bekletilen Paylar

i) İhraç İçin Gerekli Şartlar

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların ek satış hariç halka arz edilecek paylarının halka arz fiyatı baz alınarak hesaplanacak piyasa değerinin kırkaltı milyon¹⁰ TL’nin altında olması durumunda, halka arza ilişkin izahnamenin onaylanmasından önce halka arz edilecek *payların nominal değerinin yüzde yirmi beşine tekabül eden paylar* da ortakların yeni pay alma hakları tamamen kısıtlanmak suretiyle satışa hazır bir şekilde bekletilir. Bu durumda ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminde bulunması, Kurul onayına sunulan izahnamenin birden fazla belge olarak düzenlenmesi ve izahnamede konu hakkında gerekli bilgiye yer verilmesi zorunludur.

Fiyat aralığı ile talep toplanması durumunda, kırkaltı milyon¹¹ TL’nin hesaplanmasında, fiyat aralığının alt sınırı esas alınır. Örneğin, Çuhadaroğlu Metal 9.250.000,-TL nominal değerli payları sermaye artırımını kapsamında, 9.250.000,-TL nominal değerli payları ise ortak satış yoluyla halka arz etmiştir. Her bir payın birim pay fiyatı 2 TL olarak belirlendiğinden, halka arz edilen payların halka arz fiyatı baz alınarak hesaplanan değeri 37.000.000,-TL’dir. Söz konusu tutar Tebliğ’de belirlenen sınırın altında kaldığı için halka arz edilen toplam 18.500.000,-TL nominal değerli payın yüzde yirmibeşine tekabül eden 4.625.000,-TL nominal değerli payı satışa hazır bekletilmek üzere oluşturmuştur.

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

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

¹⁰ Tebliğdeki tutar kırk milyon Türk Lirasıdır.

¹¹ Tebliğdeki tutar kırk milyon Türk Lirasıdır.

edilmektedir. Ancak, imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kontrolünün elde edilemediği haller bu kapsamda değerlendirilmemektedir.

ii) Ortakların Satış Yasağı

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

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

iii) Kurul Ücreti

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

iv) Aracı Kurum Kullanma Şartı

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

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

v) Satışa Başlama Şartı

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

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

vi) Aracı Kurumun Sorumluluğu

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

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

vii) Satış Hakkının Ortadan Kalkması

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

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

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

viii) Bedelli Sermaye Artırımı Yasağı

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

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

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

1.2.2.4. Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler

a) Yapılabilecek Halka Arzlar

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

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

b) Kullanılan Fon ve Sınırlamaları

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

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

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

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

c) İzahnamede Bilgi Verilmesi

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

ilişkin herhangi bir belirleme yapılmamışsa durdurma yetkisinin aracı kurumda olduğu kabul edilir.

d) Süre ve İşlem Fiyatı

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

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

Ödünç alımlı ek pay satışının gerçekleştirilmesi halinde fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler ile ödünç alımlı ek pay satışının aynı aracı kurum tarafından gerçekleştirilmesi zorunludur. *Ek pay satışı*, talep toplama sonucunda toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde, fazla talebin karşılanması amacıyla azami nominal değeri daha önce belirlenen ve kamuya duyurulan payların dağıtımına tabi tutulacak toplam payların nominal değerine ilave edilmesini ifade etmektedir. *Ödünç alımlı ek pay satışı ise*, ek satışa konu payların ödünç alınmak suretiyle satışıdır.

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.

e) Kamuyu Aydınlatma

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

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

f) Yetkili Kuruluşun Sorumluluğu

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

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

Kurulun diğer düzenlemelerde yer alan piyasa yapıcılığına ilişkin hükümler saklıdır.

1.2.3.Sermaye Artırımları

Bu bölümün konusunu ortaklıkların bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları ile şarta bağlı sermaye artırımları ve nominal değerinde altı ay süreyle pay ihracı yoluyla sermaye artırımları oluşturmaktadır. Bu konular aşağıda başlıklar halinde incelenmektedir.

1.2.3.1. Bedelli Sermaye Artırımları

a) Kurula Başvuru Öncesi Yapılacak İşlemler

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

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

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

b) Kurula Başvuru

Yukarıda belirtilen işlemlerin tamamlanmasından sonra Tebliğin 3 numaralı ekinde, payları GİP listesinde bulunan ortaklıklar tarafından ise Tebliğin 4 numaralı ekinde belirtilen belgelerin eklendiği bir dilekçe ile sermaye artırımına ilişkin yetkili organ kararının tarihinden itibaren otuz gün içerisinde ortaklık ya da yetkili kuruluş tarafından izahnamenin onaylanması talebiyle Kurula başvuruda bulunulur. *GİP listesi*, GİP’te işlem görebilecek menkul kıymetleri gösterir listedir.

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

c) Sermaye Koyma Borcu

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

d) Sermaye Artırımında Özellikli Hususlar

Halka açık ortaklıklar tarafından yapılacak bedelli sermaye artırımlarında, sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması ve Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflara olan ve ortaklığa nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde kullanılacak olması durumunda gerçekleştirilecek sermaye artırımı, Kanunun 23 üncü maddesi¹² çerçevesinde önemli nitelikteki işlemler arasında sayılır. Bu durumda, söz konusu sermaye artırımına ilişkin Kurulca onaylı izahnamenin ihraççıya verilmesinden önce, Kanunun 29 uncu maddesi¹³ çerçevesinde ortaklara ayrılma hakkı verilmesi ve buna ilişkin işlemlerin tamamlanması gerekir.

Sermaye artırımından elde edilecek fonun ilişkili taraflara olan borcun kapanmasında kullanılmayacağı ortaklık tarafından beyan edilmiş olsa dahi, sermaye artırım başvurusu öncesinde kamuya açıklanan son dört döneme ilişkin finansal tablolarında, ilişkili taraflara nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan toplam borçların ortalamasının, söz konusu borçlar

¹² **MADDE 23** – (1) Halka açık ortaklıkların;

- a) Birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirme veya sona erme kararı alması,
- b) Mal varlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya üzerinde bir ayni hak tesis etmesi veya kiralaması,
- c) Faaliyet konusunu tümüyle veya önemli ölçüde değiştirmesi,
- ç) İmtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi,
- d) Borsa kotundan çıkması,

gibi hususlar bu Kanunun uygulanmasında önemli nitelikte işlem sayılır. Kurul, önemli nitelikteki işlemleri, önemlilik ölçüsü de dâhil olmak üzere bu nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları belirlemeye yetkilidir.

(2) Kurul, birinci fıkraya çerçevesinde düzenlenen zorunluluklara uyulmaksızın gerçekleştirilen işlemlerin ortadan kaldırılmasına yönelik Kurul kararının tebliği tarihinden itibaren otuz gün içinde işlem öncesi durumun aynen sağlanmaması hâlinde idari para cezası verebilir ve bu işlemlerin iptali için 6102 sayılı Kanunun genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümleri çerçevesinde dava açabilir.

¹³ **MADDE 29** – (1) Halka açık ortaklıklar genel kurullarını, toplantıya, esas sözleşmede gösterilen şekilde, ortaklığın internet sitesi ve Kamuyu Aydınlatma Platformu ile Kurulca belirlenen diğer yerlerde yayımlanan ilanla çağırarak zorundadırlar. Bu çağrı, ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere, toplantı tarihinden en az üç hafta önce yapılır. Bu fıkraya ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir.

(2) Nama yazılı ihraç edilmiş olup borsada işlem gören paylar hakkında 6102 sayılı Kanunun 414 üncü maddesinin birinci fıkrası uygulanmaz.

(3) Halka açık ortaklıkların genel kurul toplantılarında, ortaklık merkezinin yurt dışına taşınması ile bilanço zararlarının kapatılması için yükümlülük ve ikincil yükümlülük koyan kararlar hariç olmak üzere, bu Kanunda veya esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, 6102 sayılı Kanunun 418 inci maddesi uygulanır. Esas sözleşmelerde, 6102 sayılı Kanundaki hükmün içeriği yazılmaksızın yalnızca 6102 sayılı Kanuna veya ilgili madde numarasına atıf yapılmış olması aksine hüküm sayılmaz. Altıncı fıkraya hükmü saklıdır.

(4) Halka açık ortaklıkların genel kurullarında gündeme bağlılık ilkesine uyulmaksızın Kurulun görüşülmesini veya ortaklara duyurulmasını istediği hususların genel kurul gündemine alınması zorunludur.

(5) 6102 sayılı Kanunun 411 inci maddesinde azlığa tanınmış bulunan gündeme madde ekletme hakkı, halka açık ortaklıklarda gündem maddelerine ilişkin karar taslaklarının görüşmeye sunulmasını da kapsar.

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

dahil edilmemiş aktif toplamları ortalamasına oranı yüzde yirmiden fazla olan ortaklıklar hakkında da yukarıda belirtilen ayrılma hakkına ilişkin hükümler uygulanır.

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

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

e) **Halka Açık Ortaklıkların Yeni Pay Alma Haklarının Kullandırılması**

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

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

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

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

f) **Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu**

Ortaklıkların sermaye artırımında, yeni pay alma haklarının kullanımından sonra kalan payların veya yeni pay alma hakkı kullandırılmıyorsa artırılan sermayeyi temsil eden payların

ya da ortakların mevcut paylarının halka arzından önce tasarruf sahiplerine satış duyurusunun ilan edilmesi zorunludur.

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

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

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

g) Sermaye Artırımlarında Satış Sonrası İşlemler

i) Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Ortaklıklarda

Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıkların,

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

ii) Esas Sermaye Sistemindeki Ortaklıklarda

Esas sermaye sistemindeki ortaklıkların; süresi içinde satılmayan paylar için satış süresinin bitiminden itibaren üç iş günü içinde satın alma taahhüdünde bulunanlara müracaat

ederek satışı tamamlamaları, bu işlemi takiben, TTK hükümleri çerçevesinde sermaye artırımına ilişkin esas sözleşme değişikliğini ilgili ticaret siciline tescil ve TTSG’de ilan ettirmeleri ve sermaye artırımının tamamlandığını ve ortaklık ve/veya halka arz eden tarafından sağlanan toplam fon miktarını gösteren özel durum açıklaması yapmaları gerekir.

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

h) Payların Halka Arz Edilmeksizin Satışına Özgü Hususlar

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

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

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

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

Payları borsada işlem gören ortaklıkların sermaye artırımını suretiyle halka arz edilmeksizin gerçekleştirecekleri pay satışının borsanın ilgili pazarında ya da piyasasında gerçekleştirilmesi zorunludur. Bu işleme konu paylar, ortaklığın isteğine bağlı olarak borsada işlem görmeyen veya Tebliğ’in payların borsada işlem gören niteliğe dönüştürülmesine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın borsada işlem gören nitelikte oluşturulabilir. Borsanın ilgili pazarında ya da

piyahasında sermaye artırımı suretiyle halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek pay satışlarında, satış fiyatı borsa düzenlemelerine göre belirlenir. Ancak Kurul tarafından uygun görülmesi koşuluyla, *borsa düzenlemelerine göre farklı fiyattan satış* yapılması da mümkündür.

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

i) Halka Açık Ortaklıkların Paylarının İkincil Halka Arzı

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

1.2.3.2. Bedelsiz Sermaye Artırımları

a) İç Kaynaklardan Sermaye Artırımı

i) İç Kaynaklardan Sermaye Artırımında Aranılan Şartlar

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

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

dönem kârının da bulunması durumunda, bu hüküm çerçevesinde yapılacak hesaplamada dönem kârının etkisi dikkate alınmaz.

ii) Sermayeye Eklenemeyecek İç Kaynak Kalemleri

Aşağıda belirtilen kalemler sermayeye eklenemez:

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

iii) Geçmiş Yıllar Zararının Durumu

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

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

iv) Esas Sermaye Sistemindeki Ortaklıklarda Kurula Başvuru ve Tescil

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

Esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesine Kurulca uygun görüş verilmesini takiben Kuruldan alınan uygun görüş yazısı ve diğer belgeler ile birlikte Gümrük ve Ticaret Bakanlığına esas sözleşme değişikliğine izin verilmesi talebiyle başvuruda bulunulur. Gümrük ve Ticaret Bakanlığında izin alınmasından sonra söz konusu esas sözleşme değişikliğini ve sermaye artırımını görüşmek üzere genel kurul toplantıya çağrılır. Genel kurul toplantısında esas sözleşme değişikliğinin onaylanmasını takiben söz konusu genel kurul toplantı tutanağı ve

Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'nın izin yazısı ile birlikte sermaye artırımına ilişkin ihraç belgesinin onaylanması amacıyla Kurula başvuru yapılır.

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

v) Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Ortaklıklarda Kurula Başvuru ve Tescil

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

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

vi) TTK Madde 462 nin Uygulanmaması

6362 sayılı SPK'nın 12 nci maddesinin altıncı fıkrasında, halka açık ve halka açılmak üzere Kurula başvuran ortaklıklara TTK'nın 462 nci maddesinin üçüncü fıkrasının uygulanmayacağı hükme bağlanmıştır. TTK'nın anılan fıkrasında, ortaklıkların bilançosunda sermayeye eklenmesine mevzuatın izin verdiği fonların bulunması halinde, bu fonlar sermayeye eklenmeden, nakit sermaye artırımını yapılamayacağı, bu fonların sermayeye eklenmesi ile birlikte aynı zamanda ve aynı oranda nakit sermaye artırımının taahhüt edilmesi halinde sermaye artırımını yapılabileceği ifade edilmektedir. Ancak, bu hüküm halka açık olan ve halka açılmak üzere Kurula başvuran ortaklıklar için uygulanmayacağından bu ortaklıkların nakit sermaye artırımını yapmaları için sermayeye eklenebilir nitelikteki fonlarını sermayeye ekleme zorunlulukları bulunmamaktadır.

b) Kâr Payından Sermaye Artırımı

i) Genel Kurul Kararı

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

Esas sermaye sistemindeki halka açık ortaklıklarda ise hesap dönemini izleyen dördüncü ayın son iş gününe kadar esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekline Kurulca uygun görüş verilmesi amacıyla Kurula başvurulmuş olması ve Kurulca uygun görüş verilen esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şeklinin ve kâr payının pay şeklinde dağıtılmasının onaylanmasına ilişkin genel kurul toplantısının uygun görüş tarihinden itibaren bir ay içerisinde yapılması zorunludur.

ii) Esas Sermaye Sistemindeki Ortaklıklarda Kurula Başvuru ve Tescil

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

iii) Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Ortaklıklarda Kurula Başvuru ve Tescil

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

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

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

1.2.3.3. Şarta Bağlı Sermaye Artırımı

a) Genel Hususlar

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

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

Şarta bağlı sermaye artırımını ile kayıtlı sermaye tavanı aşamaz.

b) Yönetim Kurulu Kararında Bulunması Gereken Hususlar

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

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

c) Kurula Başvuru

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

d) Şarta Bağlı Sermaye Artırımında Süreç

İhraç belgesinin Kurulca onaylanmasından sonra şarta bağlı sermaye artırımını kapsamında ihraç edilecek paylara ilişkin dönüştürme, kullanım veya alım hakkı süresi on iş gününü

geçemez. Söz konusu payların hak sahiplerine tesliminde Tebliğin pay senetlerinin teslim zamanına ilişkin hükümler uygulanır.

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

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

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

e) Halka Açık Olmayan Ortaklıklara İlişkin Özel Hususlar

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

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

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

1.2.3.4. Nominal Değerin Altında Pay İhracı Yoluyla Sermaye Artırımı**a) Genel Esaslar**

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

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

b) İhraç Edilecek Payların Fiyatı

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

c) İmtiyazların Durumu

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

İmtiyazlara son verilmeyerek nominal değerinin altında sermaye artırım işleminin yapılması için ortaklığın yönetiminde kontrol sahibi olan kişiler ve/veya sermayesinde imtiyazlı paya sahip bulunan ortaklar tarafından nominal değerinin altında pay ihracı öncesinde, Kanununun 25 inci maddesi¹⁴ çerçevesinde diğer ortaklara pay alım teklifinde bulunulması zorunludur.

d) Halka Arz Edilmeksizin Yapılan İhraçlarda Özel Şartlar

Halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda nominal değerinin altında pay ihracı yoluyla sermaye artırımını yapılabilmesi için yetkili organ kararı ile yeni pay alma haklarının tamamen kısıtlanması gerekir. Nominal değerinin altında yapılacak pay ihracının halka arz edilmeksizin gerçekleştirilmesi halinde, sermaye artırımını sonrasında en az *bir yıl* boyunca aşağıdaki konulara ilişkin olarak ortaklık tarafından bir rapor hazırlanarak bu raporun başvuru

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

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

aşamasında Kurula sunulması ve KAP'ta yayımlanmak suretiyle kamuya duyurulması zorunludur:

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

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

e) Kurula Başvuru

Halka arz edilerek gerçekleştirilecek ihraçlarda nominal değer altında pay ihracı için Tebliğin 3 numaralı ekinde ve payları GİP listesinde bulunan ortaklıklar tarafından ise Tebliğin 4 numaralı ekinde belirtilen belgeler ile; halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda nominal değer altında pay ihracı için ise Tebliğin 6 numaralı ekinde belirtilen belgeler ile Kurula başvurulur.

f) Risk Bildirim Formu

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

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

g) Sermaye Artırımından Elde Edilen Payları Satma Yasağı

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

belirlenmesinde, daha önce belirtildiği üzere Kanunun 26 ncı maddesinin ikinci fıkrası hükmü esas alınır.

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

h) Payların Borsada İşlem Görmesi ve Finansal Tablolarda İzlenmesi

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

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

1.2.4. Sermaye Azaltımı

a) Genel Esaslar

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

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

b) Borsa Fiyatına İlişkin Şart

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

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

Şirket paylarının borsada nominal değerinin altında işlem görüp görmediğinin tespitinde, sermaye azaltım kararının kamuya açıklandığı tarihten önceki 30 gün içerisinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması dikkate alınır.¹⁵

c) Bağımsız Denetçi Görüşü

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

d) İmtiyazların Durumu

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

İmtiyazlara son verilmeyerek sermaye azaltım işleminin yapılması için ortaklığın yönetiminde kontrol sahibi olan kişiler ve/veya sermayesinde imtiyazlı paya sahip bulunan ortaklar tarafından sermaye azaltımı öncesinde, Kanunun 25 inci maddesi¹⁶ çerçevesinde diğer ortaklara pay alım teklifinde bulunulması zorunludur.

e) Sermaye Azaltımı ile Eş Anlı Olarak Sermaye Artırımı Yapılması

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

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

¹⁵ Kurulun i-SPK.128.8 (29.08.2014 tarihli ve 26/856 s.k.) sayılı ilke kararı ile düzenlenmiştir.

¹⁶ SPK'nın Madde 25 – (1) Halka açık ortaklıklarda, gönüllü ya da önemli nitelikteki işlemler nedeniyle zorunlu pay alım teklifi yapılması ile ilgili usul ve esaslar Kurulca belirlenir.

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

f) Fon Çıkışı Gerektirmeyen Sermaye Azaltımları

Fon çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımları, sadece pay sayısının azaltılması suretiyle yapılabilir. Fon çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımlarında TTK'nın 473 üncü maddesinin ikinci fıkrası¹⁷ ile 474 üncü¹⁸ ve 475 inci¹⁹ maddeleri uygulanmaz.

g) Sermaye Azaltımlarında İzlenecek Yöntem

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

i) Esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekline uygun görüş alınmak üzere Tebliğin 8 numaralı ekinde belirtilen belgeler ile ayrıca sermaye azaltımı ile eş anlı olarak sermaye artırımı yapılması durumunda Tebliğin 3 numaralı ekinde belirtilen belgeler ile, payları GİP'te işlem gören ortaklıklar bakımından ise Tebliğin 4 numaralı ekinde belirtilen belgeler ile Kurula başvurulur.

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

iii) Sermayenin azaltılmasının nedenlerine, sermaye azaltımının hangi esaslar çerçevesinde yapılacağına, söz konusu azaltımın ortaklık malvarlığında herhangi bir eksilmeye yol açmayacağına ve ortaklığa sağlayacağı faydalara ilişkin olarak yönetim kurulunca

¹⁷ TTK Madde 473/2 -Sermayenin azaltılmasına rağmen şirket alacaklılarının haklarını tamamen karşılayacak miktarda aktifin şirkette varlığı belirlenmiş olmadıkça sermayenin azaltılmasına karar verilmez.

¹⁸ TTK Madde 474 - (1) Genel kurul esas sermayenin azaltılmasına karar verdiği takdirde, yönetim kurulu, bu kararı şirketin internet sitesine koyduktan başka, 35 inci maddede anılan gazetede ve aynı zamanda esas sözleşmede öngörüldüğü şekilde, yedişer gün arayla, üç defa ilan eder. İlanda alacaklılara, Türkiye Ticaret Sicili Gazetesindeki üçüncü ılandan itibaren iki ay içinde, alacaklarını bildirerek bunların ödenmesini veya teminat altına alınmasını isteyebileceklerini belirtir. Şirketçe bilinen alacaklılara ayrıca çağrı mektupları gönderilir.

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

¹⁹ TTK Madde 475 - (1) Sermaye, ancak alacaklılara verilen sürenin sona ermesinden ve beyan edilen alacakların ödenmesinden veya teminat altına alınmasından sonra azaltılabilir; aksi hâlde alacaklılar şirketin merkezine bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinde sermayenin azaltılması işleminin tescilinin ilan edilmesinden itibaren iki yıl içinde sermayenin azaltılmasının iptali davası açabilirler. Teminatın yetersizliği hâlinde de yargı yolu açıktır.

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

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

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

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.

iv) Sermayenin azaltılmasına ilişkin esas sözleşme değişikliği ile konuya ilişkin yönetim kurulu raporu esas sözleşme değişikliğine ilişkin Kurul uygun görüşü tarihinden itibaren azami altı ay içinde yapılacak genel kurul toplantısında karara bağlanır. Altı ay içerisinde genel kuruldan geçirilerek onaylanmayan tadil tasarısı geçerliliğini yitirir. Söz konusu genel kurul kararı alınırken varsa oydaki imtiyazlar kullanılamaz. Sermaye azaltımı imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal ediyorsa, imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunun da esas sözleşme değişikliğini ve yönetim kurulu raporunu onaylaması gerekir. İmtiyazlı pay sahipleri özel kurulu hakkında TTK'nın 454 üncü maddesi²⁰ uygulanır. Sermaye azaltımının karara bağlanacağı genel kurul toplantısındaki toplantı ve karar nisabı, Kanunun 29 uncu maddesinin altıncı fıkrasındaki²¹ esaslara göre tespit edilir.

²⁰ TTK Madde 454 - (1) Genel kurulun esas sözleşmenin değiştirilmesine, yönetim kuruluna sermayenin arttırılması konusunda yetki verilmesine dair kararıyla yönetim kurulunun sermayenin arttırılmasına ilişkin kararı imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek nitelikte ise bu karar anılan pay sahiplerinin yapacakları özel bir toplantıda, aşağıdaki hükümler uyarınca, alacakları bir kararla onanmadıkça uygulanamaz.

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

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

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

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

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

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

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

²¹ SPKn Madde 29/6 - Halka açık ortaklıklarda yeni pay alma haklarının kısıtlanmasına, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kuruluna yeni pay alma haklarını kısıtlama yetkisinin verilmesine, sermaye azaltımına ve 23 üncü maddenin birinci fıkrasına göre belirlenen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararların genel kurulca kabul edilebilmesi için, esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi şartı aranır. Ancak, toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunması hâlinde, esas sözleşmede açıkça daha ağır nisaplar öngörülmedikçe, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu ile karar alınır. Bu işlemlerde, 6102 sayılı Kanunun 436 ncı maddesinin birinci fıkrasına göre taraf olan ortaklar bu işlemlerin onaylanacağı genel kurul toplantılarında oy kullanamazlar. Bu fıkrada belirtilen nisapları hafifleten esas sözleşme hükümleri geçersizdir.

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

h) Sermaye Artırımından Elde Edilen Payları Satma Yasağı

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

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

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

i) Risk Bildirim Formu

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

1.2.5. Halka Arzlarda Özellikli Durumlar

a) Ön Talep Toplama

Payların ilk halka arzında veya Tebliğin halka açık ortaklıkların paylarının ikincil halka arzına ilişkin işlemlerde, halka arza ilişkin izahnamenin Kurulca onaylanmasından önce belirli

bir fiyat aralığından, yatırımcıların olası talepleri, talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturmaksızın, yetkili kuruluşlar tarafından toplanabilir. Ön talep toplayabilmek için izahname onay başvurusunun yapılmış olması gerekir. Bu durumda izahnamenin Kurulca onaylanmasına ilişkin süre, ön talep toplama sonuçlarının Kurula iletilmesinden sonra başlar.

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

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

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

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

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

b) Ön Talep Toplama Duyurusu ve İlanı

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

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

“Bu paylara ilişkin izahname Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanmamış olup, onaydan önce payların satışı mümkün değildir. Payların satışı izahnamenin onaylanmasından sonra gerçekleşecek olup yatırım kararının söz konusu izahnamenin incelenmesinden sonra verilmesi gerekmektedir. Ön talep toplama, sadece satılabilecek payların nominal değerinin ve fiyatının tespiti amacıyla uygulanan anket niteliğinde bir işlemdir ve kesin talebin ve satışın

aynı tutarda gerçekleşeceği anlamına gelmemektedir. Ayrıca, fiyat ve nominal değer kesin satış sırasında değiştirilebilir. Ön talep toplama ile toplanan talepler talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturmaz.”

ifadesine aynen yer verilir.

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

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

c) Ek Pay Satışı

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

Tebliğin bu çalışmaya konu olmayan “*Halka Açık Olmayan Ortaklıkların Ortaklarına Ait Mevcut Paylarının Halka Arzı*” başlıklı 6 ncı ve “*Halka Açık Olmayan Ortaklıkların Paylarının Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arzı*” başlıklı 7 nci maddelerinde belirtilen işlemler ile yukarıda verilen “*1.2.2. Halka Açık Ortaklıkların Paylarının İkincil Halka Arzı*” başlıklı bölüm çerçevesinde gerçekleştirilecek ortaklara ait mevcut payların satışında, toplanan kesin talebin satışa sunulan payların nominal değerinden fazla olması halinde izahnamede gerekli açıklamaların yapılması koşuluyla, bu talebi karşılamak amacıyla *ek pay* satışı gerçekleştirilebilir. Ek pay satışı, ortaklığın TTK'nın 379 uncu maddesi²² uyarınca iktisap ettiği payların satışı suretiyle yapılamaz.

²² TTK Madde 379 - (1) Bir şirket kendi paylarını, esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya bir işlem sonunda aşacak olan miktarda, ivazlı olarak iktisap ve rehin olarak kabul edemez. Bu hüküm, bir üçüncü kişinin kendi adına, ancak şirket hesabına iktisap ya da rehin olarak kabul ettiği paylar için de geçerlidir.

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

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

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

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

GİP'te işlem görmek üzere payları halka arz edilecek ortaklıklarda ek pay satışı gerçekleştirilemez.

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

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

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

d) Ödünç Alımlı Ek Pay Satışı

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1.2.6. Payların Borsada İşlem Gören Niteliğe Dönüştürülmesi

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

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

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

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

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

uygulanmaz. Bu durumda, paylar toptan satışın gerçekleştiği tarihte borsada işlem gören niteliğe dönüşür.

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

Bu dokümanın kapsamına girmediği için burada açıklanmayan Tebliğin “*Pay Sahiplerine Yönelik Kısıtlama*” başlıklı 8 inci maddesi ile payları borsada işlem gören ortaklıkların pay sahiplerine yönelik bilgi formu düzenleme yükümlülüğüne ilişkin hükümler saklıdır.

Payları GİP’te işlem gören ortaklıkların GİP listesinde bulunmayan payları borsada işlem gören niteliğe dönüştürülemez.

GİP’te işlem görme başvurusu, aşağıdaki paragrafta yer alan hüküm saklı kalmak kaydıyla, sadece mevcut ortakların yeni pay alma haklarının kısmen veya tamamen kısıtlanması suretiyle yapılacak sermaye artırımını sonucunda ihraç edilecek paylar için yapılır. Ancak, ortaklık paylarının GİP’te işlem görmeye başladığı tarihten itibaren iki yıl geçmesi koşuluyla, halka arz öncesi ortaklık sermayesinde pay sahibi olan ortaklar veya bu ortakların paylarını Borsa dışında satın alanlar, ortaklığın halka açıklık oranının aşağıdaki paragrafta ifade edilen pay satışları hariç %49’u geçmemesi şartıyla paylarını GİP’te satabilirler. İşlem görmekten sürekli men edilen ortaklık paylarının tekrar GİP’te kote edilmesi halinde, Borsa dışında geçen süreler bu fıkrada geçen iki yıllık sürenin hesabında dikkate alınmaz.²³

Hazine Müsteşarlığı tarafından verilen bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip yatırımcılar ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım fonları, kurucu ortak olmamak, halka arzdan en az bir yıl önce ortaklığa ortak olmak ve Kurul tarafından işlem yasaklısı olarak belirlenmemiş olmak şartıyla yukarıdaki paragrafta yer alan hükümlere tâbi olmaksızın ortaklıkta sahip oldukları payları halka arz sırasında veya payların Borsa’da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren satışa sunabilir.²⁴

1.2.7. Paylara İlişkin Ortak Hükümler

a) Kurul Ücreti

Ortaklıklar ya da halka arz edenler, satışı yapılacak payların, nominal değerinden aşağı olmamak üzere, ihraç değerinin binde ikisi tutarında ücreti ihraç belgesinin veya sermaye

²³ Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönergesi ile düzenlenmiştir.

²⁴ Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönergesi ile düzenlenmiştir.

piyasası aracı notu ile özetin veyahut tek belgeden oluşması durumunda izahnamenin Kurulca onaylanarak ortaklığa veya halka arz edene teslimi öncesinde Kurul adına açılan hesaba yatırmak zorundadır.

Ancak payların ilk halka arzında, payların halka arz fiyatı ile nominal değeri arasındaki farka ilişkin kısmı için hesaplanan Kurul ücreti binde bir olarak uygulanır. Payların ilk halka arzında ayrıca ortaklığın satışı yapılmayacak paylarının nominal değeri üzerinden binde iki tutarında Kurul ücreti alınır.

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

GİP’te işlem gören ve görececek olan paylar için yukarıdaki işlemlere ilişkin olarak Kurul ücretinin hesaplanmasına esas teşkil eden oran, on binde bir oranında uygulanır.

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

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

b) Bilgi Formu Düzenleme Yükümlülüğü

Payları borsada işlem gören ortaklıkların herhangi bir on iki aylık dönemde sermayesinin yüzde onunu veya fiili dolaşımdaki paylarının nominal değerinin yüzde ellisini aşan pay satışlarının yönetim kontrolüne sahip ortaklar tarafından borsada gerçekleştirilmesinin planlanması durumunda, ilgili ortaklar tarafından Kurulca esasları belirlenen bilgi formunun düzenlenmesi ve bu formun satış öncesinde Kurulca onaylanması zorunludur. Bu durumda ihraççı, bilgi formunun hazırlanmasında kolaylaştırıcı tedbirleri alır.

Borsanın ilgili pazarında ya da piyasasında yapılan toptan satışlar bu yükümlülük kapsamında değerlendirilmez. Burada belirtilen oranlarda pay satışı gerçekleştirecek ortakların, sahip olduğu paylarının borsada işlem gören niteliğe dönüştürülmesi kapsamında MKK’ya yapacakları başvuru sırasında, Kurulca onaylanmış bilgi formunun KAP’ta ilan edilmiş olması zorunludur. Bu esasların dolanılması suretiyle borsada satış işleminin gerçekleştirildiğinin tespit edilmesi halinde, ilgililer hakkında sermaye piyasası mevzuatı kapsamında Kurulca tesis edilecek işlemler saklıdır.

Yukarıda belirtilen oranların hesaplanmasında, yönetim kontrolüne sahip ortakların sahip olduğu satışı planlanan paylar ayrı ayrı dikkate alınır ve bilgi formu her bir ortak bazında düzenlenir.

Yönetim kontrolünün belirlenmesinde Kanunun 26 ncı maddesinin ikinci fıkrası²⁵ hükmü esas alınır.

Bilgi formu düzenleme yükümlülüğü Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından gerçekleştirilecek pay satışlarında uygulanmaz.

c) **İzahnamenin Geçerlilik Süresi Boyunca Yapılacak Halka Arzlar**

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

d) **Fiyat Tespit Raporu ile Analist ve Değerlendirme Raporları**

Aşağıda fiyat tespit raporu, analist raporları ve değerlendirme raporları alt başlıklar altında ele alınmaktadır. İşin doğası gereği, bu hükümler payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların yapacağı sermaye artırımlarında uygulanmaz.

i) **Fiyat Tespit Raporu**

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

Payların ilk halka arzında yetkili kuruluşun ya da konsorsiyum oluşturulması durumunda konsorsiyum liderinin fiyat tespit raporu hazırlayabilmesi için, son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığı asgari üç halka arza ilişkin fiyat tespit raporunu değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olması ve bu raporların en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ilan edilmiş olması zorunludur.

²⁵ SPKn Madde 26/2 - Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir. Ancak, imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kontrolünün elde edilemediği hâller bu madde kapsamında değerlendirilmez.

Söz konusu yükümlülüğün yerine getirilip getirilmediği izahnamenin onaylanması amacıyla Kurula yapılacak başvuruda Kurul tarafından değerlendirilir.

Payları GİP'te işlem gören ya da görecektir ortaklık paylarının halka arzında görev alan yetkili kuruluş bulunmaması durumunda, fiyat tespit raporu piyasa danışmanı tarafından hazırlanır.

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

ii) Analist Raporları

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

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

iii) Değerlendirme Raporları

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

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

e) Aracılık Sözleşmesi

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

Ortaklık paylarının GİP'te işlem görmesi amacıyla Kurula yapılan başvurularda halka arzda satışa aracılık sözleşmesi aranmaz.

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

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

f) Pay Senetlerinin Teslimi

Pay senetleri, kaydi sistem esasları saklı kalmak şartıyla, ortaklara ait mevcut pay senetlerinin halka arzı ve kayıtlı sermayeli ortaklıkların bedelli sermaye artırımlarında *sattış*

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.

g) Halka Arz Maliyetlerinin Dağılımı

Payların halka arzı ile ilgili olarak danışmanlık, aracılık, bağımsız denetim, reklam, ödenmesi gereken yasal ücretler gibi gider kalemlerine ilişkin kesin veya tahmini maliyetlere ilişkin bilgi, halka arz öncesinde her bir maliyet unsuru bazında ortaklık tarafından Kurula gönderilir.

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

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

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

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

h) Bedelli Sermaye Artırımından Elde Edilen Fonların Kullanımı

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

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

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

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

1.2.8. Payları Borsada İşlem Görmeyen Halka Açık Ortaklıklar

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

6362 sayılı SPKn'nun 16 ncı maddesinin birinci fıkrasında, payları borsada işlem gören ortaklıklar ile pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların paylarının halka arz olunmuş sayılacağı ve bu ortaklıkların halka açık ortaklık hükümlerine tabi olacakları ifade edilmiştir. Aynı maddenin ikinci fıkrasında ise, payları borsada işlem görmeyen anonim ortaklıkların, halka açık ortaklık statüsünü kazandıktan sonra en geç iki yıl içinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvurmak zorunda oldukları; aksi durumda, Kurulun bu payların borsada işlem görmesi veya ortaklığın halka açık ortaklık statüsünden çıkarılması için ortaklığın talebini aramaksızın gerekli kararları alacağı hükme bağlanmıştır. Bu durum, mülga 2499 sayılı SPKn'na göre önemli bir yenilik getirmekte ve payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların

“halka açık ortaklık statüsünü” sürdürmeleri için paylarının borsada işlem görmesi zorunluluğu getirmektedir. Söz konusu halka açık ortaklıkların bu kapsamda halka açık ortaklık statüsünü kazanma ve kaybetmeleri ile paylarının borsada işlem görme esasları Pay Tebliği'nin Sekizinci Bölümünde düzenlenmiş olup aşağıda verilmektedir.

a) Halka Açık Ortaklık Statüsünün Kazanılması

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

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

sırasında herhangi bir şekilde belirleyebilirler.

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

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

değişiklikleri uygun görüş karar tarihinden itibaren azami altı ay içerisinde yapılacak genel kurul toplantısında karara bağlaması gerektiği konularında İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.'nin bilgilendirilmesine karar verildiği kamuya açıklanmıştır. Anılan Kurul kararı çerçevesinde, İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.'nin başvuruda bulunması üzerine ortak sayısının 500'ü geçmesi nedeniyle Kanun kapsamına alındığı 27.06.2014 tarih ve 2014/19 sayılı Kurul Bülteni ile kamuya duyurulmuştur.

b) Paylarının Borsada İşlem Görmesi

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

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

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

Ortak sayısı nedeniyle payları halka arz olunmuş sayılan ortaklıklardan paylarının borsada işlem görmesini istemeyenler için Kurulun Kanun kapsamından çıkmaya ilişkin düzenlemelerine uyulur. Konuya ilişkin olarak SPKn'nun 33 üncü maddesinin dördüncü fıkrasında, ortak sayısı nedeniyle halka açık sayılan ortaklıklardan paylarının borsada işlem görmesini istemeyenlerin, pay sahibi tam sayısının en az üçte ikisinin olumlu oyu veya toplam

oyların dörtte üçü ile alınacak bir genel kurul kararı ile bu Kanun kapsamından çıkabileceği, bu durumda Kanun kapsamından çıkma kararına olumlu oy kullanmayan pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınması gerektiği hükme bağlanmıştır. Bunun yanında, Kurulca resen halka açık ortaklık statüsünden çıkarılacak ortaklıkların hâkim ortaklarına diğer paylar için pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirilebilir.

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

“Iyaş Isparta Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. 'nin (Şirket) Sermaye Piyasası Kanunu (Kanun) kapsamından çıkma talebinin, Kanun'un 33'üncü maddesi ile II-16.1 sayılı Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliğ'in 5/5 maddesinde belirtilen nisaplar ile Kanun kapsamından çıkma ve genel kurul toplantısına katılmayanlar da dahil olmak üzere Kanun kapsamından çıkma kararına olumlu oy kullananlar dışındaki pay sahiplerine Yorum Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan 10.11.2014 tarihli değerlendirme raporunda 1 TL nominal değerli bir pay için 47,80 TL üzerinden ayrılma hakkı tanınmasına ilişkin genel kurul kararı alınması şartıyla olumlu karşılanmasına ve Şirketin genel kurul toplantı tutanağının ve hazır bulunanlar listesinin tescili takip eden altı iş günü içerisinde Kurula iletilmesi ve genel kurul toplantısında gerekli kararların alınması halinde Kanun kapsamından çıkmaya ilişkin yazının alınması gerektiği konusunda bilgilendirilmesine karar verilmiştir.”

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

1.2.9. Katılma İntifa Senetlerinin İhracına İlişkin Esaslar

a) Genel esaslar ve ihraç limiti

Ortaklıkların KİS ihraç edebilmeleri için esas sözleşmede KİS ihracına imkan veren bir hüküm bulunması ve KİS ihracı için ortaklık genel kurulu tarafından karar alınması zorunludur.

Alınacak genel kurul kararında asgari olarak, ihraç edilecek KİS'lerin nominal değerine, KİS'lerin ihracının halka arz edilerek ya da edilmeksizin gerçekleştirileceğine ve KİS'lere hangi hakların tanınacağına yer verilmesi zorunludur. KİS'ler, net kârdan pay alma, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya halka açık olmayan ortaklıklar tarafından çıkarılacak yeni payları alma haklarından birini ya da birden fazlasını içerecek şekilde ihraç edilebilir.

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

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

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

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

KİS'lerin halka arz edilmesi halinde Pay Tebliği'nin 3 numaralı ekinde, KİS'lerin halka arzının payları GİP'te işlem gören ortaklıklar tarafından yapılması halinde anılan Tebliğin 4 numaralı ekinde, halka arz edilmeksizin satışı halinde ise Tebliğin 6 numaralı ekinde belirtilen belgelerin eklendiği bir dilekçe ile Kurula başvurulur. Pay Tebliği'nin söz konusu eklerinde yer alan belgelerden pay ihracına münhasır olarak hazırlanabilecek olanların Kurula gönderilmesi gerekmez.

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

b) KİS sahiplerine kâr payında ve tasfiye bakiyesinde tanınacak haklar

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

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

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

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

c) KİS sahiplerine yeni pay alma hakkı tanınması

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

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

d) KİS sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkı

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

e) KİS sahipleri özel kurulu

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

f) KİS'lerde iktisap ve geri satın alma yasağı

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

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

g) KİS'lerde satış sonrası yapılacak işlemler

Ortaklıkların;

- Süresi içinde satılmayan KİS'ler için satış süresinin bitiminden itibaren üç iş günü içinde satın alma taahhüdünde bulunanlara müracaat ederek satışı tamamlamaları,

- Halka açık ortaklık olması veya KİS'lerin halka arz edilmesi durumunda, ihraç işleminin tamamlandığına ilişkin olarak ortaklık tarafından sağlanan toplam fon miktarını da içeren özel durum açıklaması yapmaları

gerekir.

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

h) KİS'lere ilişkin Kurul ücreti

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

i) Uygulanacak hükümler

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

ÖRNEK SORULAR

1. Aşağıdakilerden hangisi ek satışa konu payların ödünç alınmak suretiyle satışını tanımlayan kavramdır? (2014 Yılı I. Dönem)
 - a) Ek pay satışı
 - b) Katılma intifa senedi
 - c) **Ödünç alımlı ek pay satışı**
 - d) Halka açık ortaklık
 - e) İhraççı

2. Sermayede temsil edilmesi zorunlu olmayan, sabit bir getiri taahhüdü barındırmayan, pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını veren ve bu nitelikte olduğu Kurulca belirlenen menkul kıymetleri tanımlayan kavram aşağıdakilerden hangisidir? (2014 Yılı I. Dönem)
 - a) Pay
 - b) Piyasa danışmanı
 - c) Kayıtlı sermaye
 - d) **Pay benzeri menkul kıymetler**
 - e) İhraççı

3. Halka açık olmayan bir ortaklığın halka açık ortaklık statüsünü kazanmasına ne ad verilir? (2014 Yılı I. Dönem)
 - a) **Halka açılma**
 - b) İhraç
 - c) Halka arz eden
 - d) Halka açık ortaklık
 - e) İhraççı

2. BORÇLANMA ARAÇLARI

2.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

2.1.1. Kıymetli Evrak

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

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

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

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



- a) Alacak hakkı: Bu tür kıymetli evrak belirli bir miktar para borcunu temsil eder.

b) Ortaklık hakkı: Getirilen sermaye karşılığında bir şirketteki ortaklık statüsünü temsil eder.

c) Aynı hak: Kıymetli evrakın devri ile burada yer alan aynı hakkın devredildiği senetlerdir (ipotekli borç senedi, irat senedi, varant, makbuz senedi gibi).

2.1.2. Kıymetli Evrak ve Menkul Kıymet İlişkisi

Kıymetli evrak, içerdiği hakkında mahiyetinin yanı sıra yatırım amacı taşıyıp taşıyamamasına göre de ayrıma tabi tutulabilmektedir. Yatırım amacı taşıyan kıymetli evraka “*menkul kıymet*” adı verilmektedir.

Menkul kıymet mülga 2499 sayılı SPKn’nda tanımlanmışsa da 6362 sayılı SPKn’nda menkul kıymetin tanımı verilmemiştir. 6362 sayılı SPKn’da menkul kıymetin tanımının verilmemiş olması yeni kanunun getirdiği önemli açılımlardan biri olarak görülmektedir. Zira, artık menkul kıymetin tanımı veya tanımının yerindeliği üzerinde zaman harcamaksızın fonksiyonu itibarıyla menkul kıymeti anlamak mümkün olacaktır.

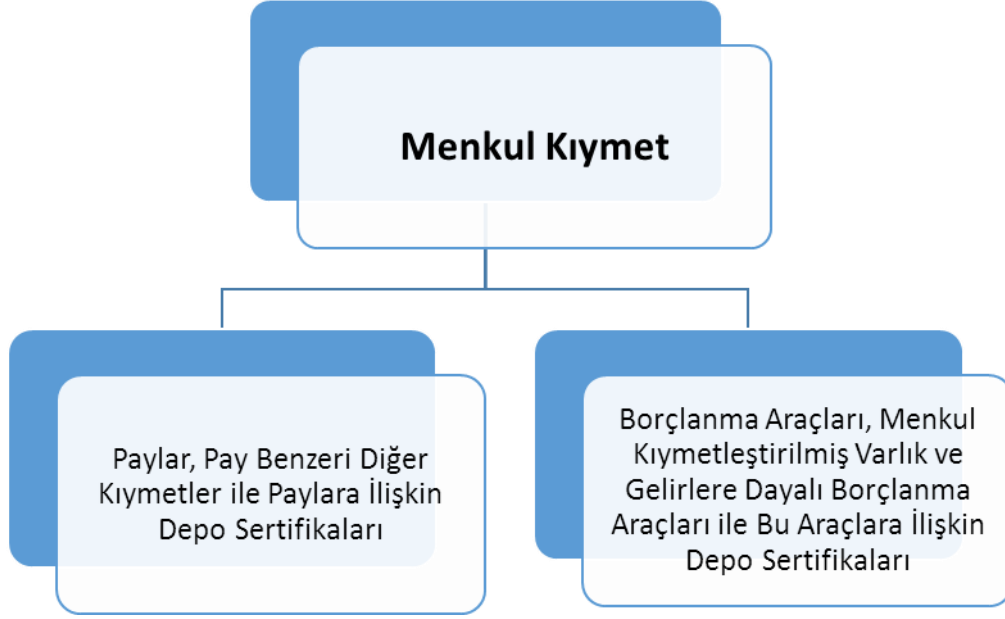
Kısaca açıklamak gerekirse, 6362 sayılı SPKn’nun 3-1/o maddesinde menkul kıymetin tanımının yapılması yerine iki alt bent halinde örnekleme yoluyla açıklanması tercih edilmiştir. Örneklere bakıldığında ise menkul kıymetlerin ortaklık hakkı ve alacak hakkı veren olmak üzere iki sınıfa ayrıldığı görülmektedir:

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

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

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

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



Bütün bunlardan çıkan sonuçları şu şekilde sıralayabiliriz:

- Kıymetli evrak, menkul kıymet niteliği olan ve olmayan kıymetli evrak olmak üzere ikiye ayrılabilir.
- Menkul kıymetler yatırım aracı olarak kullanılan kıymetli evraklardır.
- Menkul kıymetler bir ortaklık hakkı veya alacak hakkı verirler.
- Her menkul kıymet kıymetli evrak mahiyetinde olsa da her kıymetli evrak menkul kıymet değildir.

Kıymetli Evrak ve Menkul Kıymet İlişkisi



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

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

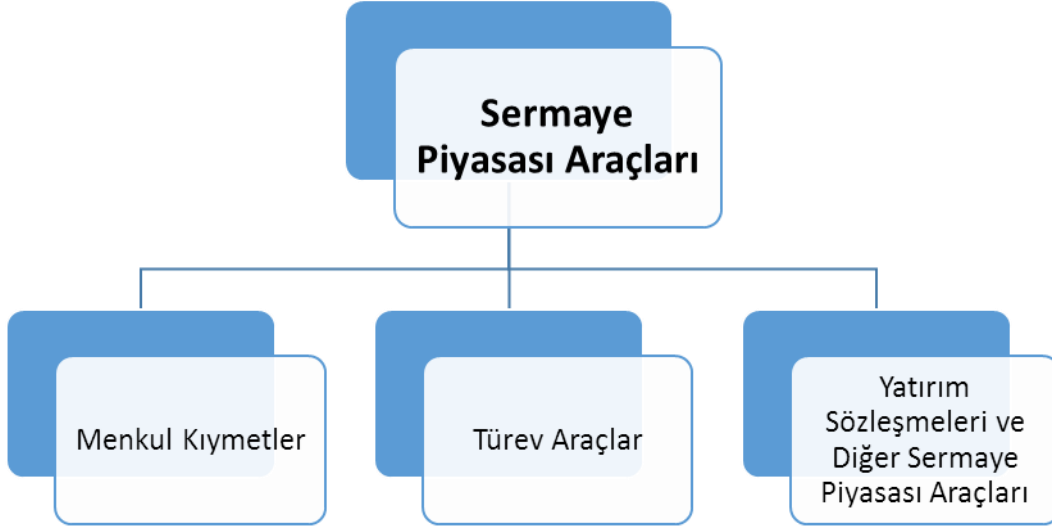
Sermaye piyasası araçları kavramı 6362 sayılı SPKn’nun 3-1/ş maddesinde tanımlanmış olup, SPKn ve ikincil düzenlemelerde yoğunlukla kullanılmıştır.

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

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

Kanun diğer sermaye piyasası araçlarının bir kolu olan “yatırım sözleşmeleri”ni ayrıca ifade etmiştir. Burada “yatırım sözleşmeleri”nin ne olduğu 6362 sayılı SPKn’nda tanımlanmamış, yapılacak ikincil düzenlemelere bırakılmıştır. “Yatırım sözleşmesi” aslında tahvil yoluyla borçlanmayı, pay satın alarak ortak olmayı veya pay alım veya satım hakkı veren sözleşmeler yapmayı da içerebilecek nitelikte bir terimdir. Ancak 6362 sayılı SPKn’nun 3 üncü maddesinde sözü edilen yatırım sözleşmesinin ayırt edici özelliği, bir mal veya ürünün veya yapım işinin “yatırım sözleşmesinin” konusunu oluşturmasıdır. Uluslararası plandaki uygulamalarına bakarak kısaca, “yatırım sözleşmesi”nin taraflardan birinin (fon sağlayanın yani yatırımcının) sözleşme sonucu tamamlanması beklenen, ortaya çıkacak olan mal, ürün vs.’yi değil ama bu mal veya ürünün sözleşme başı değeri ile sözleşme sonu değeri arasındaki müspet farkı veya bu mal veya ürünün işletilmesinden doğacak olan kazancı almak üzere fon talep eden ile (yani ihraççıyla) yaptığı sözleşmeleri ifade ettiği söylenebilmektedir.

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



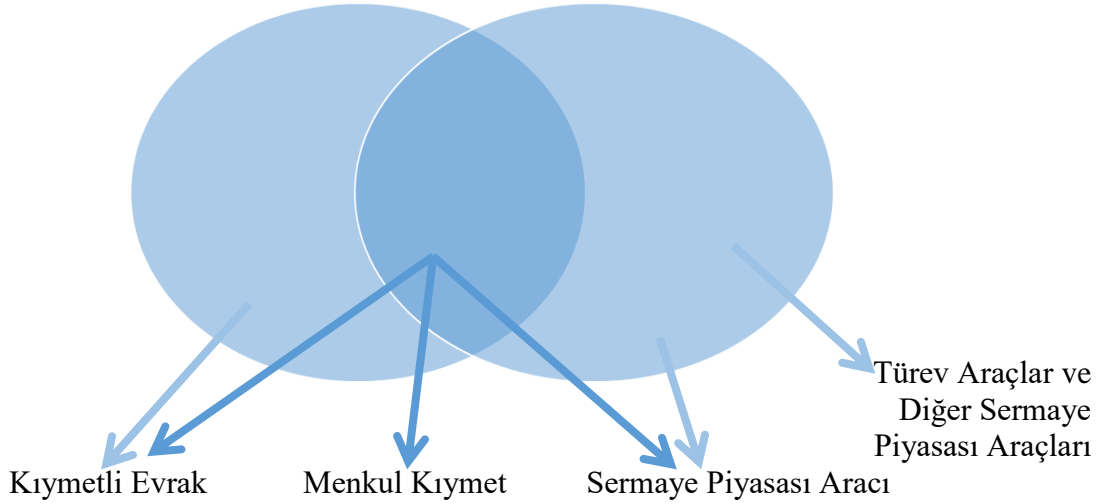
Özet olarak, “sermaye piyasası aracı” kavramı menkul kıymetleri de içerisine alan ve yatırımcıların ihraççılara fon sağlamaları süreci içerisindeki tarafların hak ve borçlarını belirleyen araçları ifade etmektedir. Söz konusu kavram bir yatırım aracı olan “menkul kıymetleri” kapsamı nedeniyle TTK’da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

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

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

piyasası aracı mahiyetinde olan menkul kıymetin kural olarak senede bağlanmadığı ve fon tedarik sürecini ve sonrasını düzenleyen sözleşme olduğunu söylemek mümkündür.

Kıymetli Evrak – Sermaye Piyasası Aracı- Menkul Kıymet İlişkisi



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

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

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

denilmek suretiyle halka arz edilmeyen paylar Kanun kapsamından çıkarılmış, genel hükümlere tabi kılınmış; ancak, borçlanma araçları için buna benzer bir istisnai hüküm getirilmemiştir. Bu nedenle halka arz olunmayan borçlanma aracı ihracı da SPKn hükmüne tabi olacak, ancak SPKn’nun 4 üncü maddesinde yer alan izahname hazırlama yükümlülüğüne tabi olmayacaktır. Nitekim, VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği’nin²⁶ ‘Borçlanma aracı ihracı’ başlıklı 4 üncü maddesinin birinci fıkrasında yer alan aşağıdaki hüküm ile tahvillerin de dâhil olduğu borçlanma araçlarının halka arz edilip edilmedikleri dikkate alınmaksızın Kurul düzenlemelerine tabi olacağı ifade edilmiştir:

²⁶ Bu bölüm içerisinde Borçlanma Araçları Tebliği veya VII-128.8 sayılı Tebliğ olarak anılacaktır.

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

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

2.1.5. Borçlanma Araçlarının Tanımı

6362 sayılı SPK'nun 3 üncü maddesinde tanımlara yer verilmiştir. Bu maddede borçlanma araçları menkul kıymetler arasında sayılmış ve dolayısıyla sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır.

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

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

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

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

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

2.1.6. Türk Ticaret Kanununda Borçlanma Araçları ve Sağladığı Haklar

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

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

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

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

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

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

- Madde 193/1 – Sorumluluk: Birleşme, bölünme veya tür değiştirme işlemlerine herhangi bir şekilde katılmış bulunan bütün kişiler şirketlere, ortaklara ve alacaklılara karşı kusurları ile verdikleri zararlardan sorumludurlar.
- Madde 202/1 – Hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılması: a) Hâkim şirket, hâkimiyetini bağlı şirketi kayba uğratacak şekilde kullanamaz. Özellikle bağlı şirketi, iş, varlık,

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

- Madde 377 – İflasın ertelenmesi: Yönetim kurulu veya herhangi bir alacaklı yeni nakit sermaye konulması dâhil nesnel ve gerçek kaynakları ve önlemleri gösteren bir iyileştirme projesini mahkemeye sunarak iflasın ertelenmesini isteyebilir.

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

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

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

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

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

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

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

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

- *Madde 554 – Denetçinin sorumluluğu:* Şirketin ve şirketler topluluğunun yıl sonu ve konsolide finansal tablolarını, raporlarını, hesaplarını denetleyen denetçi ve özel denetçiler, kanuni görevlerinin yerine getirilmesinde kusurlu hareket ettikleri takdirde, hem şirkete hem de pay sahipleri ile şirket alacaklılarına karşı verdikleri zarar dolayısıyla sorumludur.
- *Madde 556/1-2 – İflas hâlinde:* Zarara uğrayan şirketin iflası hâlinde, tazminatın şirkete ödenmesini isteme hakkını şirket alacaklıları da haizdir. Ancak, pay sahiplerinin ve şirket alacaklılarının istemleri önce iflas idaresince ileri sürülür. İflas idaresi birinci fıkrada öngörülen davayı açmadığı takdirde, her pay sahibi veya şirket alacaklısı mezkûr davayı ikame edebilir. Elde edilen hasıla, İcra ve İflas Kanunu hükümlerine göre, önce dava açan alacaklıların alacaklarının ödenmesine tahsis olunur; bakiye, sermaye payları oranında davacı pay sahiplerine ödenir; artan iflas masasına verilir.

2.2. BORÇLANMA ARAÇLARI TEBLİĞİ

SPKn ile getirilen yeniliklere uyum sağlanmasını ve borçlanma araçları piyasasının ihtiyaçlarına çözüm getirilmesini amaçlayan II-31.1 sayılı "Borçlanma Araçları Tebliği" 07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış olup, yayımından bir ay sonra yürürlüğe girmiştir. Tebliğ, SPKn'nun 31 inci maddesi²⁷ ve 128 inci maddesinin birinci fıkrasının (e) bendi²⁸ ile 130 uncu maddesinin üçüncü fıkrasına²⁹ dayanılarak hazırlanmıştır.

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

²⁷ **MADDE 31** – Borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası araçlarının ihraç limiti ve yetkisi

²⁸ **MADDE 128** – Kurulun görev, yetki ve sorumluluk

²⁹ **MADDE 130** – Kurulun bütçesi, harcama ve işlemlerinin denetimi

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

“Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar”ın 15 inci maddesinin (b) bendi uyarınca, kamu kurum ve kuruluşları hariç olmak üzere, Türkiye’de yerleşik tüzel kişilerce ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde Kurula kaydettirilmesi³⁰ koşuluyla yurt dışında satışı serbesttir. Bu hüküm uyarınca, borçlanma araçlarını yurt dışında satacak Türkiye’de yerleşik tüzel kişiler, Kurula başvuruda bulunarak halka arz edilmeksizin ihraç sürecine benzer şekilde ihraç belgelerini onaylatmaktadırlar. Gerek 32 sayılı Kararın anılan hükmü gerekse mevcut uygulamaya paralel olarak VII-128.7 sayılı Tebliğ ile VII-128.8 sayılı Tebliğin 4 üncü maddesinde değişiklik yapılmış ve yurt dışında satılacak borçlanma araçlarının da bu Tebliğ kapsamında olduğu açıkça ifade edilmiştir. Dolayısıyla, yurt içinde halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin yapılacak borçlanma araçlarının ihracı yanında, yurt dışında satışı yapılacak borçlanma araçları da bu Tebliğ kapsamında değerlendirilmektedir. Anılan Tebliğin içeriğindeki konular devam eden alt bölümlerde belli bir sistematik içerisinde incelenmektedir.

Diğer taraftan, borçlanma araçlarının ihracı amacıyla düzenlenecek izahname ve ihraç belgesi gibi kamuyu aydınlatma belgelerinin içeriği, hazırlanması, onaylanması, yayınlanması, tescil ve ilanı, izahnamede yer alacak finansal tablolar, izahnamedeki değişiklikler ve ihraççılar tarafından yapılacak ilan ve reklamlara ilişkin hususlar, borçlanma araçlarının ihraç ve satış esasları ile ihraççıların finansal raporlama, bağımsız denetim ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin belirlenmesi Borçlanma Araçları Tebliği’nin değil, Kurulun ilgili diğer düzenlemelerinde ele alınmıştır. Dolayısıyla, borçlanma aracı ihraç eden bir ortaklığın ihraç

³⁰ 6362 sayılı SPKn ile yapılan değişiklikle sermaye piyasası araçlarının Kurula kaydettirilmesi sistemi yerine sermaye piyasası araçlarının ihracına ilişkin kamuyu aydınlatma belgelerinin onaylanması sistemine geçilmiştir. Bu nedendir ki, 6362 sayılı SPKn öncesinde yapılan söz konusu düzenlemede, izahname veya ihraç belgesinin onaylanmasından değil sermaye piyasası araçlarının Kurula kaydettirilmesinden bahsedilmektedir.

aşamasında düzenleyeceği izahname ve ihraç belgesi gibi dokümanların hazırlanmasına ilişkin olarak II-5.1 sayılı “İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği” ve ihraç işlemi sonrasındaki kamuyu aydınlatma yükümlülükleri için II-15.1 sayılı “Özel Durumlar Tebliği”nin incelenmesi gerekirken bu ortaklıkların hazırlayacakları finansal tablolar için II-14.1 sayılı “Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği” ve borçlanma araçlarının satışına ilişkin esaslar açısından II-5.2 sayılı “Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği” hükümlerinin dikkate alınması gerekmektedir.

2.2.1. Borçlanma Araçlarına İlişkin Genel Esaslar

2.2.1.1. Yetkili Organ Kararı

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

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

Kanunun 31 inci maddesine göre borçlanma aracı ihraç yetkisi, tüm ihraççılar bakımından esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebilir. Bu durumda ilgili esas sözleşme maddesinde, yönetim kurulunun borçlanma aracı ihraç yetkisine sahip olduğu hususuna açıkça yer verilir. TTK'nın 505 inci maddesinde ise genel kurulun borçlanma aracı ihraç etme yetkisini en çok on

beş ay için yönetim kuruluna bırakabileceği belirtilmiştir. Konuya ilişkin alınacak genel kurul kararında ihraç yetkisinin yönetim kuruluna devredildiğinin açıkça belirtilmesi gereklidir. Söz konusu genel kurul kararında TTK'ya atıf yapılmamış olsa dahi, yönetim kuruluna devredilen yetkiler bu kapsamda değerlendirilmektedir.

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

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

b) Borçlanma araçlarının paya dönüştürülebilir tahvil, değiştirilebilir tahvil veya niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası aracı ise ihraç edilmesi planlanan borçlanma aracının türünün de yetkili organ kararında açıkça belirtilmesi gerekir. Yetkili organ kararında sadece borçlanma aracı ifadesine yer verilmesi durumunda, Kurulca yapılan başvurunun yalnızca tahvil ve finansman bonusu ihracı için olduğu kabul edilir.

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

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

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

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

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

2.2.1.2. Kredi Derecelendirmesi

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

2.2.1.3. İhraç Limiti

a) İhraç Limitinin Hesaplanmasında Finansal Tablolar

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

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

İhraç Limitinin Hesaplanmasında Başvuru Tarihine Göre Finansal Tablolar

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

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

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

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

b) İhraç Limitinin Hesaplanması

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

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

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

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

iv) Yukarıda verilen (i), (ii) ve (iii) bentleri çerçevesinde belirlenen esaslara ek olarak, yurt dışında yapılmış ihraçlar dahil olmak üzere, ihraççının halen tedavülde olan ile ihraç tavanı kapsamında henüz satışı gerçekleştirilmemiş borçlanma araçları ve teminatlı menkul kıymetleri ile ihraççının fon kullanıcısı olduğu ve ödemeleri garanti altına alınmamış olan tedavülde bulunan yönetim sözleşmesine ve alım satıma dayalı kira sertifikalarının nominal tutarı, ihraç limitinin hesaplanmasında indirim kalemi olarak dikkate alınır. Yurt dışında yabancı para cinsinden yapılmış ihraçlara ilişkin olarak yapılacak hesaplamada indirim tutarı, talep edilen ihraç tavanına ilişkin Kurula yapılan başvuru tarihinde geçerli olan gösterge niteliğindeki Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası A. Ş. (TCMB) döviz satış kuru, ilgili çapraz kur veya TCMB tarafından alım satıma konu olmayan dövizlere ilişkin bilgi amaçlı kur tablosunda belirtilen döviz kurları üzerinden hesaplanır.

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

verilen düzenleme esas itibarıyla 2018 yılından itibaren uygulama alanı bulacağından 2017 yılı içerisinde eski düzenlemeye devam edilmektedir.

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

c) İhraç Limitinin Belirlenmesinde Özellikli Durumlar

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

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

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

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

İhraç limitinin hesaplanmasında, Kurulun yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemeleri saklıdır.

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

2.2.1.4. Kurula Başvuru

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

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

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

- Kurul düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış sermaye piyasası aracı notu ile özet,
- İhraççı bilgi dokümanında açıklanan hususlarda değişiklik gerekmesi durumunda buna ilişkin değişiklik metinleri, değişiklik gerekmiyorsa bu hususa ilişkin olarak ihraççı tarafından verilecek beyan,
- Satışı yürütecek yetkili kuruluşlarla yapılan halka arza aracılık sözleşmesinin bir örneği (Daha önce Kurula gönderilen aracılık sözleşmesi halen geçerli ve bu sözleşmede

herhangi bir değişiklik yapılmadıysa tekrar gönderilmesine gerek bulunmamaktadır. Bu durumda ihraççı beyanı yeterlidir.),

➤ Kurula daha önce yapılan ihraç tavanı başvurusunda ihraççıya ait derecelendirme raporunun iletilmiş olması durumunda, söz konusu raporda yer alan derecelendirme notunda değişiklik olup olmadığına ilişkin beyan,

➤ Kurulca gerekli görülmesi halinde verilen bilgileri teyit eden belgeler ile Kurulca istenebilecek diğer belgeler.

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

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

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

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

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

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

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

değişiklik olması halinde, değişikliğin yapıldığı tarihi takip eden üç iş günü içinde MKK'ya bilgi verilir.

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

2.2.1.6. Borçlanma Araçlarının İhracı ve Satışı

a) Satış Yöntemleri

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

b) İhraç Tavanı

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

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

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

iii) Döviz cinsinden talep edilen ihraç tavanının tertip ihraç belgesinin hesaplanan ihraç limiti dâhilinde olup olmadığının tespitinde, ihraç tavanının onaylanması amacıyla Kurula

yapılan başvuru tarihinden bir önceki iş gününde geçerli olan gösterge niteliğindeki TCMB döviz satış kuru veya TCMB tarafından alım satımına konu olmayan dövizlere ilişkin bilgi amaçlı kur tablosunda belirtilen döviz kurları esas alınır.

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

c) Satışından Vazgeçilen veya Satılmayan Borçlanma Araçları

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

➤ Aynı ihraç koşullarıyla satışa sunulmak istenmesi durumunda, ihraç öncesinde KAP'ta özel durum açıklaması yapılması gerekir. Bu durumda, Kanunun 8 inci maddesi³¹ hükümleri saklı kalmak üzere, daha önce Kurul tarafından onaylanan izahnamede değişiklik yapılması gerekmez.

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

d) Satış Esasları

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

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

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

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

İhraççılar tarafından, borçlanma araçlarına yatırım yapmak üzere nakit para karşılığı talepte bulunan yatırımcıların, talepte buldukları gün ile vade başlangıç tarihi arasında geçen

³¹ Madde 8-İzahnamedeki değişiklikler ve yeni hususların izahnameye eklenmesi

sürede sağlanması muhtemel getiriden mahrum kalınmasının önlenmesi için gerekli tedbirlerin alınması zorunludur.

e) Borsada İşlem Görme

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

f) Borçlanma Aracı İhracında Muafiyetler

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

Yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketlerine ilişkin özel hükümler saklıdır.

2.2.1.7. Kurul Ücreti

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

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

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

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

Ücretlerin hesaplanmasında bir yıl 365 gün olarak uygulanır.

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

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

2.2.1.8. İkinci El Piyasa İşlemleri

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

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

2.2.2. Tahviller

2.2.2.1. Tanımı ve Genel Esasları

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

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

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

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

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

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

2.2.2.2. Erken İtfa Edilebilir Tahviller

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

2.2.2.3. Tahvillere Kârdan Pay Verilmesi

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

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

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

Tahvillere ödenecek kâr payı, Kurulun sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde

hazırlanmış yıllık finansal tablolarının ve kâr payı dağıtım kararının ihraççı genel kurulunca onaylanmasını müteakip dağıtılır.

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

2.2.3. Paya Dönüştürülebilir Tahviller

2.2.3.1. Tanımı ve Genel Esasları

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

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

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

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

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

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

Halka açık ortaklıkların PDT ile dönüştürülmek üzere ihraç ettikleri ve artırılabilecek sermayelerini temsil eden payları, TTK’nın 461 inci maddesiyle ortaklara tanınan yeni pay alma hakkı da dâhil olmak üzere, her türlü önceliklerden öne alınarak PDT sahiplerine tahsis olunur.

Ortaklık tarafından yükümlülüklerin tam olarak yerine getirilmesine rağmen Borçlanma Araçları Tebliği’nde belirtilen esaslara uygun olarak dönüştürme hakkını kullanmayan PDT

sahiplerinin dönüştürme hakları ortadan kalkmakta ve bu durumdaki PDT sahipleri anapara ve işlemiş faizlerini almaktadırlar.

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

2.2.3.2. Dönüştürme Fiyatı ve Oranı

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

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

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

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

2.2.3.3. PDT'lerin İtfası

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

- Bir itfa planına bağlı olarak,

- Ortaklığın talebine bağlı olarak,
- PDT sahibinin talebine bağlı olarak

paylara dönüştürülmesi mümkündür. Buna ilişkin esaslar aşağıda verilmektedir.

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

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

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

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

a) İtfa Planına Bağlı Dönüştürme

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

➤ Ortaklık, önceden talep toplamaksızın, dönüştürülecek PDT tutarı karşılığında verilmesi gereken payı temsil eden tutarda sermaye artırımını yaparak, paylarını dönüştürülmek üzere PDT sahiplerine teklif eder. İtfa edilecek PDT'lerin sahipleri, dönüştürme süresi içinde bu haklarını PDT'lerini paylara dönüştürmek veya anaparalarını işlemiş faiziyle birlikte geri almak şeklinde kullanırlar. On iş gününü geçmeyecek şekilde belirlenen dönüştürme süresi içerisinde

ortaklığa dönüştürme talebiyle başvuruda bulunmayan PDT sahiplerinin iradeleri PDT bedellerinin nakden ödenmesi şeklinde değerlendirilir ve bu bedeller PDT'lerin dönüştürme süresinin sonunda ortaklık tarafından ilgili PDT sahiplerinin hesaplarına aktarılır. Dönüştürme süresinin sonunda, paylarla değiştirilmeyen PDT'ler nedeniyle ortaklığın elinde kalan paylar iptal edilir.

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

b) Ortaklığın Talebine Bağlı Dönüştürme

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

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

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

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

c) PDT Sahibinin Talebine Bağlı Dönüştürme

PDT'lerin tamamı veya bir kısmı PDT sahibinin talebine bağlı olarak vadeden önce paylara dönüştürülebilir. Dönüştürme hakkını kullanmak isteyen PDT sahipleri, PDT'lerin

ihracı esnasında belirtilmiş olan tarihlerden en erken bir ay önce dönüştürme hakkının kullanımı için ortaklığa bildirimde bulunurlar. Bu bildirim yetkili kuruluş vasıtası ile yapılması zorunludur. Ortaklık, söz konusu bildirim kolaylıkla yapılabilmesi için gerekli önlemleri almakla yükümlüdür.

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

2.2.4. Değiştirilebilir Tahviller

2.2.4.1. Tanımı ve Genel Esasları

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

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

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

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

2.2.4.2. Değiştirme Fiyatı ve Oranı

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

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

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

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

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

2.2.4.3. DET'in İtfası

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

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

paylarla değiştirilmesi mümkündür.

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

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

a) İtfa Planına Bağlı Değiştirme

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

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

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

b) İhraççının Talebine Bağlı Değiştirme

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

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

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

c) DET Sahibinin Talebine Bağlı Değiştirme

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

2.2.5. Finansman Bonoları

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

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

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

2.2.6. Kıymetli Maden Bonoları

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

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

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

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

2.2.7. Diğer Borçlanma Araçları

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

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

Bankaların ihraç ettiği özkaynak hesaplamasına (sermaye benzeri borçlanma araçları) dahil edilecek nitelikteki borçlanma araçları için Tebliğin PDT’ye ilişkin hükümleri

uygulanmaz. Bankaların bu nitelikteki borçlanma araçlarının ihracına ve halka açık bankalar bakımından paya dönüştürülmesine ilişkin esaslar Kurulca belirlenir.

ÖRNEK SORULAR

1. Sermayede temsil edilmesi zorunlu olmayan, sabit bir getiri taahhüdü barındırmayan, pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını veren ve bu nitelikte olduğu Kurulca belirlenen menkul kıymet aşağıdakilerden hangisidir? (2014 I. Dönem)
 - a) Pay
 - b) Piyasa danışmanı
 - c) Kayıtlı sermaye
 - d) Pay benzeri menkul kıymetler
 - e) İhraççı

2. Aşağıdakilerden hangisinin fiyatı bir başka ürünün fiyatına bağlıdır? (2014 I. Dönem)
 - a) Türev
 - b) Pay senedi
 - c) Tahvil
 - d) Bono
 - e) Faiz

3. Pay ile değiştirilebilir tahvil sahiplerine sahip oldukları tahviller karşılığında verilecek paylar için esas alınacak fiyat aşağıdakilerden hangisidir? (2014 I. Dönem)
 - a) İskontolu fiyat
 - b) Değişirme fiyatı
 - c) Piyasa fiyatı
 - d) Borsa fiyatı
 - e) Tavan fiyat

4. Aşağıdakilerden hangisi pay ile değişirme sırasında pay ile değiştirilebilir tahvilin nominal değeri karşılığında verilecek pay sayısını gösterir? (2013 I. Dönem)
 - a) Değişirme fiyatı
 - b) Altın katsayı
 - c) Değişirme oranı
 - d) Değerleme primi
 - e) Emisyon primi

5. Sermaye Piyasası Kurulu'nun borçlanma araçlarına ilişkin düzenlemelerinde tahvillere ilişkin belirlenen genel esaslar arasında aşağıdakilerden hangisi yer almaz? (2013 II. Dönem)
- Tahviller iskontolu, primli ve/veya kupon ödemeli olarak satılabilir.
 - Tahvillere ödenecek faiz oranı ile ödeme koşullarına ilişkin esaslar, ihraca ilişkin belgelerde açıkça belirtilmek koşuluyla ihraççılar tarafından belirlenir.
 - Değişken faizli tahvil ihraç edilemez.**
 - Tahvillerin anaparası, vade tarihinde bir defada veya vade içinde taksitler halinde ödenebilir.
 - Bankalar tarafından ihraç edilecek tahviller, bu tahvillerin vadesi boyunca satışa sunulabilir.
6. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Borçlanma Araçları Tebliği'ne göre aşağıdakilerden hangisi borçlanma aracı değildir? (2014 I. Dönem)
- Tahvil
 - Aracı Kuruluş Varantı**
 - Paya Dönüştürülebilir Tahvil
 - Kıymetli Maden Bonosu
 - Değiştirilebilir Tahvil

3. YATIRIM FONU KATILMA PAYLARI

3.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

3.1.1. Kolektif Yatırımın Yeri

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

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

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

Üçüncü olarak bireysel yatırımcı sahip olduğu portföyün durumunun yakından takip edilmesi ve duruma göre uygun değişiklikler yapılması için profesyonel yardım almayı tercih edebilir. Bu durumda, Kurul tarafından yetkilendirilen bir yatırım kuruluşundan yatırım

danışmanlığı veya daha etkin bir finansal hizmet niteliği taşıyan portföy yönetim hizmeti satın alınabilir. Bireysel portföy yönetim hizmeti alınması durumunda sermaye piyasası araçlarına ve piyasanın işleyiş şekline, iş ve işlemlerin gerçekleştirilme usulüne ilişkin olarak profesyonel yardım alınabilecek olmakla birlikte, genel olarak bu hizmetin alınabilmesi için portföyün asgari bir büyüklüğe sahip olması gerekmektedir. Zira, ancak asgari büyüklüğe sahip bir portföy için anlamlı yönetim stratejileri geliştirilebilir. Bunun dışında sağlanan bu hizmet için ayrıca aracılık ücretlerine ek olarak portföy yönetim hizmeti ücreti söz konusu olacaktır.

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

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

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

3.1.2. Bir Süreç Olarak Kolektif Yatırım ve Kuruluşları

Kolektif yatırımı bu şekilde ortaya koyduktan sonra, kolektif yatırım süreçlerini de gözden geçirmek gerekir. Böylelikle kolektif yatırıma 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 fon³² toplanarak ortak bir portföy oluşturulması,
- iii) Toplanan fonların, bu yatırım stratejisine uygun şekilde yatırıma yönlendirilmesi,

³² Burada yer verilen fon ifadesi sermaye piyasalarında faaliyet gösteren yatırım fonu kavramı ile karıştırılmamalıdır.

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:

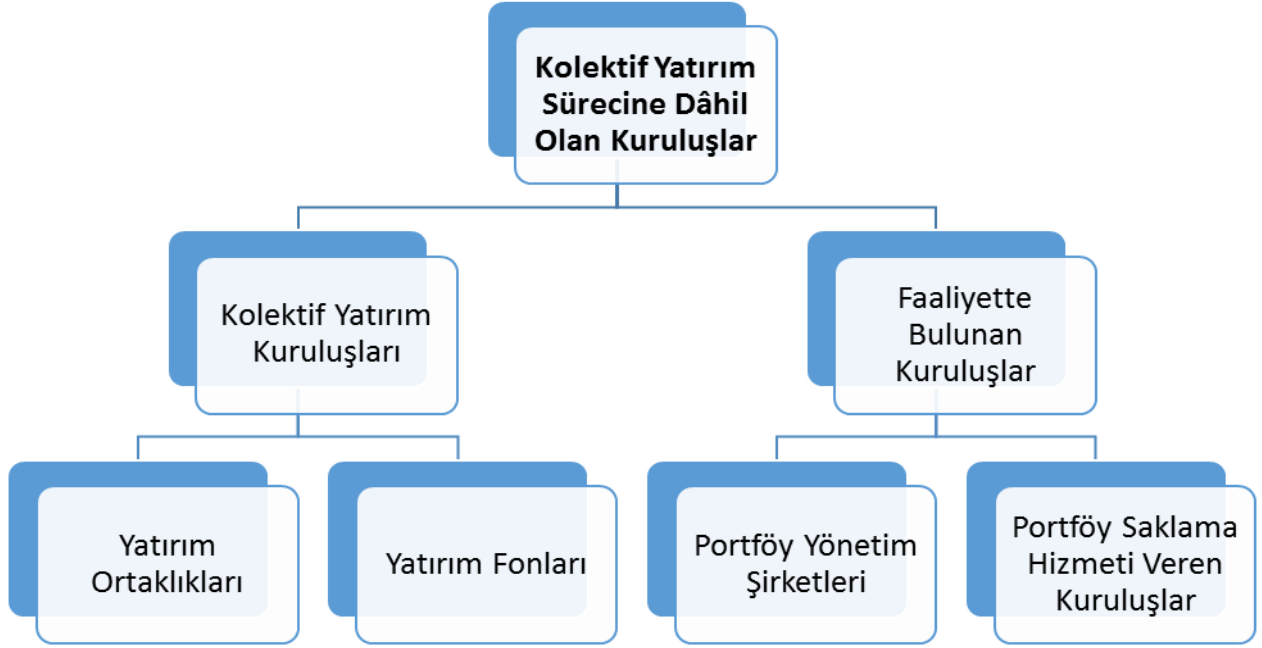
i) Kolektif Yatırım Kuruluşları

- 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-48.2 sayılı "Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" uyarınca bir anonim ortaklık şeklinde kurulan yatırım ortaklıklarına da portföy yönetim hizmeti verebilmektedir. Dolayısıyla, her iki hukuki form açısından da portföy yönetim şirketleri temel bir rol oynamaktadır. Kolektif yatırım sürecinde portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşlar da portföy yönetim şirketleri ile birlikte kolektif yatırım sürecinin (iv) ve (v)'inci basamaklarında görev alırlar. Kolektif yatırım sürecine dâhil olan söz konusu kuruluşları aşağıdaki gibi gösterebiliriz:



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-55.1 sayılı “Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği”nin 6 ncı maddesinde de İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) ile Kurulca yetkilendirilen banka ve aracı kurumların Kuruldan izin almak koşuluyla portföy saklama hizmeti sunabilecekleri ifade edilmiştir.

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

Bu bölümün konusu ‘yatırım fonları’ ile sınırlı olduğundan ve yatırım fonu türleri ile yatırım ortaklıkları “Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları”

modülünün kapsamı içerisinde yer aldığından bu bölümde genel olarak yatırım fonlarına ilişkin bilgi verilecektir.

3.1.3. Yatırım Fonu

SPKn'nun 52 nci maddesi uyarınca;

• Tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla

• Tasarruf sahipleri hesabına

• İnançlı mülkiyet esaslarına göre

• Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla

• Portföy yönetim şirketleri tarafından

• Fon iç tüzüğü ile kurulan ve

• Tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığına

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

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

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

Ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan anonim ortaklık olan portföy yönetim şirketi, fonu, yatırım fonu katılma payı sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde

temsil eder, yönetir veya yönetimini denetler. Portföy yönetim şirketi yatırım fonuna ait varlıklar üzerinde kendi adına ve fon hesabına mevzuat ve fon iç tüzüğüne uygun olarak tasarrufta bulunmaya ve bundan doğan hakları kullanmaya yetkilidir.

SPKn'nun 52 nci maddesinin beşinci fıkrasında, gayrimenkul yatırım fonlarının ihtiyacı dikkate alınarak; yatırım fonlarının, tapuya tescil işlemleri ile sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz addolunduğu hükmüne yer verilmiştir. 6362 sayılı SPKn ile getirilen bu yenilik, yatırım fonlarının gayrimenkul yatırımında bulunmasını sağlaması ve diğer türlerinin yanında gayrimenkul yatırım fonlarının da mevzuata kazandırılması açısından önemli olmuştur. Gayrimenkul yatırım fonu portföyünde bulunan taşınmazlar, taşınmaza dayalı haklar ve taşınmaza dayalı senetler tapu kütüğüne fon adına tescil edilir. Tapuda fon adına yapılacak işlemler, portföy yönetim şirketi ile portföy saklama hizmetini yürüten kuruluş yetkililerinin müşterek imzalarıyla gerçekleştirilir.

3.1.4. Yatırım Fonlarına Hâkim Olan Temel İlkeler

Yatırım fonlarına hâkim olan temel ilkeler şunlardır:

a) Riskin Dağıtılması İlkesi

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

b) Profesyonel Yönetim

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

c) Portföy Yatırımları

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

d) 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/yönettirmek zorundadır.

e) Mal Varlığının Korunması

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

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

3.2. YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN ESASLAR TEBLİĞİ

6362 sayılı SPKn'nun 52 nci³³ ve 54 üncü³⁴ maddelerine dayanılarak hazırlanan III-52.1 sayılı “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” (Bu bölüm ile sınırlı olmak üzere Tebliğ olarak anılacaktır.) 09.07.2013 tarihli ve 28702 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak 01.07.2014 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

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

³³ MADDE 52 – Yatırım fonları

³⁴ MADDE 54 – Yatırım fonlarında Kurula tanınan diğer yetkiler

Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları” modülüne ilişkin çalışma kitabından yararlanabilir.

6362 sayılı SPKn ile getirilen yenilikler ve oluşturulan yeni yapı çerçevesinde, yatırım fonlarının eski ve yeni durumu aşağıdaki gibi gösterilebilir:



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

- Münhasıran portföy yönetim şirketlerinin yatırım fonlarının kurucusu ve yöneticisi olacağı, fon portföylerinde yer alan varlık ve işlemlerin ise portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşlar tarafından saklanacağı düzenlenmektedir.
- Getirilen yeni yapıda, tek bir içtüzük ile “şemsiye fon” yapısı ile yatırım fonu kurulabilmekte, belirli sınıflara ayrılan şemsiye fon türleri altında farklı stratejilere sahip fonların ise sadece izahname ve yatırımcı bilgilendirme dokümanı düzenleyerek pay ihraç edebilmesine imkân sağlanmaktadır.
- Azami fon tutarı belirlenmesi uygulaması kaldırılmış olup, böylelikle açık uçlu fon yapısına geçilmektedir.
- Yatırım yapılabilecek varlıklar çeşitlendirilmekte, fon kuruluş işlemlerini hızlandıracak mekanizmalar kurulmakta, yatırımcıların tam ve doğru olarak bilgilendirilmesi

amacına yönelik olarak fon türleri ana gruplar şeklinde belirlenmekte ve AB düzenlemeleri ile uyumlu olarak yatırımcıların etkin bir şekilde bilgilendirilmelerini teminen “*Yatırımcı Bilgilendirme Dokümanı*” düzenlenmektedir.

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

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

3.2.1. Fon Malvarlığı

Fonun malvarlığı, kurucunun ve portföy saklayıcısının malvarlığından ayrıdır. *Kurucu*; Kanunun 55 inci maddesi³⁵ kapsamında ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan anonim ortaklık şeklinde kurulan portföy yönetim şirketini, *portföy saklayıcısı* ise Kanunun 56 ncı maddesi³⁶ kapsamında yetkilendirilmiş portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşu ifade etmektedir.

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

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

Fon malvarlığı, fon hesabına olması ve içtüzükte ve izahnamede hüküm bulunması şartıyla, kredi almak, türev araç işlemleri, açığa satış işlemleri veya fon adına taraf olunan benzer nitelikteki işlemlerde bulunmak haricinde, teminat gösterilemez ve rehnedilemez. Fon malvarlığı kurucunun ve portföy saklayıcısının yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi halinde dahi başka bir amaçla tasarruf edilemez, kamu alacaklarının

³⁵ MADDE 55 – Portföy yönetim şirketi

³⁶ MADDE 56 - Portföy saklama hizmeti ve bundan doğan sorumluluk

tahsili amacı da dahil olmak üzere haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dahil edilemez.

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

3.2.2. Kurucunun Yetki ve Sorumluluğu

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

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

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

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

3.2.3. Şemsiye Fona İlişkin Genel Esaslar

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

Şemsiye fon, katılma payları tek bir içtüzük kapsamında ihraç edilen tüm fonları kapsayan yatırım fonudur. Şemsiye fon, aşağıda belirtilen varlıklar ve işlemlerden oluşan

portföy veya portföyleri işletmek amacıyla kurulur ve bunun dışında herhangi bir işle uğraşamaz.

- a) Özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil Türkiye'de kurulan ihraççılara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları,
- b) Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ile ihraççı payları,
- c) 12 aydan uzun vadeli olmamak üzere vadeli mevduat, katılma hesabı ve mevduat sertifikaları,
- ç) Borsada işlem görmeleri kaydıyla; altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları,
- d) Fon katılma payları,
- e) Repo ve ters repo işlemleri,
- f) Kira sertifikaları,
- g) Gayrimenkul sertifikaları,
- ğ) Varantlar ve sertifikalar,
- h) Takasbank para piyasası ve yurt içi organize para piyasası işlemleri,
- ı) Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri,
- i) Kurulca uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri,
- j) Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçları.

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

- a) Her bir fonun tüm varlık ve yükümlülükleri birbirinden ayrıdır.
- b) Şemsiye fonun kuruluş giderleri ile fonların katılma payı ihraç giderleri hariç olmak üzere, bir şemsiye fon için yapılması gereken tüm giderler fonların toplam değerleri dikkate alınarak oransal olarak bu fonların portföylerinden karşılanır.
- c) Bir şemsiye fonun Tebliğ uyarınca tasfiye edilmesi veya devredilmesi durumunda, bu şemsiye fona bağlı fonların da tasfiye edilmesi veya devredilmesi gerekir.

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

3.2.4. Şemsiye Fon İçtüzüğü

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

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

- a) Şemsiye fonun unvanı, türü, süresi,
- b) Kurucunun, yöneticinin ve portföy saklayıcısının unvanı ve adresleri,
- c) Şemsiye fona bağlı fonlara ilişkin genel esaslar (Fon türü çerçevesinde yatırım yapılacak varlıklar ve portföy yönetim ilkeleri, katılma paylarının alım satımına ilişkin usul ve esaslar, portföyün yönetimine ve saklanmasına ilişkin esaslar, portföyün değerlemesine ilişkin esaslar, fon malvarlığından yapılabilecek harcamalara ilişkin esaslar, fon gelir gider farkının katılma payı sahiplerine aktarılmasına ilişkin esaslar, fona katılma ve fondan ayrılma şartları),
- ç) Fonun tasfiye şekli,
- d) Kurulca belirlenecek diğer unsurlar.

3.2.5. Şemsiye Fon Türleri

Şemsiye fonlar aşağıdaki türlerde kurulabilir.

- a) Fon toplam değerinin en az %80'i devamlı olarak;
 - i) Yerli ve/veya yabancı kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlar "BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSIYE FONU",
 - ii) Yerli ve/veya yabancı ihraççıların paylarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlar "HİSSE SENEDİ ŞEMSIYE FONU",
 - iii) Borsada işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile kıymetli madenlere dayalı para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlar "KIYMETLİ MADENLER ŞEMSIYE FONU" ve
 - iv) Diğer fonların ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonları kapsayan şemsiye fonlar "FON SEPETİ ŞEMSIYE FONU",

b) Portföyünün tamamı devamlı olarak, vadesine en fazla 184 gün kalmış likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan ve portföyünün günlük olarak hesaplanan ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonları kapsayan şemsiye fonlar "PARA PİYASASI ŞEMSIYE FONU",

c) Portföyünün tamamı devamlı olarak, kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile Kurulca uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonları kapsayan şemsiye fonlar "KATILIM ŞEMSIYE FONU",

ç) Portföy sınırlamaları itibarıyla yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonları kapsayan şemsiye fonlar "DEĞİŞKEN ŞEMSIYE FON",

d) Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonları kapsayan şemsiye fonlar "SERBEST ŞEMSIYE FON",

e) Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin bilgilendirme dokümanlarında belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesi;

i) Uygun bir yatırım stratejisine ve garantör tarafından verilen garantiye dayanılarak taahhüt edilen fonları kapsayan şemsiye fonlar "GARANTİLİ ŞEMSIYE FON",

ii) Uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak en iyi gayret esası çerçevesinde amaçlanan fonları kapsayan şemsiye fonlar "KORUMA AMAÇLI ŞEMSIYE FON"

olarak adlandırılır.

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

Fon portföy değerinin en az %80'i devamlı olarak menkul kıymet yatırım ortaklıkları payları hariç olmak üzere borsada işlem gören ihraççı paylarından oluşan ve yukarıdaki (a) bendinin (ii) numaralı alt bendinde belirtilen (Hisse Senedi) şemsiye fona bağlı olarak ihraç edilen fonlar "HİSSE SENEDİ YOĞUN FON" olarak kabul edilir. Hisse senedi yoğun fonların portföylerinde yer alan ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı olarak yapılan vadeli işlem sözleşmelerinin nakit teminatları, ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı opsiyon sözleşmelerinin primleri ile borsada işlem gören ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı aracı kuruluş varantları %80'lik oranın hesaplanmasına dahil edilir.

Fon portföyüne türev araçların dahil edilmesi halinde, yukarıdaki (a) bendinde yer alan %80'lik oranın hesaplanmasına ilişkin esaslar Kurulca belirlenir. Fon portföyüne dahil edilen türev araçlar, Kurulca fon portföyüne alınması uygun görülen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden oluşur.

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

3.2.6. Fonun Unvanı

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

Fon unvanında fonun vade yapısına yer verilmesi halinde, Tebliğ'in 20 nci maddesinin birinci fıkrasında belirtilen fonun portföyüne dahil edilecek varlıkların vade yapısına ilişkin sınırlamalara uyulmalıdır.

Kurul tarafından uygun görülen bir endeks kapsamındaki varlıkların tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısmından oluşan fonların unvanlarında “ENDEKS” ibaresine yer verilmesi zorunludur.

Koruma amaçlı ve garantili fonlara ilişkin olarak aşağıda yer alan esaslara uyulur.

a) Koruma amaçlı ve garantili şemsiye fonların unvanlarında koruma amaçlı veya garantili fon ibarelerinin bulunması yeterli olup, garantinin veya korumanın başlangıç yatırımına oranına ya da garantili fonlarda garantör tarafından sağlanan garanti kapsamındaki getiri oranına şemsiye fona bağlı fonların unvanları ile fon izahnamesi ve yatırımcı bilgi formlarında yer verilir.

b) Özel sektör tarafından ihraç edilen kira sertifikalarına ve borçlanma araçlarına yatırım yapan garantili ve koruma amaçlı fonların unvanlarında söz konusu sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımı belirtir bir ifadeye yer verilir.

Fon izahnamesi, fonun özelliklerine ve buna bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesini ifade eder.

Yabancı para ve sermaye piyasası araçlarına toplam değerinin en az %80'i oranında yatırım yapan fonların unvanlarında “YABANCI” ibaresine yer verilmesi zorunludur.

Unvanlarında bu ibareye yer vermeyen hisse senedi ve borçlanma araçları fonlarında, fon toplam değerinin en fazla %20'si oranında yabancı para ve sermaye piyasası araçları fon portföyüne dâhil edilebilir.

Kurulun finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemeleri kapsamındaki iştiraklerin para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonların unvanlarında “İŞTİRAK” ibaresine yer verilmesi zorunludur.

Ayrıca, yatırım fonlarının unvanı aşağıda yer alan esaslar çerçevesinde belirlenir:

a) i) Fonun unvanında, asgari olarak fonun bağlı olduğu şemsiye fonun türünü gösterir ibare ve kurucunun unvanı³⁷ yer alır.

ii) Kıymetli madenler şemsiye fonuna bağlı fonlara ilişkin olarak fon toplam değerinin en az %80'inin devamlı olarak belirli bir kıymetli madene yatırılması halinde anılan fonların unvanında fon türüne ilişkin ibareye yer yerilmez.

b) Yukarıdaki (a) bendinde belirlenen asgari ibarelere ilave olarak, en fazla bir ibareye daha fon unvanında yer verilebilir. Yatırımcıların daha doğru bir şekilde bilgilendirilmelerini teminen Kurulca uygun görülmesi kaydıyla bu şarta istisna getirilebilir.

c) Fon toplam değerinin en az %80'inin devamlı olarak belirli bir varlık grubuna, sektöre, coğrafi bölgelere vb. yatırılması halinde söz konusu durum fon unvanına yansıtılmalıdır. Yukarıda verilen (b) bendi kapsamında bu durumu yansıtmak üzere yalnızca bir ibare kullanılabilir.

Yukarıda (a), (b) ve (c) bentlerinde yer alan ilkeler çerçevesinde belirlenebilecek fon unvanlarına ilişkin örnekler aşağıda verilmektedir:

Örnek 1: Fon toplam değerinin en az %80'inin devamlı olarak gümüşe yatırılması halinde fon unvanında “Kıymetli Madenler” ibaresine yer verilmeksizin unvan “Gümüş Fonu” olarak belirlenir.

Örnek 2: Fon toplam değerinin en az %80'inin devamlı olarak özel sektör tarafından ihraç edilmiş kira sertifikalarına yatırılması halinde fon unvanı “Özel Sektör Kira Sertifikaları Katılım Fonu” olarak belirlenir.

Örnek 3: Fon toplam değerinin en az %80'inin gelişmekte olan ülkelerdeki teknoloji sektöründe faaliyet gösteren yabancı ortaklık paylarına yatırılması halinde, fon unvanı “Teknoloji Sektörü Yabancı Hisse Senedi Fonu” veya “Gelişmekte Olan Ülkeler Yabancı Hisse

³⁷ Kurucu unvanında “X Portföy Yönetimi A.Ş” yerine, “X PYS” veya “X Portföy” ifadesinin kullanılması mümkündür.

Senedi Fonu” olarak belirlenebilir. Bu durumda, Fon Tebliği hükümleri ve Rehber’de belirtilen esaslar çerçevesinde kullanımı zorunlu olan “Yabancı” ve “Hisse Senedi Fonu” ibarelerine ek olarak “Teknoloji Sektörü” veya “Gelişmekte Olan Ülkeler” ibaresinden bir tanesinin seçilmesi gerekir.

d) Fon portföyünün, aynı varlık grubunda yer alan farklı araçlardan oluşması ve devamlı olarak, her birinin fon toplam değerine oranının asgari %40 olması durumunda yukarıda verilen (b) bendi uygulanmaksızın fon unvanında her iki ibareye birden yer verilebilir.

Örnek: Devamlı olarak, fon toplam değerinin en az %40’ının altına ve en az %40’ının gümüşe yatırılması halinde fon unvanı “Altın ve Gümüş Fonu” olarak belirlenir.

e) **i)** Tebliğ’in 23 üncü maddesinin birinci fıkrası uyarınca, belirli yatırımcılara tahsis edilmiş fonların unvanında “özel” ibaresine yer verilir ve bu ibare fon unvanında en sonda yer alır.

ii) Belirli kriterler çerçevesinde (işyeri, belirli meslek grupları veya sektörel bazda gibi) katılma payları belirli bir yatırımcı kitlesine tahsis edilmiş olan fonlar, Tebliğ’in 23 üncü maddesinin birinci fıkrasında düzenlenen “*Katılma payları önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar*” kapsamındadır. Söz konusu fonların unvanlarında fon paylarının satıldığı yatırımcı kitlesini tanımlayan ibareye de yer verilir.

Örnek 1: Özel Sektör Borçlanma Araçları Doktorlar Özel Fonu

Örnek 2: ABC A.Ş. Çalışanlarına Yönelik Hisse Senedi Özel Fonu

iii) Uluslararası anlaşmalar kapsamında, katılma paylarının belirli ülke vatandaşlarına satışının kısıtlandığı fonlar özel fon olarak nitelendirilmez ve fonların unvanında “özel” ibaresine yer verilmez. Bu tür fonların izahnamelerinde söz konusu sınırlamaya ilişkin bir açıklama yapılır.

f) Tebliğ’in 6 ncı maddesinin ikinci fıkrası çerçevesinde hisse senedi yoğun fonların unvanlarının sonunda “(*Hisse Senedi Yoğun Fon*)” ibaresine yer verilir.

Örnek: BIST30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)

g) Tebliğde belirlenen esaslar çerçevesinde borçlanma araçları fonlarında vade yapısına yer verilmek istenmesi durumunda, vade yapısına ilişkin ibare fon unvanında en başta yer alır.

Örnek: Orta Vadeli Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu

h) Koruma amaçlı ve garantili şemsiye fonlara bağlı fonların unvanlarında garantinin veya korumanın başlangıç yatırımına, oranına veya garantili fonlarda garantör tarafından

sağlanan garanti kapsamındaki getiri oranına yer verilir. Özel sektör tarafından ihraç edilen kira sertifikalarına ve borçlanma araçlarına yatırım yapan garantili ve koruma amaçlı fonların unvanlarında söz konusu sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımı belirtir bir ibareye yer verilir.

Örnek 1: Özel Sektör Kira Sertifikalarına Yatırım Yapan %102 Anapara Koruma Amaçlı Fon

Örnek 2: Özel Sektör Borçlanma Araçlarına Yatırım Yapan %98 Anapara Garantili Fon

i) Yukarıda verilen (b) bendi uyarınca, değişken fonların unvanına, fonun portföy yönetim stratejisi çerçevesinde, varlık seçimine ve riskin dağılımına yönelik olarak kullanılan teknik/yöntemi yansıtacak bir ibarenin eklenmesi mümkündür.

j) Fon izahnamesinde belirtilmesi ve Kurulca uygun görülmesi koşuluyla, fon unvanına ilaveten, reklam ve pazarlama faaliyetlerinde yatırımcıları yanlış yönlendirmeyecek şekilde, fonun risk ve getiri yapısının tam ve doğru bir şekilde anlaşılmasını sağlayacak farklı bir ad kullanılabilir.

3.2.7. Şemsiye Fonun Kuruluşu

Borsa yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonları dışındaki yatırım fonlarının şemsiye fon şeklinde kurulması zorunludur. Kurucu, taslak içtüzük ve Kurulca esasları belirlenen başvuru formu ile Kurulca istenen diğer bilgi ve belgelerle Kurula başvurur. Şemsiye fon kuruluş başvurusu için gerekli bilgi ve belgeler Kurul tarafından belirlenerek ilan edilmekte olup, Kurul web adresinin <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=254&submenuheader=0> bağlantısından Kurulca esasları belirlenen başvuru formuna ulaşılması mümkündür.

Şemsiye fonların kuruluş izni alabilmesi için kurucu ile portföy saklayıcısı arasında yapılan saklama sözleşmesinin kurulacak şemsiye fonu da kapsamı ve içtüzüğün Kurulca onaylanması gerekmektedir. Kuruluş başvurusu kapsamında, içtüzükte yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen içtüzük standardına göre eksiksiz olması zorunludur. Kurulca belirlenen içtüzük standardına <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=254&submenuheader=0> adresinden ulaşılabilir.

Kuruluş başvuruları, gerekli belgelerin Kurula eksiksiz olarak sunulmasından itibaren iki ay içinde Kurul tarafından karara bağlanır. Yapılan inceleme neticesinde başvurunun onaylanmaması halinde, bu durum gerekçesi belirtilerek başvuru sahibine bildirilir.

Kurulca onaylanan içtüzük, Kurul kararının şirket tarafından tebellüğ edildiği tarihi izleyen altı iş günü içinde kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ettirilir ve TTSG ile KAP'ta ilan olunur.

3.2.8. Katılma Paylarının İhracı ve Halka Arzı

3.2.8.1. Katılma Paylarının İhracı

Katılma paylarının halka arz edilmesi veya belirli kişi ve/veya kuruluşlara tahsisli ya da nitelikli yatırımcılara satılması zorunludur.

Her bir fonun katılma payı ihracı için Kurulca belirlenen standartlara uygun olarak izahname ve yatırımcı bilgi formu düzenlenir ve Kurulca istenen diğer bilgi ve belgelerle birlikte kurucu tarafından Kurula başvurulur. Söz konusu izahname ve yatırımcı bilgi formları Kurulun web adresinin <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=466&submenuheader=0> bağlantısında verilmektedir. Bir şemsiye fona bağlı olarak oluşturulacak ilk fonun katılma payı ihracı başvurusunun içtüzüğün tescilinden itibaren en geç üç ay içinde yapılması zorunludur. Bu süre içinde Kurula başvuru yapılmaması durumunda, içtüzük kurucu tarafından ticaret sicilinden terkin ettirilir. Buna ilişkin belgeler 6 (altı) iş günü içinde Kurula gönderilir. Kurulca uygun görülecek makul gerekçelerin varlığı halinde, üç aylık süre bir defaya mahsus olmak üzere üç ay daha uzatılabilir.

Katılma paylarının ihraç edilebilmesi için fon izahnamesinin Kurul tarafından onaylanması gereklidir. İzahnamede bulunması gereken asgari unsurlar Tebliğin 2 numaralı Ekinde yer almaktadır. İzahnamede yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen izahname standardına göre eksiksiz olduğunun tespiti halinde izahname onaylanır ve keyfiyet ilgililere bildirilir. Yapılan inceleme neticesinde izahnamenin onaylanmaması halinde, bu durum gerekçesi belirtilerek başvuru sahibine bildirilir.

İzahnamenin onaylanması, bu belgede yer alan bilgilerin doğru olduğunun Kurulca tekeffülü anlamına gelmeyeceği gibi, ilgili fon katılma paylarına ilişkin bir tavsiye olarak da kabul edilemez.

İzahname ve yatırımcı bilgi formu, izin yazısının şirket tarafından tebellüğ edildiği tarihi izleyen 10 iş günü içinde KAP'ta ve kurucunun resmi internet sitesinde yayımlanır, ayrıca ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan edilmez. Ancak, izahnamenin nerede yayımlandığı hususu ticaret siciline tescil ettirilir ve TTSG'de ilan olunur. Yatırımcı bilgi formunda söz konusu tescil tarihi belirtilir.

Katılma payları, yatırımcı bilgi formunun KAP'ta yayımını takiben, bu formdaki esaslar çerçevesinde ve formda belirtilen satış başlangıç tarihinden itibaren, formda belirtilen dağıtım kanalları aracılığıyla yatırımcılara sunulur.

Katılma payları karşılığı yatırımcılardan toplanan para ve diğer varlıkların, takip eden iş günü izahnamede belirlenen varlıklara ve işlemlere yatırılması zorunludur. Garantili ve koruma amaçlı fonlarda talep toplanması halinde, takip eden iş günü iki iş günü olarak uygulanır ve bu sürenin hesaplanmasında talep toplanmanın sona erdiği gün esas alınır.

3.2.8.2. Yatırımcı Bilgi Formu

Yatırımcı bilgi formu; yatırımcıların fonun yapısını, yatırım stratejisini ve risklerini gösteren özet formdur. Yatırımcı bilgi formu, yatırımcıların fonun yapısını, yatırım stratejisini ve risklerini makul ölçüde anlayabilmeleri ve bilgiye dayalı olarak yatırım kararları alabilmeleri amacıyla hazırlanır. Bu form, asgari unsurları ve standardı Kurul tarafından belirlenen ve yatırım kararının alınmasında etkili olabilecek nitelikteki temel bilgileri içerir. Kurucu, bu formun içtüzük ve izahname ile tutarlılığından, içeriğinin doğruluğundan, güncelliğinin sağlanmasından ve bu formda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan sorumludur.

Yatırımcı bilgi formunun, fonun temel nitelikleri ile ilgili asgari olarak aşağıdaki bilgileri içermesi zorunludur:

- i) Fonu tanıtıcı bilgi,
- ii) Yatırım amaçlarının ve yatırım politikasının kısa tanımı ile portföy dağılımı,
- iii) Fonun varsa geçmiş performansı veya fon türüne bağlı olarak performans senaryo analizleri,
- iv) Fonun yönetim ücreti, komisyon ve diğer giderleri ile toplam gider oranı,
- v) Fonun maruz kaldığı risklerle ilgili uygun açıklamaları ve uyarıları içeren risk ve getiri profili,
- vi) Katılma paylarının alım satım esasları.

Formda, yatırımcıların içtüzük, izahname, finansal raporlar ile diğer ek bilgileri nereden ve ne şekilde elde edebilecekleri belirtilir. Form kısa, öz ve anlaşılır bir şekilde azami iki sayfa olarak hazırlanır. Formda yer alan bilgiler açık, yeterli, içtüzük ve izahname ile tutarlı olmalı ve yatırımcıyı yanıltıcı nitelikte olmamalıdır.

Diğer taraftan, 19.02.2015 tarih ve 2015/4 sayılı Kurul Bülteninde yayımlanan aynı tarih ve 4/206 sayılı Kurul İlke Kararı uyarınca, serbest şemsiye fona bağlı olarak ihraç edilecek fonların yatırımcı bilgi formu düzenlemesi ihtiyaridir.

3.2.8.3. Bilgilendirme Dokümanlarında Yapılacak Değişiklikler

a) İçtüzük değişiklikleri

İçtüzük değişikliklerinde aşağıdaki hususlara uyulur:

i) İçtüzük değişiklikleri Tebliğ'in 10 uncu maddesinin üçüncü fıkrası çerçevesinde incelenerek Kurul tarafından onaylanır. Yapılan inceleme neticesinde başvuruların onaylanmaması halinde bu durum gerekçesi belirtilerek başvuru sahibine bildirilir.

ii) İçtüzük değişiklikleri Kurul tarafından onaylanmasını takiben Tebliğ'in 10 uncu maddesinin beşinci fıkrası çerçevesinde tescil ve ilan edilir.

iii) Yatırımcıların yatırım yapma kararını etkileyebilecek ve önceden bilgi sahibi olunmasını gerektirecek nitelikteki içtüzük değişikliklerinin, bir duyuru metni ile izin yazısının şirket tarafından tebellüğ edildiği tarihi izleyen iş günü ayrıca KAP'ta ve kurucunun resmi internet sitesinde ilan edilmesi ve yeni hususların yürürlüğe giriş tarihinin 10 iş gününden az olmamak üzere duyuru metninde belirtilmesi gereklidir.

iv) Söz konusu içtüzük değişiklikleri izahnamede değişiklik yapılmasını gerektirir nitelikte ise aşağıda belirtilen esaslar çerçevesinde izahname değişikliklerinin de yapılması gerekir.

b) İzahname Değişiklikleri

İzahname değişikliğinin yatırımcıların yatırım yapma kararını etkileyebilecek ve önceden bilgi sahibi olunmasını gerektirecek nitelikte olması halinde Tebliğ'in 11 inci maddesinin dördüncü fıkrası çerçevesinde Kurul tarafından incelenerek onaylanması ve aynı maddenin altıncı fıkrası çerçevesinde ilan edilmesi gereklidir. İzahname değişikliklerine ilişkin olarak düzenlenen duyuru metni izin yazısının şirket tarafından tebellüğ edildiği tarihi izleyen iş günü KAP'ta ve kurucunun resmi internet sitesinde ilan edilir. Yeni hususların yürürlüğe giriş tarihi 10 iş gününden az olmamak üzere duyuru metninde belirtilir.

İzahname değişiklikleri yatırımcıların yatırım yapma kararını etkileyebilecek ve önceden bilgi sahibi olunmasını gerektirecek nitelikte değil ise, Kurulun onayı aranmaksızın kurucu tarafından yapılarak KAP'ta ve kurucunun resmi internet sitesinde ilan edilir ve yapılan değişiklikler her takvim yılı sonunu izleyen altı iş günü içinde toplu olarak Kurula bildirilir.

c) Yatırımcı Bilgi Formu Değişiklikleri

Yatırımcı bilgi formunda yapılacak değişiklikler için Kurul onayı aranmaz. Ancak, değişikliklerin altı iş günü önce Kurula bildirilmesi, içtüzük ile izahnameye uygun olması ve değişikliği takip eden iş günü KAP'ta ve kurucunun resmi internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

Yatırımcı bilgi formunda yapılacak bir değişikliğin izahname ve/veya içtüzük değişikliklerini de gerektirmesi yukarıda verilen izahname ve içtüzük değişikliklerine ilişkin esaslar uygulanır.

Bilgilendirme dokümanlarında yapılan açıklamalarda, Kurul onayının Kurul veya kamunun tekeffülü olarak yorumlanmasına yol açacak açık veya dolaylı bir ifade kullanılamaz.

3.2.8.4. Katılma Paylarının Değeri

Katılma payı; yatırımcının sahip olduğu hakları taşıyan ve fona katılımını gösteren, kayden izlenen sermaye piyasası aracını ifade eder. Katılma paylarının itibari değeri yoktur.

Fon birim pay değeri, fon toplam değerinin katılma paylarının sayısına bölünmesiyle elde edilir. Fon birim pay değeri, katılma paylarının alım satımına esas teşkil eden fiyattır. Fonların birim pay değerinin günlük olarak hesaplanması ve ilan edilmesi esastır. Bilgilendirme dokümanlarında hüküm bulunmak kaydı ile aynı gün içinde iki fiyat açıklanabilir. Kurul katılma payı fiyatının günlük olarak hesaplanmasına ve açıklanmasına bu Tebliğde belirtilen haller dışında da istisna getirebilir.

Para piyasası fonları ile kısa vadeli borçlanma araçları fonları dışındaki fonlarda, katılma payı alım satım emirleri, emrin verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. Para piyasası fonları ve kısa vadeli borçlanma araçları fonlarında ise, alım satım emirleri en son ilan edilen birim pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir. Bununla birlikte, bilgilendirme dokümanlarında belirtilmek koşuluyla, para piyasası fonları ve kısa vadeli borçlanma araçları fonlarında katılma payı alım işlemi ve satım işlemi farklı birim pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilebilir.

Bilgilendirme dokümanlarında belirlenen esaslara göre hesaplanan birim pay değeri, katılma paylarının alım-satım yerlerinde duyurulur. Tebliğin 31 inci maddesinin üçüncü fıkrasında belirtilen (ekonomik kriz, piyasanın kapanması ve arızalar gibi) olağanüstü durumlarda, Kurulca uygun görülmesi halinde, katılma paylarının birim pay değerleri hesaplanmayabilir ve katılma paylarının alım satımı durdurulabilir.

Fon katılma payı sahiplerine temettü dağıtılması mümkündür.

3.2.8.5. Katılma Paylarının Alım-Satımı

Katılma payı alımı, birim pay değerinin tam olarak nakden teslim edilerek ödenmesi³⁸; katılma payı satımı, yatırımcıların paylarının bilgilendirme dokümanlarında belirlenen esaslara göre fona iade edilmek suretiyle paraya çevrilmesi şartıyla gerçekleştirilebilir. Fon toplam değerinin en az %80'i oranında altına yatırım yapan fonlarda, katılma payı alım satımında Kurulun onayı alınmak kaydıyla altın da kullanılabilir.

Katılma paylarının günlük olarak alım satımı esastır. Fon türü ve niteliği dikkate alınarak katılma paylarının günlük olarak alım satımına Kurulca istisna getirilebilir. İzahnamede ve yatırımcı bilgi formunda şartları belirlenmiş olmak koşuluyla katılma paylarının yatırımcılar tarafından alım ve satımlarında giriş-çıkış komisyonu uygulanabilir. Ancak, kurucu, yönetici ve yönetim veya sermaye bakımından bunlarla doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkili olanlar tarafından kurulan veya yönetilen fonların katılma paylarının fon portföyüne dâhil edilmesi halinde bu fonlara giriş ya da çıkış komisyonu ödenemez. Elde edilecek komisyon tutarı fon, kurucu, yönetici, katılma paylarının alım satımını yapan kuruluşlar veya portföy saklayıcısı arasında paylaşılabilir.

İzahnamede hüküm bulunması ve Borsanın uygun görmesi şartı ile katılma payları Borsada işlem görebilir. Borsada işlem görmeyen katılma paylarının, Borsa dışında alım satımı bilgilendirme dokümanlarında hüküm bulunması kaydıyla mümkündür. Bu durumda kurucu dışında alım satımı gerçekleştirebilecek kuruluşların KAP'ta ilan edilmesi zorunludur.

Katılma paylarının alım satımı Kurulun aracılık ve portföy yöneticiliği hizmetine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde gerçekleştirilir.

Kurucu ve/veya yönetici tarafından katılma paylarının fon adına alım satımı esastır. Kurucu ve/veya yönetici, fonun katılma payı sayısının %20'sini aşmayacak şekilde katılma paylarını kendi portföyüne dahil edebilir. Ancak katılma paylarının satışına başlanmadan önce kurucu tarafından fona avans olarak tahsis edilen tutar karşılığında alınan katılma payları fonun kuruluşundan itibaren bir yıl süre ile bu oranın hesaplanmasında dikkate alınmaz.

Kurul, katılma paylarının alım satımının borsalar ve/veya takas kurumları nezdinde kurulmuş Kurulca uygun görülen merkezi bir fon dağıtım platformu aracılığıyla da gerçekleştirilebilmesini teminen, Kurulca uygun görülen tüm fonların bu platforma dahil edilmesine ve yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri tarafından bu platformda işlem gören katılma paylarının alım satımına aracılık yapılmasına ilişkin düzenlemeler yapabilir.

Katılma payı alım satımı, fon toplam değerinin en az %80'i oranında yabancı para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan fonlar ile unvanında "(Döviz)" ibaresi yer alan

³⁸ 23.01.2015 tarih ve 2015/2 sayılı Kurul Bülteni'nde yayımlanan aynı tarih ve 2/32 sayılı Kurul İlke Kararı uyarınca, yatırım kuruluşlarının müşterileri kredi kartı ile yatırım fonu katılma payı alımı yapabilirler.

fonlarda, TCMB ve Hazine Müsteşarlığının görüşü alınarak, Kurulun onayı alınmak kaydıyla, TCMB tarafından günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı para birimleri üzerinden gerçekleştirilebilir.

3.2.8.6. Pay Gruplarının Oluşturulması

Fondan alınan yönetim ücreti, portföy yönetim ücreti ve pazarlama satış dağıtım ücreti şeklinde bölünerek ve/veya fona giriş-çıkış komisyonu uygulanmak suretiyle aynı fon çatısı altında farklı pay grupları oluşturulabilir. Bu ücretler ve komisyonlar fon, kurucu, yönetici, katılma payı alım satımını yapan kuruluşlar ve portföy saklayıcısı arasında paylaşılabilir. Pay grupları oluşturulan fonların kamuyu aydınlatmalarına ilişkin esas ve standartlar Kurulca belirlenir.

3.2.9. Portföy Sınırlamaları

3.2.9.1. Fon Portföyüne Alınacak Varlıklar ve İhraççılara İlişkin Sınırlamalar

Fon portföyüne alınacak varlıklara ilişkin sınırlamalar aşağıda verilmektedir:

a) Fonun toplam değerinin %10'undan fazlası bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına ve bu araçlara dayalı türev araçlara yatırılmaz. Bu oranın hesaplanmasında ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler dikkate alınmaz ve bu varlıklara yapılacak yatırımlar için yukarıda belirtilen oran %25 olarak uygulanır; aşağıda yer alan (b) bendindeki sınırlama ise uygulanmaz.

b) Fon toplam değerinin %5'inden fazla yatırım yapılan ihraççıların para ve sermaye piyasası araçlarının toplam değeri fon toplam değerinin %40'ını aşamaz. Ancak, 14.05.2015 tarih ve 2015/12 sayılı Kurul Bülteni'nde yayımlanan aynı tarih ve 12/588 sayılı Kurul İlke Kararı uyarınca, unvanında "iştirak" ibaresi yer alan fonlarda bu hüküm uygulanmaz.

c) Fon toplam değerinin %20'sinden fazlası Kurulun finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemeleri kapsamında, aynı grubun para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz.

ç) Fon portföyüne bir ihraççının borçlanma araçlarının tedavülde olan ihraç miktarının %10'undan fazlası dâhil edilemez. Bu oranın hesaplanmasında ihraççının tüm borçlanma araçlarının, borçlanma aracının fon portföyüne dâhil edildiği tarihteki tedavülde olan ihraç tutarının piyasa değeri esas alınır.

d) TCMB, Hazine Müsteşarlığı ve ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçları için bu kısımda sayılan sınırlamalar uygulanmaz. Bu kısım kapsamında tek bir varlığa yapılan yatırım, fon toplam değerinin %35'ini aşamaz.

e) Varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları için, ihraççı olarak fon kullanıcıları dikkate alınarak, yukarıda (a) bendinde yer alan %10'luk sınırlama %25 olarak uygulanır; (b) bendinde yer alan sınırlama uygulanmaz; (c) bendinde yer alan %20'lik sınırlama ise %35 olarak uygulanır. Diğer taraftan, 28.03.2002 tarihli ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun çerçevesinde kurulan varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları için bu kısımda sayılan sınırlamalar uygulanmaz.

Fon tek başına hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının %10'undan fazlasına, aynı yöneticinin yönetimindeki tek bir kurucuya ait fonlar ise toplu olarak, hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamaz.

Aşağıda verilen ihraççıların ihraç ettiği para ve sermaye piyasası araçlarının toplam değeri fon toplam değerinin %20'sini aşamaz:

- Yöneticinin yönetim hakimiyetine sahip olan,
- Yöneticinin yönetim hakimiyetine sahip olan tüzel kişiler ile yönetici yetkililerinin yönetim hakimiyetine sahip olduğu,
- Yöneticinin yönetim hakimiyetine sahip olan gerçek kişilerin yönetim hakimiyetine sahip olduğu.

Aracı kuruluş ve ortaklık varantları ile sertifikalara yapılan yatırımların toplamı fon toplam değerinin %10'unu aşamaz. Tek bir ihraççı tarafından çıkarılan varantlar ile sertifikaların toplamı ise fon toplam değerinin %5'ini aşamaz.

Fon toplam değerinin en fazla %10'u, 12 aydan uzun vadeli olmamak şartıyla, bankalar nezdinde açılan mevduat/katılma hesaplarında ve mevduat sertifikalarında değerlendirilebilir. Ancak tek bir bankada değerlendirilebilecek tutar fon toplam değerinin %3'ünü aşamaz. Katılım fonlarında söz konusu %10'luk oran %25, %3'lük oran ise %10 olarak uygulanır.

Kurucunun Kurulun finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemeleri kapsamında yer alan grup şirketlerinin borsa dışında halka arzına aracılık ettiği ortaklık paylarına, borsada işlem görmesi şartıyla, ihraç miktarının azami %10'u ve fon toplam değerinin azami %5'i oranında yatırım yapılabilir.

3.2.9.2. Fon Portföyüne Alınacak Kolektif Yatırım Kuruluşu Paylarına İlişkin Sınırlamalar

Fon ile borsa yatırım fonu katılma payları ve menkul kıymet yatırım ortaklıklarının paylarının toplam değeri fon toplam değerinin %20'sini aşamaz.

Fon portföyüne, katılma payı satışına ilişkin izahnamesi Kurulca onaylanan fonların katılma paylarının dahil edilmesi esastır. Şu kadar ki, yabancı borsalarda işlem gören borsa yatırım fonlarının katılma payları için söz konusu %20'lik sınırlama dahilinde kalmak kaydıyla söz konusu şart aranmaz.

Diğer taraftan, 13.03.2015 tarih ve 2015/7 sayılı Kurul Bülteni'nde yayımlanan aynı tarih ve 7/330 sayılı Kurul İlke Kararı uyarınca, yukarıdaki esaslar çerçevesinde gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonlarının katılma payları fon portföyüne dahil edilebilir. Ancak tek bir gayrimenkul yatırım fonuna ve girişim sermayesi yatırım fonuna yapılan yatırım tutarı, fon toplam değerinin %4'ünü geçemez. Serbest yatırım fonları bu bölümde yer alan araçlara ilişkin sınırlamalara ve şartlara tabi değildir.

3.2.9.3. Fon Portföyündeki Varlıkların Borsada İşlem Görme Esasları

Fon portföyündeki varlıkların Borsada işlem görme esasları şunlardır:

a) Fon portföyüne borsada işlem gören varlıkların alınması ve bu varlıkların alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur. İlk ihraçlarda ise borsada işlem görmesi uygun görülen sermaye piyasası araçları fon portföyüne dahil edilebilir.

b) Fon portföyüne dahil edilen katılma payları için (a) bendinde yer alan şartlar aranmaz.

c) Fon adına katılma paylarının alım satımı nedeniyle, Borsa'nın ilgili piyasasından aynı gün valörü ile aynı gün valörlü işlem saatleri dışında fon portföyüne alım veya fon portföyünden satım zorunluluğu bulunuyorsa, Borsa tarafından belirlenen işlem kurallarına uyulması şarttır.

3.2.9.4. Borsa Dışında Taraf Olunan Sözleşmelere İlişkin Sınırlamalar

Borsada işlem gören kamu dış borçlanma araçlarının, borsa dışında yapılacak işlemler ile fon portföyüne dahil edilmesi veya fon portföyünden çıkarılması mümkündür. Kurucunun fon adına ve hesabına borsa dışında taraf olduğu sözleşmelerin;

- a) Fonların yatırım stratejisine uygun olması,
- b) Karşı taraflarının Tebliğ'in 32 nci maddesinde belirtilen derecelendirme notuna sahip olması,
- c) Herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şekilde objektif koşullarda yapılması ve adil bir fiyat içermesi ve
- ç) Fonun fiyat açıklama dönemlerinde gerçeğe uygun değeri üzerinden nakde dönüştürülebilir olması

zorunludur.

Borsa dışı sözleşmelerin yukarıda yer verilen (c) bendinde yer alan ilkelere uygunluğunun temini için uygulanacak güvenilir yöntemler ve sözleşmelerle ilgili genel ilkeler içtüzük ile izahnamelerde belirlenir ve KAP'ta açıklanır.

3.2.9.5. Fon Portföyüne Dâhil Edilecek Varlıkların Vade Yapısına İlişkin Sınırlamalar

Borçlanma araçları fonlarının unvanlarında vade yapısına yer verilmek istenmesi durumunda, fon portföyünün aylık ağırlıklı ortalama vadesinin;

- a) 25-90 gün olması halinde “kısa vadeli”,
- b) 91-730 gün olması halinde “orta vadeli”,
- c) 730 günden fazla olması halinde “uzun vadeli”

ifadelerine fon unvanlarında yer verilir.

Para piyasası fonları ile kısa vadeli borçlanma araçları fonlarında vadeye kalan gün sayısı hesaplanamayan varlıklar fon portföyüne dâhil edilemez.

Orta vadeli ve uzun vadeli borçlanma araçları fonlarında fon portföyüne en fazla fon toplam değerinin %20'si oranında vadeye kalan gün sayısı hesaplanamayan varlıklar dâhil edilebilir.

Portföyün ağırlıklı ortalama vadesi, sermaye piyasası araçlarının vadeleri ayrı ayrı dikkate alınarak hesaplanır. Orta vadeli ve uzun vadeli borçlanma araçları fonlarında vadeye kalan gün sayısı hesaplanamayan varlıklar bu hesaplamada dikkate alınmaz.

3.2.9.6. Fonun Kredi İşlemleri ile Repo ve Ters Repo İşlemlerine İlişkin Sınırlamalar

Fon portföylerinde yer alan repo işlemine konu olabilecek varlıkların rayiç değerinin %10'una kadar borsada veya borsa dışında repo yapılabilir, fon toplam değerinin %10'unu geçmemek üzere fon hesabına kredi alınabilir ve/veya borçlanma amacıyla Takasbank Para Piyasası ve yurtiçi organize para piyasası işlemleri yapılabilir. Kredi alınması halinde kredinin tutarı, faizi, alındığı tarih ve kredi alınan kuruluş ile geri ödeneceği tarih KAP'ta açıklanır ve Kurula bildirilir.

Ters repo sözleşmelerine ilişkin olarak;

- Fon portföyüne borsada veya borsa dışında ters repo sözleşmelerinin dâhil edilmesi mümkündür.

- Borsa dışında taraf olunan ters repo sözleşmelerine, fon toplam değerinin en fazla %10'una kadar yatırım yapılabilir.

Borsa dışı repo-ters repo işlemlerinin vade ve faiz oranı Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde belirlenir. Faiz oranının belirlenmesi, borsada işlem gören benzer vade yapısına sahip sözleşmelerin faiz oranlarının dikkate alınması şartıyla, kurucu ve yöneticinin sorumluluğundadır. Bu tür sözleşmelere taraf olunması durumunda, en geç sözleşme tarihini takip eden iş günü içinde sözleşmenin vadesi, faiz oranı, karşı tarafı ve karşı tarafın derecelendirme notu KAP'ta açıklanır; ilgili bilgi ve belgeler kurucu veya yönetici merkezinde sözleşme tarihini müteakip beş yıl süreyle saklanır.

3.2.9.7. Fonun Ödünç İşlemlerine İlişkin Sınırlamalar

Fonlar, Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde yapılacak bir sözleşme ile herhangi bir anda portföylerindeki sermaye piyasası araçlarının piyasa değerinin en fazla %50'si tutarındaki sermaye piyasası araçlarını ödünç verebilir.

Fon portföyünden ödünç verme işlemi, ödünç verilen sermaye piyasası araçlarının en az %100'ü karşılığında Kurulun ilgili düzenlemelerinde özkaynak olarak kabul edilen varlıkların fon adına Takasbank'ta bloke edilmesi şartıyla yapılabilir. Özkaynağın değerlendirilmesine ve tamamlanmamasına ilişkin esaslarda Kurulun ilgili düzenlemelerine uyulur.

Fon, Kurul düzenlemeleri uyarınca yapılacak bir sözleşme çerçevesinde portföyündeki kıymetli madenlerin piyasa değerlerinin en fazla %75'i tutarındaki kıymetli madenleri Türkiye'de kurulu borsalarda ödünç verebilir. Ayrıca, piyasada gerçekleşen ödünç işlemleri karşılığında ödünç alacaklarını temsil etmek üzere çıkarılan sertifikalar aynı oranda portföye alınabilir. Kıymetli maden ödünç işlemleri ile kıymetli maden ödünç sertifikası alım-satım işlemleri ilgili piyasadaki işlem esasları ile teminat sistemi çerçevesinde yapılır.

Fonun taraf olduğu sermaye piyasası aracı ödünç verme sözleşmelerine, sözleşmenin fon lehine tek taraflı olarak fesh edilebileceğine ilişkin bir hükmün konulması zorunludur.

3.2.9.8. Belirli Yatırımcılara Tahsis Edilmiş Fonlar ile Bir Varlık veya Varlık Grubuna Yatırım Yapan Fonlara İlişkin Sınırlamalar

Katılma payları önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlarda;

- Katılma payı yatırımcısı olarak tanımlanmış şirketlerin ihraç ettikleri para ve sermaye piyasası araçlarının toplam değeri, tek bir şirket için azami %5 olmak üzere, fon toplam değerinin %25'ini aşamaz.

- İÇTÜZÜK ve izahname değişikliklerine ilişkin duyuruların KAP'ta ilan edilmesi hükmü uygulanmaz.

Unvanında “Endeks” ibaresi yer alan fonlarda, yönetici fonu, fonun getirisi baz alınan endeksin getirisinden önemli ölçüde sapmayacak şekilde yönetmekle yükümlüdür. Bu fonlarda, Tebliğin 3 numaralı Ekinde yer alan formüle uygun olarak yapılan hesaplama çerçevesinde, baz alınan endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olmalıdır. Aksi bir durumun varlığının tespiti halinde Kurul tarafından, söz konusu fonun tasfiyesi veya başka bir fona dönüşümü istenebilir. Her ayın sonuncu gününde son üç aylık dönemler itibarıyla hesaplanan korelasyon katsayısının, belirtilen oranın altına düşmesi halinde, kurucu bu durumu, alınacak tedbirlere ilişkin olarak alınacak yönetim kurulu kararı ile birlikte, izleyen ayın ilk altı iş günü içinde Kurula bildirmekle yükümlüdür. Kurul, bu hükmün uygulanmasında, Tebliğ'in 31 inci maddesinin üçüncü fıkrasında sayılan olağanüstü olayların gerçekleştiği dönemleri dikkate almayabilir.

Unvanında “Endeks” ibaresi yer alan fonlarda, Tebliğ'in 17 nci maddesinin birinci ve üçüncü fıkralarında yer alan sınırlamalar ile aynı maddenin ikinci fıkrasında yer alan %10'luk sınırlama³⁹, söz konusu varlıkların baz alınan endekse dahil olması halinde uygulanmaz. Aynı maddenin ikinci fıkrasındaki %20'lik sınırlamanın hesaplanmasında ise, fonların portföyünde yer alan paylar, baz alınan endekse dahil olması kaydıyla dikkate alınmaz.

³⁹ **MADDE 17** – (1) a) Fonun toplam değerinin %10'undan fazlası bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına ve bu araçlara dayalı türev araçlara yatırılmaz. Bu oranın hesaplanmasında ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler dikkate alınmaz ve bu varlıklara yapılacak yatırımlar için birinci cümlede belirtilen oran %25 olarak uygulanır; bu fıkranın (b) bendinde yer alan sınırlama ise uygulanmaz.

b) Fon toplam değerinin %5'inden fazla yatırım yapılan ihraççıların para ve sermaye piyasası araçlarının toplam değeri fon toplam değerinin %40'ını aşamaz.

c) Fon toplam değerinin %20'sinden fazlası Kurulun finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemeleri kapsamında, aynı grubun para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz.

ç) Fon portföyüne bir ihraççının borçlanma araçlarının tedavülde olan ihraç miktarının %10'undan fazlası dahil edilemez. Bu oranın hesaplanmasında ihraççının tüm borçlanma araçlarının, borçlanma aracının fon portföyüne dahil edildiği tarihteki tedavülde olan ihraç tutarının piyasa değeri esas alınır.

d) TCMB, Hazine Müsteşarlığı ve ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçları için bu fıkrada yer alan sınırlamalar uygulanmaz. Bu bent kapsamında tek bir varlığa yapılan yatırım, fon toplam değerinin %35'ini aşamaz.

e) Varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları için, ihraççı olarak fon kullanıcıları dikkate alınarak, bu fıkranın; (a) bendinde yer alan %10'luk sınırlama %25 olarak uygulanır, (b) bendinde yer alan sınırlama uygulanmaz, (c) bendinde yer alan %20'lik sınırlama ise %35 olarak uygulanır. Diğer taraftan, 28/3/2002 tarihli ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun çerçevesinde kurulan varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları için bu fıkradaki sınırlamalar uygulanmaz.

(2) Fon tek başına hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının %10'undan fazlasına, aynı yöneticinin yönetimindeki tek bir kurucuya ait fonlar ise toplu olarak, hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamaz.

(3) a) Yöneticinin yönetim hakimiyetine sahip olan,

b) (a) bendinde belirtilen tüzel kişiler ile yönetici yetkililerinin yönetim hakimiyetine sahip olduğu,

c) Yöneticinin yönetim hakimiyetine sahip olan gerçek kişilerin yönetim hakimiyetine sahip olduğu

ihraççıların ihraç ettiği para ve sermaye piyasası araçlarının toplam değeri fon toplam değerinin %20'sini aşamaz.

Belirli bir sektörde yer alan ihraççıların para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan fonlarda, Tebliğ'in 17 nci maddesinin birinci fıkrasında yer alan %10'luk sınırlama ilgili sektörde faaliyet gösteren ihraççılar için %20 olarak uygulanır; aynı fıkranın (b) (c) bentlerinde yer alan sınırlamalar ise uygulanmaz.

Fon toplam değerinin en az %80'i oranında yabancı para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan fonlar ile unvanlarında "Döviz" ibaresi yer alan fonlar tarafından, nakit ihtiyacının karşılanması amacıyla sözleşmelere konu olabilecek varlıkların ilgili ülkenin merkezi takas ve saklama kuruluşunda saklanması kaydıyla yurt dışında borsa dışı repo sözleşmelerine taraf olunabilir.

Unvanında "İştirak" ibaresi yer alan fonlarda, Tebliğ'in 17 nci maddesinin birinci fıkrasının (c) bendi ile aynı maddenin üçüncü fıkrası uygulanmaz.

3.2.9.9. Garantili ve Koruma Amaçlı Fonların Portföy Sınırlamaları

Garantili ve koruma amaçlı fonların portföy sınırlamalarına ilişkin aşağıdaki esaslar uygulanır:

a) Fonlar tarafından portföye alınan ters repo sözleşmeleri, özel sektör tarafından ihraç edilen borçlanma araçları ve kira sertifikaları, Kurulca uygun görülen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile diğer sermaye piyasası araçları için Tebliğ'in 19 uncu maddesinin birinci fıkrasının (a) ve (b) bentleri uygulanmaz⁴⁰.

b) Fonlar tarafından, vade ve diğer sözleşme koşulları açısından borsada işlem gören eşdeğerlerinin bulunmaması halinde, borsa dışında ters repo sözleşmelerine taraf olunabilir ve Kurulca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılabilir. Borsa dışında taraf olunan ters repo sözleşmelerine ilişkin olarak Tebliğ'in 21 inci maddesinin ikinci fıkrasının (b) bendinde yer alan %10'luk sınırlama garantili ve koruma amaçlı fonlar için uygulanmaz.

c) Opsiyon sözleşmesi satın alınması hariç olmak üzere türev araçlar koruma amaçlı fonların portföyüne ancak riskten korunma amaçlı olarak alınabilir.

ç) Fonların portföylerine borsa dışından alınansözleşmelerin Tebliğ'in 19 uncu maddesinin üçüncü fıkrasının (b) ve (ç) bentlerinde⁴¹ sayılan niteliklere uygunluğunu tevsik

⁴⁰ (1) a) Fon portföyüne borsada işlem gören varlıkların alınması ve bu varlıkların alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur. İlk ihraçlarda ise borsada işlem görmesi uygun görülen sermaye piyasası araçları fon portföyüne dahil edilebilir.

b) Fon portföyüne dahil edilen katılma payları için bu fıkranın (a) bendinde yer alan şartlar aranmaz.

⁴¹ (3) Kurucunun fon adına ve hesabına borsa dışında taraf olduğu sözleşmelerin;

a) Fonların yatırım stratejisine uygun olması,

b) Karşı taraflarının bu Tebliğin 32 nci maddesinde belirtilen derecelendirme notuna sahip olması,

c) Herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şekilde objektif koşullarda yapılması ve adil bir fiyat içermesi,

edici bilgi ve belgeler, sözleşmelerin portföye dahil edilmelerini takip eden 10 iş günü içinde Kurula gönderilir. Gerekli nitelikleri taşımadığı Kurulca tespit edilen sözleşmeler fon portföyünden çıkarılarak Kurul düzenlemelerine uygun olan sözleşmeler portföye dahil edilir; bu nedenle doğan masraf ve zararlar fon malvarlığına yansıtılamaz. Türev araç sözleşmelerine ilişkin imzaların, sözleşmelerin portföye alınmasını müteakip en geç bir ay içerisinde tamamlanması ve sözleşmenin imza tarihinden itibaren beş yıl süreyle kurucu ve yönetici nezdinde saklanması zorunludur.

d) Fonların portföyelerine borsa dışından alınan türev araçlar nedeniyle maruz kalınan karşı taraf riski fon toplam değerinin %20'sini aşamaz. Bu sınırlamaya uyumun yalnızca söz konusu varlıkların portföye dahil edilmeleri aşamasında sağlanması yeterlidir.

3.2.9.10. Diğer Sınırlamalar

Fon portföyüne riskten korunma ve/veya yatırım amacıyla fonun türüne ve yatırım stratejisine uygun olacak şekilde ve Kurulca belirlenecek esaslar çerçevesinde türev araçlar dâhil edilebilir. Bu durumda, fonun portföy yöneticilerinin tümünün sermaye piyasası faaliyetleri Düzey 3 lisans belgesi ile türev araçlar lisans belgesine sahip olmaları zorunludur.

Türev araçlar nedeniyle maruz kalınan açık pozisyon tutarı fon toplam değerini aşamaz.

Para piyasası fonları ve kısa vadeli borçlanma araçları fonları ile özel sektör borçlanma araçlarına yatırım yapan koruma amaçlı ve garantili fonlarda, fon portföyüne dahil edilen banka borçlanma araçları dışındaki özel sektör borçlanma araçları ihraççısının Tebliğ'in 32 nci maddesinde belirtilen derecelendirme notuna sahip olması zorunludur.

Fon toplam değerinin en fazla %20'si Takasbank Para Piyasası ve yurtiçi organize para piyasası işlemlerinden oluşur. Para piyasası fonları ve değişken fonlar için bu sınırlama uygulanmaz.

Fon, açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamaz.

Portföydeki varlıkların değerinin fiyat hareketleri ve temettü dağıtımı gibi yönetici kontrolü dışında veya yeni pay alma hakları nedeniyle, fonun bilgilendirme dokümanları ile Tebliğde belirtilen sınırların ihlal edilmesi halinde en geç 30 gün içinde söz konusu sınırlara uyumun sağlanması zorunludur. Belirtilen süre içinde uyumun sağlanmasının imkansız olması veya büyük zarar doğuracağı belirlenmesi halinde süre Kurul tarafından uzatılabilir. Bu süre

ç) Fonun fiyat açıklama dönemlerinde gerçeğe uygun değeri üzerinden nakde dönüştürülebilir olması zorunludur.

sonunda Kurula başvurmayan veya süre verilmesi Kuruca uygun görülmeyen fonların dönüşümü veya tasfiyesi Kurul tarafından istenebilir.

3.2.10. Fon Türlerine Özel Esaslar

3.2.10.1. Serbest Fonlar

Serbest fonlar, “3.2.9. Portföy Sınırlamaları” başlığı altında verilen (Tebliğ’in 17 ila 24 üncü maddesinde yer alan) portföy ve işlem sınırlamalarına tabi olmaksızın fonun bilgilendirme dokümanlarında yer alan yatırım stratejileri ve limitleri dahilinde yatırım yapabilirler.

Payları serbest fonların portföyelerine alınacak yabancı fonlar için ilgili otoriteden izin alınmış olma şartı aranır. Bu kapsamda, hangi ülkelerde kurulu fonların portföye alınabileceğine izahname ve yatırımcı bilgi formunda yer verilir. Kurul serbest fonların portföyelerine alınacak yabancı fon paylarına ilişkin kısıtlamalar getirebilir.

Serbest fonlar için Tebliğ’in 15 inci maddesinde yer alan “*izahnamede hüküm bulunması ve Borsanın uygun görmesi şartı ile katılma payları Borsada işlem görebilir*” hükmü uygulanmaz.

Serbest fonların katılma paylarının satışını yapacak kuruluşlar, katılma payı satışlarının bu konuda yeterli bilgi ve deneyime sahip satış personeli tarafından gerçekleştirilmesini temin ederler. Söz konusu kuruluşlar, satış yapılan yatırımcıların nitelikli yatırımcı vasıflarını haiz olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek ve düzenli olarak tutmakla yükümlüdürler.

Serbest fonun portföy yöneticilerinin tümünün sermaye piyasası faaliyetleri Düzey 3 lisans belgesi ile türev araçlar lisans belgesine ve bu fonlar konusunda gerekli bilgi ve tecrübeye sahip olmaları gereklidir.

Serbest fonlar için Tebliğ’in “*Fon Toplam Giderinin Üst Sınırının Belirlenmesi ve Kamuya Açıklanması*” başlıklı 33 üncü maddesi uygulanmaz.

Serbest fonların portföyüne Tebliğde Kurulca fon portföyüne alınması uygun görülen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri olarak tanımlanan türev araçların yanı sıra swap sözleşmeleri de dahil edilebilir. Serbest fonların portföyelerinde yer alan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile swap sözleşmeleri nedeniyle maruz kalınan risklere ilişkin limitler izahname ve yatırımcı bilgi formlarında belirtilir. Limitlerin aşılması halinde kurucunun yönetim kurulu tarafından limitlere uyumun sağlanması amacıyla gerekli tedbirler alınır ve katılma payı sahiplerine en uygun haberleşme vasıtasıyla bildirilir.

Serbest fonun izahnamesinde yapılacak değişiklikler, değişikliğin yürürlüğe giriş tarihinden en az 30 gün önce katılma payı sahiplerine en uygun haberleşme vasıtasıyla bildirilir.

İçtüzük ve izahname değişikliklerine ilişkin duyuruların KAP'ta ilan edilmesi hükmü serbest fonlar için uygulanmaz.

Serbest fonların pay fiyatlarının en az ayda bir kere hesaplanması ve yatırımcılara bildirilmesi zorunludur. Birim pay değerinin hesaplanması ve ilan edilmesine ilişkin olarak Tebliğ'in 14 üncü maddesinin dördüncü fıkrasında belirtilen günlük hesaplanma zorunluluğu uygulanmaz.

Serbest fonlar için Tebliğ'in 15 inci maddesinin altıncı fıkrasında yer alan kurucu ve/veya yöneticinin, fonun katılma payı sayısının %20'sini aşmayacak şekilde katılma paylarını kendi portföyüne dâhil etmesine ilişkin %20'lik sınırlama uygulanmaz.

Serbest fonların izahname ve yatırımcı bilgi formlarında, katılma paylarının fona iadesi için pay fiyatlarının ilan süresinden daha farklı ve uzun süreler belirlenebilir.

Serbest fonlar fon sepeti fonu şeklinde kurulabilir. Bu durumda Tebliğ'in 26 ncı maddesinde yer alan fon sepetine ilişkin hükümler uygulanmaz.

Unvanında "hisse senedi" ibaresi yer alan serbest fonların, Tebliğ'in 6 ncı maddesinin ikinci fıkrasında⁴² yer alan hükümler uygulanmak kaydıyla, serbest şemsiye fona bağlı hisse senedi fon olarak ihraç edilmesi mümkündür.

3.2.10.2. Fon Sepeti Fonları

Fon sepeti fonlarında aşağıdaki düzenlemelere uyulur.

- a) Tek bir fona veya borsa yatırım fonuna ait katılma paylarının değeri fon sepeti fonunun toplam değerinin %20'sini aşamaz.
- b) Diğer fon sepeti fonlarına yatırım yapılamaz.
- c) Fon sepeti fonu portföyüne alınan fon katılma payları veya borsa yatırım fonu katılma paylarının sayısı, yatırım yapılan fonun katılma payı sayısının %25'ini aşamaz. Bu oranın hesaplanmasında katılma paylarının fon portföyüne dâhil edildiği tarihteki katılma payı sayısı esas alınır.

⁴² (2) Fon portföy değerinin en az %80'i devamlı olarak menkul kıymet yatırım ortaklıkları payları hariç olmak üzere BİAŞ'ta işlem gören ihraççı paylarından oluşan ve bu maddenin birinci fıkrasının (a) bendinin (2) numaralı alt bendinde belirtilen şemsiye fona bağlı olarak ihraç edilen fonlar "Hisse Senedi Yoğun Fon" olarak kabul edilir. Hisse senedi yoğun fonların portföylerinde yer alan ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı olarak yapılan vadeli işlem sözleşmelerinin nakit teminatları, ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı opsiyon sözleşmelerinin primleri ile borsada işlem gören ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı aracı kuruluş varantları %80'lik oranın hesaplanmasına dahil edilir. Bu Tebliğin 24 üncü maddesinin beşinci fıkrası hükümleri saklı kalmak kaydıyla, bir fonun, hisse senedi yoğun fon olarak sınıflandırılabilmesi için günlük olarak gerekli olan şartları sağlamaması halinde, sağlanmayan günlere ilişkin, fonun, yatırımcıların ve/veya yatırım fonu katılma payı alım satımını yapan kuruluşların tabi olacağı tüm yükümlülüklerin yerine getirilmesinden de kurucu ve portföy saklayıcısı müteselsilen sorumludur.

ç) Fon sepeti fonu portföyüne, katılma payı satışına ilişkin izahnamesi Kurulca onaylanan fonların katılma paylarının dâhil edilmesi esastır. Yabancı borsalarda işlem gören borsa yatırım fonlarının katılma payları için söz konusu şart aranmaz.

d) Fon sepeti fonunda yer alan serbest fonlara ait katılma paylarının değeri, fon toplam değerinin %10'unu geçemez.

e) Fon sepeti fonlarında, portföye alınacak katılma payları için ödenen yönetim, giriş ve çıkış ücretleri de toplam gider oranının hesaplanmasında, fon sepeti fonunun bir gider kalemi olarak dikkate alınır.

f) Fon sepeti fonları için Tebliğ'in 17 nci maddesinin üçüncü fıkrası ile 18 inci maddesindeki birinci ve ikinci fıkralarındaki fon portföyüne alınacak kolektif yatırım kuruluşu paylarına ilişkin sınırlamalar uygulanmaz.

3.2.10.3. Garantili ve Koruma Amaçlı Fonlar

Garantili ve koruma amaçlı şemsiye fona bağlı fonların vadelerinin asgari altı ay olarak belirlenmesi zorunludur.

Garantiye ve korumaya ilişkin olarak;

a) Koruma amaçlı fonlar tarafından, yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün ya da tamamının korunmasına yönelik olarak oluşturulacak yatırım stratejisinin, kamu borçlanma araçlarına, ters repoya, kira sertifikalarına, banka borçlanma araçlarına, ipotek teminatlı ve ipoteye dayalı menkul kıymetlere ve ihraççısı Tebliğ'de belirtilen derecelendirme notuna sahip olan diğer özel sektör borçlanma araçlarına veya korumayı sağlayabilecek nitelikteki Kurulca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılmasını içermesi zorunludur.

b) Katılma payı sahiplerinin garantiden ya da korumadan yararlanabilme koşulları ve katılma paylarının vadeden önce fona iadesi halinde uygulanacak esaslar fonların bilgilendirme dokümanlarında belirlenir.

c) Yatırımcılar tarafından, vergi hariç olmak üzere, doğrudan katlanılan maliyetler garanti edilen ya da korunan yatırım tutarını azaltamaz.

ç) Garanti ya da koruma, tüm katılma payı sahipleri açısından aynı nitelikte olmalıdır. Fonların portföy yönetim stratejisinde ve türünde fonun vadesi içerisinde değişiklik yapılamaz.

d) Garantili fonların portföy yönetim stratejilerinin oluşturulmasında (a) bendinin uygulanması zorunlu değildir. Portföy yönetim stratejilerine izahname ve yatırımcı bilgi formlarında yer verilir.

e) Garantili ve koruma amaçlı fonlar tarafından, kamu ve özel sektör borçlanma araçlarına, kira sertifikalarına, ipotek teminatl ve ipoteye dayalı menkul kıymetlere yapılan yatırımlar için Tebliğ'in 17 nci maddesinin birinci fıkrasında yer alan sınırlamalar uygulanmaz.

Tebliğ kapsamında garantör; garantili yatırım fonları tarafından bilgilendirme dokümanlarında belirlenen esaslar çerçevesinde yatırımcılara geri ödeneceği taahhüt edilen yatırım tutarının Fon tarafından karşılanamayan kısmının yatırımcılara geri ödenmesini fona garanti eden ve Tebliğ'de belirlenen nitelikleri haiz, banka ve tabi oldukları mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla yurt dışında yerleşik banka ve sigorta şirketleri olarak tanımlanmıştır. Bu bağlamda, garantöre ve garanti sözleşmesine ilişkin olarak aşağıdaki esaslar uygulanır:

i) Garantörün, Tebliğ'de belirtilen derecelendirme notuna sahip olması zorunludur.

ii) Garantili fon kurucusu ile garantör arasında lehdarı katılma payı sahipleri olmak üzere, garanti sözleşmesinin muacceliyetinde kurucunun talebi, kurucunun talepte bulunmaması halinde katılma payı sahiplerinden birinin talebi üzerine, ilk talepte fona ödeme garantisi içeren bir garanti sözleşmesi imzalanması zorunludur.

iii) Garanti sözleşmesinde ve fonun bilgilendirme dokümanlarında garantiye ilişkin olarak bulunması gereken asgari unsurlar Kurulca belirlenir ve bu unsurların garantili fonun vadesi boyunca korunması zorunludur. Garanti sözleşmesi ve sözleşmede yapılacak değişiklikler için Kurulun uygun görüşünün alınması zorunludur.

iv) Garanti, fona aittir ve fonun ayrılmaz bir parçasıdır. Garanti edilen tutarın ödenmesi hiçbir koşula bağlanamaz ve garantiden cayılamaz.

Özel sektör borçlanma araçlarına yatırım yapan garantili ve koruma amaçlı fonların;

- Katılma payı satışını yapacak kuruluşlar, katılma payı satışlarının bu konuda yeterli bilgi ve deneyime sahip satış personeli tarafından gerçekleştirilmesini temin ederler. Bu hususa aykırılık nedeniyle doğabilecek yatırımcı zararlarından katılma payı satışını yapan kuruluş ile kurucu müteselsilen sorumludur.

- Katılma payı satışında, yatırımcılardan yatırımcı bilgi formunun okunup anlaşıldığı ve risklerin algılandığı bilgisini de içeren yazılı pay alım talimatları alınır.

Garantili ve koruma amaçlı fonların portföy yöneticilerinin tümünün sermaye piyasası faaliyetleri Düzey 3 lisans belgesi ile türev araçlar lisans belgesine ve bu fonlar konusunda gerekli bilgi ve tecrübeye sahip olmaları gereklidir.

Garantili ve koruma amaçlı fonların pay fiyatlarının en az ayda iki kere hesaplanması ve ilan edilmesi zorunludur. Birim pay değerinin hesaplanması ve ilan edilmesine ilişkin olarak Tebliğ'in 14 üncü maddesinin dördüncü fıkrası⁴³ uygulanmaz.

3.2.11. Şemsiye Fonun ve Fonun Sona Ermesi, Devri ve Yapılandırılması

3.2.11.1. Şemsiye Fonun ve Fonun Sona Ermesi

Fon, aşağıdaki nedenlerle sona erer:

- a) Bilgilendirme dokümanlarında bir süre öngörülmüş ise bu sürenin sona ermesi,
- b) Fon süresiz ise kurucunun Kurulun uygun görüşünü aldıktan sonra altı ay sonrası için feshi ihbar etmesi,
- c) Kurucunun faaliyet şartlarını kaybetmesi,
- ç) Kurucunun mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflaması, iflas etmesi veya tasfiye edilmesi,
- d) Fonun kendi mali yükümlülüklerini karşılayamaz durumda olması ve benzer nedenlerle fonun devamının yatırımcıların yararına olmayacağını Kurulca tespit edilmiş olması.

Fon mal varlığı, içtüzük ve izahnamede yer alan ilkelere göre tasfiye edilir ve tasfiye bakiyesi katılma payı sahiplerine payları oranında dağıtılır. Tasfiye durumunda yalnızca katılma payı sahiplerine ödeme yapılabilir. Fesih ihbarından sonra yeni katılma payı ihraç edilemez. Tasfiye anından itibaren hiçbir katılma payı ihraç edilemez ve geri alınamaz.

Tasfiye işlemlerine ilişkin olarak yukarıda belirtilen altı aylık süre sonunda halen fona iade edilmemiş katılma paylarının bulunması halinde, katılma payı sahiplerinin satış talimatı beklenmeden pay satışları yapılarak elde edilen tutarlar kurucu ve katılma payı alım satımı yapan kuruluş nezdinde açılacak hesaplarda yatırımcılar adına ters repoda veya Kurulca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçlarında nemalandırılır.

Şemsiye fonun tasfiyesine ilişkin olarak da bu bölüm hükümleri uygulanır.

3.2.11.2. Şemsiye Fonun ve Fonun Devri

Kurucunun iflası veya tasfiyesi halinde Kurul, fonu uygun göreceği başka bir portföy yönetim şirketine tasfiye amacıyla devreder. Portföy saklayıcısının mali durumunun

⁴³ (4) Fonların birim pay değerinin günlük olarak hesaplanması ve ilan edilmesi esastır. Bilgilendirme dokümanlarında hüküm bulunmak kaydı ile aynı gün içinde iki fiyat açıklanabilir. Kurul katılma payı fiyatının günlük olarak hesaplanmasına ve açıklanmasına bu Tebliğde belirtilen haller dışında da istisna getirebilir.

taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflaması, iflası veya tasfiyesi halinde, kurucu fon varlığını Kurulca uygun görülecek başka bir portföy saklayıcısına devreder.

İflas veya tasfiye durumları dışında fonun başka bir kurucuya devri ancak Kurulun uygun görüşünün alınması kaydı ile mümkündür.

Kurucu değişiklikleri Tebliğ'in 30 uncu maddesinde belirtilen kurucunun değiştirilmesine ilişkin hükümlerine tabidir. Kurucu değişikliğinin gerçekleştiği tarihten önce mevzuattan kaynaklanan yükümlülüklerden her iki kurucu da müteselsilen sorumludur.

Şemsiye fonun ve fonun devri kapsamında yapılacak masraflar fona yansıtılamaz.

Şemsiye fonun devrine ilişkin olarak da bu bölüm hükümleri uygulanır.

3.2.11.3. Fonların Dönüştürülmesi, Birleştirilmesi ve Kurucusunun Değiştirilmesi

Kurucularının talebi üzerine Kurulun uygun görüşü alınarak veya Kurulca gerekli görülen durumlarda fonlar birleştirilebilir veya dönüştürülebilir; şemsiye fonların ise kurucuları değiştirilebilir.

Fonların dönüştürülmesi ve birleştirilmesi durumlarında yapılacak değişikliklere ilişkin izahname onayı için Kurula başvurulur.

Katılma payı sahiplerinin bilgilendirilmesi amacıyla, söz konusu değişikliklerin ve bu değişikliklerin gerekçelerinin yer aldığı Kurulca onaylı duyuru metni KAP'ta ve kurucunun resmi internet sitesinde Kurul tarafından verilen izin yazısını takip eden altı iş günü içerisinde ilan edilir. Duyuru metninde, değişikliklerin yürürlüğe giriş tarihinin yayım tarihinden itibaren 30 günden az olmamak üzere belirtilmesi gerekmektedir.

Duyuru metninin yayımlandığı tarih ile yeni hususların yürürlüğe giriş tarihi arasında kalan süre zarfında değişikliğe konu olan fonun katılma paylarının satışına devam edilebilmesi için başvuru sırasında yeni katılma payı alacak olan yatırımcıların dağıtım kanalı bazında bilgilendirilmesi esasları ile yeni katılma payı satışından doğacak olan tüm ihtilaflardan kurucunun sorumlu olacağına ilişkin beyanı Kurula gönderilir. Bu talebin Kurulca uygun görülmesi halinde satışa devam edilebilir, aksi takdirde bu süre zarfında yeni katılma payı satışı durdurulur.

Değişikliklerin yürürlüğe giriş tarihinde, izahnamenin nerede yayımlandığı hususu ticaret siciline tescil edilir. İzahname metni ile yatırımcı bigli formunda yapılan değişiklikler ve güncellenen izahname ve yatırımcı bigli formu KAP'ta ilan edilir.

Fonların dönüşümü ve birleşmesi nedeniyle yapılan tüm masraflar fon portföyünden karşılanmadan kurucular tarafından üstlenilir.

Birleşmeye ilişkin ek olarak;

a) Fonların birleştirilmesinde, birleşmeye konu olacak fonlardan bünyesinde birleşilecek fon dışında kalan fonların sona erme tarihlerine yönelik yapılacak değişikliğe ilişkin olarak izahname onayı için Kurula başvurulur. İzahname metni KAP'ta ilan edilir. İzahnamenin nerede yayımlandığı hususu ayrıca ticaret siciline tescil edilir. Bünyesinde birleşilecek fon dışındaki fonlara ilişkin değişikliklerin nerede yayımlandığı hususunun ticaret siciline tescili tarihinden itibaren, söz konusu fonların katılma paylarının satışı durdurulur.

b) Birleşme ile ilgili duyuru metninde ayrıca birleşme tarihi ve değiştirme oranının hesaplanma yöntemi, birleşme işleminin, bünyesinde birleşilecek fonun mali yapısı ve performansı üzerindeki muhtemel etkileri belirtilir.

c) Kurucu birleşme tarihinde, bünyesinde birleşilecek fonun birim pay değerini, sona erecek fonun birim pay değerine bölerek değiştirme oranını tespit eder. Sona eren fonun pay sayısı bulunan değiştirme oranına bölünür ve elde edilen pay sayısı, bünyesinde birleşilecek fonun pay sayısına eklenir.

ç) Sona eren fonların bütün mal varlığı, birleşme tarihinde bünyesinde birleşilen fona devredilir.

d) İlan edilen birleşme tarihinde yatırımcıların sahip olduğu katılma payı sayısının değiştirme oranına bölünmesi ile elde edilen sayı kadar bünyesinde birleşilen fonun katılma payı yatırımcının hesabına kaydı olarak aktarılır. Katılma paylarının iadesi halinde ise, buna tekabül eden tutar yatırımcıya ödenir. Küsurat olması halinde, küsurat yatırımcının hesabına ödenir. Küsuratın tutarı değiştirmenin yapıldığı günkü birim pay değeri üzerinden hesaplanır.

Şemsiye fonların kurucusunun değiştirilmesi durumunda içtüzük onayı için Kurula başvurulur. Kurulca onaylı içtüzük metni, duyuru metninde belirtilen yeni hususların yürürlüğe giriş tarihinde kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve TTSG ile KAP'ta ilan edilir. Kurucu değişikliğine ilişkin diğer hususlarda ise yukarıda yer verilen esaslar uygulanır.

Kurucu değişikliğinin gerçekleştiği tarihten önce mevzuattan kaynaklanan yükümlülüklerden her iki kurucu da müteselsilen sorumludur.

Bu kapsamda yapılacak dönüşüm, birleşme ve kurucu değişikliklerine ilişkin ilan ve tescil esaslarına fon türü ve niteliği dikkate alınarak Kurulca istisna getirilebilir.

3.2.12. Diğer Esaslar

3.2.12.1. Bilgi Verme Yükümlülüğü

Kurucu ve yönetici Tebliğ'in 17 nci maddesinin üçüncü fıkrasında⁴⁴ sayılan kişi ve ihraççıların unvanları, adresleri ve iştirak oranları ile portföy saklayıcısının Kanun kapsamındaki yükümlülüklerini yerine getirmesi için gerekli diğer bilgileri her yılın Ocak ayında ve bunlardaki değişikliklerin meydana geldiği tarihten itibaren altı iş günü içinde portföy saklayıcısına yazılı olarak bildirir.

Kurul gerektiğinde, Tebliğde yer alan sürelerle bağlı olmaksızın fonlar hakkında bilgi verilmesini isteyebilir.

Savaş, doğal afetler, ekonomik kriz, iletişim sistemlerinin çökmesi, portföydeki varlıkların ilgili olduğu pazarın, piyasanın, platformun kapanması, bilgisayar sistemlerinde meydana gelebilecek arızalar, şirketin mali durumunu etkileyebilecek önemli bir bilginin ortaya çıkması gibi olağanüstü durumların meydana gelmesi halinde, değerlendirme esaslarının tespiti hususunda kurucunun yönetim kurulu karar alabilir. Bu durumda değerlendirme esaslarının gerekçeli olarak karar defterine yazılarak, Kurula ve portföy saklayıcısına bildirilmesi zorunludur. Ayrıca söz konusu olaylarla ilgili olarak kamuya bilgi verilir.

KAP'ta ilan edilmesi gereken bilgi ve belgelerin eksiksiz olarak yayımlanması, doğruluğu ve güncel tutulması kurucunun sorumluluğundadır.

Fonun reklam ve ilanları ile ilgili olarak Kurulun bu konudaki düzenlemelerine uyulur.

3.2.12.2. Derecelendirme Notuna İlişkin Değerlendirme

Tebliğde derecelendirme notunun arandığı durumlarda, ilgili Kurul düzenlemeleri çerçevesinde derecelendirme yapmaya yetkili derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen derecelendirme notuna sahip olunması zorunludur.

Yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen derecelendirme notunun değerlendirilmesinde,

- a) Türkiye'de yerleşik kuruluşlar için ulusal derecelendirme notlarının esas alınması,
- b) Yurt dışında yerleşik kuruluşlar için ihraççı notlarının (issuer rating), ülkemizde kurulu derecelendirme kuruluşlarının ise buna denk derecelendirme notlarının, fonun ya da taraf olunan sözleşmenin vadesine uygun olarak uzun ya da kısa vadeli olanın esas alınması, derecelendirmeyi yapan kuruluşun notlama sisteminde bu not bazında vade ayrımı yapılmaksızın tek bir notun bulunması durumunda bu notun esas alınması,

⁴⁴ (3) a) Yöneticinin yönetim hakimiyetine sahip olan,
b) (a) bendinde belirtilen tüzel kişiler ile yönetici yetkililerinin yönetim hakimiyetine sahip olduğu,
c) Yöneticinin yönetim hakimiyetine sahip olan gerçek kişilerin yönetim hakimiyetine sahip olduğu ihraççıların ihraç ettiği para ve sermaye piyasası araçlarının toplam değeri fon toplam değerinin %20'sini aşamaz.

c) Derecelendirme notu, ilgili derecelendirme kuruluşunun derecelendirme sistemine göre yatırım yapılabilir seviyenin en alt sınırında olan kuruluşlar için notun görünümünün en az durağan olması şartının aranması,

ç) Güncel derecelendirme notunun esas alınması ve

d) Derecelendirme notunda bir değişiklik olması halinde yeni derecelendirme notunun ilgili fon için değişikliği müteakip iki iş günü içinde KAP'ta ilan edilmesi gerekir.

3.2.12.3. Fon Toplam Giderinin Üst Sınırının Belirlenmesi ve Kamuya Açıklanması

Tebliğ'in 4 numaralı ekinde yer alan fondan karşılanan, yönetim ücreti dahil izahnamede belirtilen tüm giderlerin toplamının üst sınırı fon türü bazında belirtilen azami oranları aşmayacak şekilde bilgilendirme dokümanlarında belirlenir. 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 kalırsa dahi fondan yapılabilecek harcamalar dışında fona gider tahakkuk ettirilemez.

Katılma paylarının ilgili hesaplama dönemi içerisinde ilk defa ihraç edilmesi veya fonun tasfiye olması durumunda, yukarıda belirtilen kontroller katılma paylarının satışa sunulmuş olduğu günler dikkate alınarak yapılır.

Bilgilendirme dokümanlarında belirlenen azami fon toplam gider oranı, 3, 6, 9 ve 12 aylık dönemlerin bitiminde hesaplanan fon toplam gider oranı ve varsa iade tutarı ile Kurulca belirlenen formatta düzenlenen fon toplam giderinin dağılımı ilgili dönemin bitimini takip eden altı iş günü içinde KAP'ta ilan edilir.

Fonlara uygulanan yönetim ücretinin, yatırımcıların kolaylıkla ulaşabileceği şekilde kurucunun resmi internet sitesinde ve KAP'ta ilan edilmesi gerekmektedir. Yapılan açıklamada, günlük ve yıllık yönetim ücreti oranlarının hangi şartlar dâhilinde yatırımcılardan tahsil edileceği bilgilerine ayrıntılı olarak yer verilmelidir.

ÖRNEK SORULAR

1. I. Yatırım fonu katılma paylarının halka arz edilmesi veya belirli kişi ve/veya kuruluşlara tahsisli ya da nitelikli yatırımcılara satılması zorunludur.
II. Katılma payı ihracı için herhangi bir onaya ya da izne gerek yoktur.
III. Yatırımcı bilgi formunda, yatırım amaçlarının ve yatırım politikasının kısa tanımı ile portföy dağılımına yer verilmesi zorunludur.

Sermaye piyasasında yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeler çerçevesinde, yukarıdaki ifadelerden hangisi/hangileri yanlıştır? (2014 I. Dönem)

- a) Yalnız I **b) Yalnız II** c) Yalnız III d) I ve II e) I ve III
2. Aşağıdakilerden hangisi bir endeksi baz alan, baz aldığı endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı amaçlayan ve payları borsalarda işlem gören yatırım aracıdır? (2013 I. Dönem)
- a) Yatırım ortaklığı
b) Borsa yatırım fonu
c) Pay senedi
d) Opsiyon sözleşmesi
e) Yurtdışı sermaye piyasası araçları

4. TÜREV ARAÇLAR⁴⁵

4.1. TÜREV ARAÇLAR

Türev araçlar, dayanak varlığın getirisine bağlı olarak getiri elde edilmesini sağlayan bir finansal araç olup, adından da anlaşılacağı üzere başka bir araçtan türetilmektedir. Bir türev aracın performansı dayanak varlığının performansına bağlıdır.

Türev araçlar başka bir varlığın getiri ya da fiyat değişimlerine bağlı olarak düzenlenen bir sözleşme ile oluşturulmakta olup, bu sözleşmeye ilgili türev aracın türüne bağlı olarak (vadeli işlem, opsiyon vb.) “türev araç sözleşmesi” denmektedir. Bu kapsamda bu bölümdeki “türev araç” kavramıyla “türev araç sözleşmesi” kastedilmektedir. Genellikle türev araçların dayanak varlığı mal, menkul kıymet, döviz, faiz oranı, değerli metal ve taş, istatistik, endeks, gösterge ve başka bir türev araç olabilmektedir. Bunun yanında, canlı hayvan fiyatından belirli bir kayak merkezine düşen kar miktarına kadar herhangi bir değişkene bağlı olarak türev araç oluşturulabilmektedir. Dayanak varlığın cari piyasa fiyatına nakit fiyat (cash price) ya da spot fiyat (spot price) denilmektedir. Türev araçlar belirli bir vadede başlamakta ve daha sonraki bir vadede sona ermektedirler.

Bazı durumlarda türev araçlar basit bir sigorta işlemi ile benzerlik göstermektedir. Bu durumda bir taraf potansiyel kayıplarına karşı koruma sağlamak için diğer tarafa bir miktar ödeme yapmaktadır. Diğer bazı durumlarda ise türev aracın taraflarından her biri diğer taraf için belirli bir edimde bulunmak için anlaşmaya varmaktadırlar.

4.1.1. Türev Araç Türleri

Geleneksel olarak türev araç denildiğinde başlıca 4 çeşit türev araçtan bahsedilmektedir. Bunları, vadeli satım sözleşmeleri (forward işlemler), vadeli işlem sözleşmeleri (futures işlemler), opsiyon işlemleri ve swap işlemleri olarak sayabiliriz.

4.1.1.1. Vadeli Satım Sözleşmeleri (Forward Contracts)

Vadeli satım sözleşmeleri de denilen forward sözleşmeleri, iki taraf arasında yapılan, taraflardan birinin (alıcı), diğer taraftan (satıcı) dayanak varlığı gelecekteki bir tarihte başlangıçta belirlenen bir fiyattan satın almaya razı olduğu işlemi düzenleyen sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerin taraflarından alıcı uzun, satıcı ise kısa pozisyonda bulunmaktadır.

Bu sözleşmelerde taraflar, sözleşmenin esaslı unsurlarını (*gelecekte teslim edilecek dayanak varlığın fiyatını, miktarını, ödeme ve teslim yerini, ödeme ve teslim zamanını ve*

⁴⁵ Bu bölümün hazırlanmasında yararlanılan kaynaklar çalışma kitabının sonundaki kaynakçada verilmektedir.

sözleşmenin sonlandırılması usulünü-teslim şekli) tamamen yaptıkları pazarlığa bağlı olarak kendi aralarında belirlerler. İşlemden bir borsa ve takas merkezi bulunmadığından sözleşme yapmak için öncelikle buna niyetli bir karşı taraf bulmak gerekecektir. Sözleşme hükümleri standart değil, taraflar arasında serbestçe belirlenebilmektedir. Sözleşmenin taraflarının diğer tarafın yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini dikkatlice değerlendirmesi gerekmektedir, çünkü bu işlem nedeniyle her bir taraf diğer tarafın yükümlülüklerini yerine getirmeme veya getirememe (temerrüt) riskini üstlenmektedir.

a) Paya Dayalı Forward Sözleşmeleri

Paya dayalı forward sözleşmeleri gelecekteki bir tarihte pay, paylardan oluşan portföy veya pay endeksi satın alımını konu eden sözleşmelerdir.

b) Tahvil veya Faiz Oranı Forward Sözleşmeleri

Tahvil üzerine forward işlem sözleşmeleri pay üzerine forward işlem sözleşmeleri ile benzerlik göstermesine rağmen tahvilin kupon faizi ödemesi, vadesinin sınırlı olması, ödenmeme riskinin olması vb. nedenlerle her iki sözleşme arasında farklılıklar bulunmaktadır.

Faiz oranı üzerine forward işlem sözleşmeleri ileri tarihli faiz oranı anlaşması (Forward Rate Agreement-FRA) olarak adlandırılır. Faiz oranı üzerine forward sözleşmeleri, sözleşmenin taraflarının belirli bir süre için anapara tutarı üzerine uygulanacak olan garanti edilmiş bir faiz oranını sağlayan sözleşmelerdir. Anapara varsayımsal olup, sadece faiz hesaplanmasında kullanılmakta ve taraflar açısından gelecekteki faiz oranlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanabilecek riskleri bertaraf etmek için yapılmaktadır. Vade tarihinde faiz oranı üzerine forward sözleşmesinde belirlenen faiz oranı ile vade tarihindeki piyasa faiz oranı arasındaki fark (telafi ödemesi) negatif olması durumunda alıcı tarafa, pozitif olması durumunda satıcı tarafa mutlak değer olarak anapara ile çarpılmak suretiyle ödenmektedir.

c) Döviz Forward Sözleşmeleri

Döviz forward sözleşmeleri 1970'li yıllarda belli başlı para birimleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla birlikte ciddi oranda artmaya başlamıştır. Döviz forward sözleşmesi, sahibini taraflarca sözleşme tarihinde belirlenen bir döviz tutarını, gelecekteki belirli bir tarihte, belirli bir kurdan satın almaya (ya da satmaya) zorunlu tutan bir anlaşmadır. Döviz kuru, sözleşmenin yapıldığı tarihte belirlendiği için vade sonuna kadar geçen süre içindeki kur değişimleri sözleşmede önceden belirlenen kuru etkilememektedir. Dövizlerin alım satım işlemi, vade bitiminde ve önceden belirlenen kur üzerinden gerçekleşmektedir.

d) Emtia Forward Sözleşmeleri

Emtia üzerine yapılan forward sözleşmeleri, taraflara, sözleşmede başlangıçta belirlenen bir malı, gelecekteki belirli bir tarihte sözleşmede belirlenen fiyattan alma (ya da satma) yükümlülüğü getiren sözleşmelerdir. Sözleşmenin taraflarından alıcı, gelecekteki beklenmeyen fiyat artışlarından, satıcı ise gelecekteki beklenmeyen fiyat azalışlarından kendini korumak amacıyla bu tür sözleşmelere taraf olmaktadır.

4.1.1.2. Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Futures Contracts)

Vadeli işlem sözleşmeleri, iki taraf arasında yapılan, taraflardan birinin (alıcı), diğer taraftan (satıcı) dayanak varlığı gelecekteki bir tarihte başlangıçta belirlenen bir fiyattan satın almaya razı olduğu, sözleşmeye konu malın cinsi, büyüklüğü, ödeme ve teslim tarihi, ödeme ve teslim yeri, nakdi uzlaşmanın mümkün olup olmadığı, vb. sözleşme unsurlarının işlemin yapıldığı borsa tarafından standart bir şekilde belirlendiği sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerde çoğunlukla teslim öngörülmemekte ve taraflar esas itibarıyla sözleşme konusu hakkın alım veya satımını amaçlamaktadırlar. Bir anlamda bu sözleşmeler, işlem gördükleri borsa tarafından tarafları belirlenmemiş olan bir paket sözleşme halinde sunulmaktadır.

Forward sözleşmelerin aksine vadeli işlem sözleşmeleri isteğe ve ihtiyaca göre düzenlenmemekte, bu sözleşmeler kendilerine özgü borsa veya piyasalarda işlem görmekte, bu sözleşmelerin koşulları da işlem gördükleri borsa veya piyasa tarafından belirlenmektedir. Bu işlemin tarafları, karşı tarafın yükümlülüklerini yerine getirememeye riskine karşı takas merkezi tarafından korunmaktadırlar. Diğer bir deyişle, vadeli işlem sözleşmelerinin kurulması açısından borsa, sözleşmede karşı taraf yerine geçmesi ve sözleşmeden doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesini üstlenmesi açısından ise takas merkezi önemli bir rol oynamaktadır. İşleme ilişkin kazanç ve kayıplar günlük olarak hesaplanmakta olup, söz konusu kazanç ve kayıplar tarafların teminat hesaplarına yansıtılmaktadır.

Vadeli işlem sözleşmeleri temel olarak emtiaya dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ve finansal vadeli işlem sözleşmeleri olmak üzere iki ana gruba ayrılmaktadırlar. Emtiaya dayalı vadeli işlem sözleşmeleri tarım ürünlerine, değerli metallere ve petrol ürünlerine dayalı olarak oluşturulmaktadır. Finansal vadeli işlem sözleşmeleri ise pay, pay endeksi, tahvil (faiz) ve döviz üzerine oluşturulmaktadır.

a) Vadeli İşlem Sözleşmesinin İşleyişi

Vadeli işlem sözleşmesinin kurulması ile birlikte, sözleşme tutarının belirli bir oranının (genel olarak %10'u) başlangıç teminatı (*initial margin*) olarak yatırılması gerekir. Hesapta mevcut bulunan varlıklar başlangıç teminatının hesaplanmasında dikkate alınabilir. Başlangıç teminatı, müşteri hesabında bir alt hesap olarak saklanabileceği gibi, müşteri hesabından ayrı

olarak takas üyesinin hesabında veya kimi durumlarda takas merkezinde de saklanabilir. Takas merkezinin sözleşmeye taraf olması için başlangıç teminatının yatırılması zorunludur.

Başlangıç teminatı sözleşme süresi boyunca sürekli olarak her gün piyasa fiyatları ile değerlendirilir. Günlük ödeme (*daily settlement*) ya da piyasa fiyatları ile değerlendirme (*marking to the market*) denilen bu işlem her bir sözleşmeye karşı taraf olan takas merkezinin temerrüt riskini yönetebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Piyasa fiyatları ile değerlendirme neticesinde hesapta bulunan teminat miktarının, sözleşme değerinin veya başlangıç teminatının önceden tanımlanmış bir oranı olarak belirlenen sürdürme teminatının (*maintenance margin*) altına düşmesi halinde, takas üyesi teminat tamamlama çağrısı (*margin call*) yaparak, mevcut teminatın seviyesinin sürdürme teminatı seviyesine değil de başlangıç teminatı seviyesine çıkarılması istenir. Teminat tamamlama çağrısına neden olan mevcut teminat seviyesinin başlangıç teminat seviyesine çıkarılması için eklenmesi gerekli olan tutara değişim teminatı (*variation margin*) denilmektedir. Değişim teminatı tutarı sözleşmenin simetriği olan diğer sözleşme tarafı için ise teminat fazlalığıdır ve serbest kalır. Önceden belirli süre içerisinde teminatın tamamlanmaması halinde sözleşmenin karşı tarafı olan takas merkezi sözleşmeyi ters işlem ile (satıcı ise aynı tanımlı sözleşmeye alıcı olarak veya tam tersi şekilde) sözleşmeyi tasfiye eder.

b) Forward Sözleşmeleri ile Farkı

Önceki bölümlerde hem forward hem de vadeli işlem sözleşmeleri hakkında temel bilgiler verilmiştir. Gelecekteki belli bir tarihteki yükümlülük içeren bu iki türev araç sözleşmesi arasındaki farklara ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda genel olarak özetlenmiştir.

Tablo 5.1.: Forward Sözleşmeler ile Vadeli İşlem Sözleşmeleri Arasındaki Farklar	
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	Forward Sözleşmeleri
Borsada işlem görür	Tezgâhüstü piyasada işlem görür
Asli unsurları standartlaştırılmış sözleşme	Asli unsurları taraflar arasında serbestçe belirlenen adi sözleşme
Teslimat için belirlenmiş birçok tarih vardır	Belirlenmiş tek bir teslimat tarihi
Kâr/zarar günlük olarak hesaplanır (marking to market)	Kâr/zarar vade tarihinde ortaya çıkar
Pozisyon genellikle vade tarihinden önce kapatılır	Pozisyon vade tarihinde kapatılır
İşlem yapabilmek için teminat yatırmak zorunludur	Teminat zorunlu değildir
Takas kuruluşu olduğundan kredi riski yoktur veya çok düşüktür	Takas kuruluşu olmadığından tarafların sözleşmeden doğan yükümlülüklerini yerine

Kaynak: <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/vadeli-islem-sozlesmeleri/karsilastirma-vis-forward>

4.1.1.3. Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyon sözleşmeleri, opsiyon satıcısı veya yazıcısı (*seller, writer*) ve opsiyon alıcısı (*buyer, holder*) arasında, satıcının aldığı opsiyon primi (*option premium*) karşılığında alıcıya miktarı, vadesi, teslim şartları önceden belirlenmiş olan bir malı belirli bir fiyattan satın alma (*call option*) veya satma (*put option*) hakkı verdiği sözleşmelerdir. Tanımdan da anlaşılacağı üzere söz konusu hak yalnızca opsiyon alıcısına tanınmış olup, opsiyon yazıcısı koşullu bir yükümlülük altındadır. Opsiyon alıcısının pozisyonuna uzun pozisyon (*long position*), satıcısının pozisyonuna ise kısa pozisyon (*short position*) denilmektedir. Opsiyon sahibinin bu hakkını kullanması halinde dayanak varlığın alım veya satımı için geçerli olacak önceden belirlenmiş fiyata, kullanım fiyatı (*exercise price, strike price, striking price, strike*) denilmektedir. Alıcı tarafından opsiyondan kaynaklanan hakkın kullanılmasına opsiyonun işleme konulması (*exercise, exercising the option*) adı verilmektedir.

Tablo 5.2.: Opsiyon Sözleşmelerinin İşleyişine İlişkin Özet Bilgiler

Taraflar	Opsiyon Türü	
	Alım Opsiyonu (Call Option)	Satım Opsiyonu (Put Option)
Alıcı (Buyer, Holder, Long Position)	Alma hakkı verir.	Satma hakkı verir.
Satıcı (Seller, Writer, Short Position)	Alıcı Opsiyonu işlem ekoyarsa dayanak varlığı satma yükümlülüğü doğar.	Alıcı opsiyonu işleme koyarsa dayanak varlığı satın alma yükümlülüğü doğar.

Alıcı opsiyonu işleme koyarsa dayanak varlığı 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 sözleşmeleri de çoğunlukla sözleşmenin altında yatan dayanak varlığın teslimi amacıyla yapılmaz, opsiyon primi sayesinde sabit fiyat garantisi için yapılır. Bir yatırımcı gelecekte, ilgilendiği varlığın fiyatının yükseleceğini (düşeceğini) düşünüyorsa, bugünden ilgili menkul kıymetin fiyatını sabitlemek için alım (satım) opsiyonu satın alır. Vade geldiğinde alıcı

taraf spot piyasadaki menkul kıymetin fiyatı ile opsiyon sözleşmesindeki fiyatı karşılaştırarak opsiyonu kullanıp kullanmayacağına karar verir. Eğer sözleşmede anlaşmaya varılan fiyat (kullanım fiyatı) spot piyasadaki fiyattan düşükse (yüksekse) opsiyonu kullanmak kârlı olduğundan 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 (yüksüleceği) 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 tezgahüstü piyasalarda işlem görebilen bir türev araç türüdür. Organize borsalarda işlem gören opsiyon sözleşmeleri belirli bir takım farklılıklar dışında vadeli işlem sözleşmelerine benzerlik gösterirler. Takas merkezi yine borsada gerçekleştirilen (ön) sözleşmenin karşı tarafı haline gelir ve opsiyonu tanıyan yani opsiyon satıcısının teminatı yatırması ile birlikte takas merkezi ile opsiyon satıcısı ve alıcısı arasında iki ayrı sözleşme oluşur. Sözleşmenin ikisi hariç tüm unsurları (sözleşmeye konu malın cinsi, büyüklüğü, ödeme ve teslim tarihi, ödeme ve teslim yeri, opsiyonun kullanılma zamanı, nakdi uzlaşmanın mümkün olup olmadığı vb.) önceden bir paket olarak belirlenmiştir. Ancak opsiyon sözleşmelerinde taraflar opsiyon primi ve opsiyonu kullanan opsiyon alıcısının (uzun pozisyon sahibi) ödemeyi kabul ettiği tutar olmak üzere iki konu üzerinde pazarlık yaparlar. Tezgahüstü opsiyon piyasaları ise forward piyasalarına benzemektedir. Bu piyasalarda satıcının yükümlülüğünü yerine getireceğinin garantisi bulunmamaktadır. Bu nedenle opsiyon alıcısı kredi riski ile karşı karşıyadır.

a) Opsiyon Sözleşmelerinin Türleri

Opsiyon sözleşmeleri, bu sözleşmelerin bir takım özellikleri göz önüne alınmak suretiyle birden fazla şekilde sınıflandırmaya tabi tutulabilmektedir. Bu açıdan opsiyon sözleşmeleri, opsiyonun alıcısına tanıdığı haklar, opsiyonun dayanak varlığı, opsiyonun işlem gördüğü piyasalar ve opsiyonun kullanım fiyatının dayanak varlığı fiyatına göre dört farklı şekilde sınıflandırmak mümkündür.

i) Haklar Açısından Opsiyon Türleri

Haklar açısından opsiyon sözleşmelerini hakkın kullanılabilme zamanı ve hakkın türü açısından iki alt kategoriye ayırmak mümkündür.

- Opsiyon sahibinin sahip olduğu alım veya satım hakkını kullanabildiği tarihe göre opsiyon sözleşmeleri Amerika ve Avrupa tipi opsiyonlar olmak üzere ikiye ayrılır.

- Amerikan Tipi Opsiyonlar: Opsiyon sahibinin sahip olduğu hakkı opsiyon sözleşmesinin başlangıcından itibaren opsiyon sözleşmesinin vadesine kadar her an kullanabildiği sözleşmelere Amerikan Tipi Opsiyon (*American options*) adı verilir.

- Avrupa Tipi Opsiyonlar: Opsiyon sahibinin sahip olduğu hakkı ancak sözleşmenin vadesinde kullanabildiği sözleşmelere ise Avrupa Tipi Opsiyon (*European options*) sözleşmeleri adı verilir.

- Opsiyon sözleşmeleri, sözleşmenin sahibine verdiği alım ve satım hakkı açısından alım ve satım opsiyonları olmak üzere ikiye ayrılır.

- Alım Opsiyonu (call option): Alım (*call*) opsiyonu, alıcısına veya sahibine dayanak varlığı önceden belirlenmiş bir fiyattan satın alma hakkı verir. Alım opsiyonu satıcısına söz konusu varlığı, opsiyonun kullanılması halinde, önceden belirlenmiş bir fiyattan satma yükümlülüğü verir. Eğer opsiyon Amerikan tipi bir opsiyonsa, opsiyon sahibi vade sonuna kadar herhangi bir zamanda bu hakkını kullanabilirken, Avrupa tipi opsiyonda opsiyon sahibi bu hakkını sadece vade bitiminde kullanabilir. Opsiyon alıcısı bu hak karşılığında opsiyon satıcısına bir opsiyon primi (*call premium*) öder.

Alım opsiyonu sahibi anlaşma konusu varlığın spot fiyatı yükseldikçe kâr elde edecektir. Bu kâr tutarı teorik olarak sonsuzdur. Zira elinde söz konusu varlığı daha düşük fiyattan satın alma hakkı taşımaktadır. Anlaşma konusu varlığın fiyatının düşmesi halindeyse alım opsiyonu sahibi, daha 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 tezgahüstü 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 tezgahüstü piyasalardan standartlaştırma, şeffaf fiyatlandırma, takas merkezi, teminat sistemi ve likidite kolaylığı gibi özelliklerle ayrılırlar. Tezgahüstü piyasalarda işlem gören opsiyonlar ise tarafların ihtiyaçlarına göre oluşturulabilme özelliğine sahip oldukları için daha esnekler ve genellikle egzotik opsiyonların işlem gördükleri piyasalar olarak da görülebilirler.

iv) Opsiyonun Kullanım Fiyatının Dayanak Varlığı Fiyatına Göre Durumu Açısından Opsiyon Türleri

Opsiyon sözleşmeleri, kullanım fiyatının dayanak varlığı fiyatına göre durumu açısından üçe ayrılmaktadır.

- *Kârda (Kazançta) Opsiyon (In the money option)*: Bir alım (satım) opsiyonunun herhangi bir tarihteki kullanım fiyatı dayanak varlığın o tarihteki spot piyasa fiyatından daha düşük (yüksek) ise, o tarih için geçerli olmak üzere, bu opsiyona kârda opsiyon adı verilmektedir. Dayanak varlığın spot fiyatı ile kullanım fiyatı arasındaki fark büyükse bu tür opsiyonlara aşırı kârda (deep in-the money) opsiyonlar denilmektedir.

- Alım opsiyonunda: Kullanım fiyatı < spot fiyat
- Satım opsiyonunda: Kullanım fiyatı > spot fiyatı

- *Zararda Opsiyon (out of the money option)*: Bir alım (satım) opsiyonunun herhangi bir tarihteki kullanım fiyatı dayanak varlığın o tarihteki spot piyasa fiyatından daha yüksek (düşük) ise, o tarih için geçerli olmak üzere, bu opsiyona zararda opsiyon adı verilmektedir. Dayanak varlığın spot fiyatı ile kullanım fiyatı arasındaki fark büyükse bu tür opsiyonlara aşırı zararda (deep out-of money) opsiyonlar denilmektedir.

- Alım opsiyonunda: Kullanım fiyatı > spot fiyatı
- Satım opsiyonunda: Kullanım fiyatı < spot fiyatı

- *Başabaş Opsiyon (at the money option)*: Opsiyon kullanım fiyatı ile dayanak varlığın spot fiyatının eşit olması halinde ise opsiyon başabaş (*at the money*) opsiyon olarak adlandırılır. Bu iki fiyat birbirine çok yakınsa bu durumda başabaşa yakın (*near the money*) opsiyon olarak adlandırılır. Alım ve satım opsiyonuna göre başabaş opsiyonlar şu formülle belirlenir:

- Alım opsiyonunda: Kullanım fiyatı = spot fiyatı
- Satım opsiyonunda; Kullanım fiyatı = spot fiyatı

4.1.1.4. Swap Sözleşmeleri

İlk swap sözleşmeleri 1980’li yılların başlarında yapılmıştır. O tarihten itibaren piyasada olağanüstü büyüme görülmüştür. Günümüzde swap işlemleri tezgâhüstü türev piyasasında önemli bir yer işgal etmektedir.

İngilizce kökenli olan swap kelimesi bu dilde değiştirme, kaydırma ve takas anlamına gelmektedir. Finasta ise swap, iki tarafın edimlerinin belirli bir zaman diliminde karşılıklı olarak değişiminde anlaştıkları bir finansal işlemidir. Swap işleminin esasını oluşturan edimlerin konusu, “belirli bir miktar ve nitelikteki para, döviz, altın, finansal araç, alacak, mal vb.

varlıklar” olabilir. Faiz swapında değişime konu olan ödemeler, faiz, anapara veya hem anapara hem de faiz ödemeleri olabilir. Bu nedenle, swap, iki taraf arasında yapılan faiz veya anapara ödemelerinin, koşullarını önceden belirleyerek, değişimi sağlayan bir sözleşme olarak da tanımlanabilir.

Swap işleminin temelinde, farklı kuruluşların farklı finansal piyasalardaki kredi değerliliğine bağlı olarak farklı kredi koşulları ile karşılaşmaları ve ortaya çıkan bu farklılıkları tarafların kendi yararlarına kullanmaları yatmaktadır. Özet bir ifade ile, swap işlemi dış ticaretteki karşılaştırmalı üstünlükler kuramının finans piyasalarında uygulanış şekli olarak da nitelendirilebilir.

Swap işleminin temel amacı, faiz oranı, döviz kuru ve değer değişmelerinden kaynaklanan risklere karşı güvence sağlamaktır. Sözleşme neticesinde belirlenen süre boyunca taraflar diğer tarafın sahip olduğu finansal pozisyona tabi olacak ve bunun doğurduğu hüküm ve sonuçlara katlanacaktır. Sözleşme konusu döviz, nakit akımı, tabi olunan faiz oranı vb. olabilir. Yapılan değişim sözleşmelerinde çoğunlukla International Swap Dealers Association (ISDA)’nın bu konudaki çerçeve sözleşmesine atıf yapıldığı görülmektedir.

Swap sözleşmesinin başlıca yararları şunlardır:

- Borçlanma maliyetini azaltır, sermaye maliyetinin düşürülmesine yardımcı olur.
- Değişken oranlı faizi, sabit oranlı faize çevirerek riski azaltır. Yine döviz kurundaki aşırı oynaklığa karşı tarafların pozisyonlarını, güçlü oldukları döviz kuru cinsinden almalarını sağlar.
- Döviz kurlarındaki değişimler, ulusal para birimi üzerinden borçları olan çokuluslu şirketlerin beklenen kazançlarını azaltabilmektedir. Döviz swapları ile bu şirketlerin borçlarını ve alacaklarını döviz kuru riskine karşı koruması söz konusu olur.

Değişim sözleşmelerinde taraflar başlangıçta birbirlerine ödeme yapmazlar. Taraflar arasındaki ödeme, değişim süresi sonunda tarafların birbirlerine yapacakları ödemelerin netleştirilmesi neticesinde ortaya çıkar.

Swap sözleşmelerinin bir çok farklı türü olabilmekle birlikte, iki tür swap işlemi (faiz oranı swapı ve döviz swapı) en çok tercih edilen türev araçlar arasındadır.

a) Faiz Oranı Swapları

Burada sözleşme taraflarının kredibilitelerine bağlı olarak tabi oldukları faiz uygulamalarının kendi finansal planlarına, yapılarına uymaması nedeniyle farklı faiz uygulamalarının değiştirilmesi söz konusudur.

Faiz oranı swapı, tutarı belirli, fakat kendisi mevcut olmayan bir anapara üzerinden belirli bir vade, farklı faiz oranı esaslarından hesaplanacak faizlerin iki taraf arasında el değiştirmesini öngören bir sözleşmedir. Türleri arasında aynı döviz cinsi üzerinden sabit faiz ile değişken faiz oranlarının el değiştirmesi bulunduğu gibi farklı esasa dayanan değişken iki faiz oranının el değiştirmesi de vardır. Örneğin; üç aylık LIBOR ve üç aylık ABD Hazine Bonosu faizi. Genel itibarıyla faiz swapı, iki şirket arasında gelecekteki nakit akışlarını değiş-tokuş etmek için yapılan bir sözleşmedir. Bu sözleşmede, nakit akışlarının ödeneceği tarih ile bunların hesaplanacağı yöntem tanımlanmaktadır. En basit şekliyle faiz swapı, iki taraf arasındaki sabit ve değişken faiz ödemelerinin değişimi olup, faiz oranları riskine karşı geliştirilen, fon kullanıcılarına farklı piyasalardaki uygun fonlara erişebilme, bu fonların uygun kullanımını sağlama, riski azaltma ve sabit faizli bir fonu değişken faizli bir fonla değiştirme imkânı veren finansal bir araçtır.

Swap sözleşmeleri tezgahüstü, yani organize borsalar dışında işlem gören finansal türevlerdir. Swap piyasasının devamlılık göstermesinde ve gelişmesinde en önemli etken, bu piyasa tarafından, potansiyel kullanıcılarının diğer finansal araçlarla karşılanamayan isteklerinin karşılanmasıdır.

Faiz oranı swaplarının temelde üç amaç için yapıldığı söylenebilir:

- Faiz riskinin yönetimi
- Alternatif finansman olanağı
- Faiz ödeme ve gelirleri ile borç stokunu yeniden yapılandırma olanağı

Örneğin, 1 milyon Avro için bir Alman firmasının yıllık %5 sabit faiz ödemesi gerekirken, bir Yunan firmasının yıllık LIBOR+4 oranı üzerinden borçlanabildiğini varsayalım. Bu durumda %5 oranından sabit faiz ödeme yükümlülüğü ile LIBOR+4 oranında faiz ödeme yükümlülüklerinin değiştirilmesi neticesinde Alman firması değişken oranlı bir faiz yükümlülüğü altına girerken, Yunan firmasının ödeyeceği toplam faiz tutarı sabit/belirli olacaktır. Taraflar çeşitli gerekçelerle faiz ödeme şartlarını değiştirmiş olabilirler. Yani Yunan firması öngörülebilirlik sağlayarak geleceğe yönelik borç yönetimini geliştirebilecekken, Alman firması da LIBOR üzerinden olan alacaklarındaki düşmeye karşı korunma sağlamak için bu işlemi yapmış olabilir.

b) Döviz Swapları

Döviz swapları, faiz ve anapara ödemelerini içeren önceden belirlenmiş kurallar ve süreler içinde, iki tarafın belirli miktarlarda iki farklı para birimini sözleşmenin kurulması ile değiş tokuş etme ve sözleşmenin vadesinde geri alması konusunda anlaşmaya vardıkları bir

işlemdir. Taraflar arasında yapılan anlaşma uyarınca, belirlenen dövizler cari kur üzerinden karşılıklı değiştirilmekte ve vade sonunda anaparalar iade edilmektedir. Buna bağlı olarak faiz ödemeleri de değiştirilmektedir.

Döviz swapları başlıca 3 amaç için kullanılmaktadır:

- Kur riski yönetimi
- Düşük fon maliyeti
- Piyasalara erişim ve farklı para biriminde nakit akışı

Döviz swaplarında bir peşin bir de vadeli işlem olmak üzere iki işlem bulunmaktadır. İşlemin ilk aşamasında, anlaşılan kur üzerinden (genelde spot kura eşit olur) anaparalar değiştirilir, yani karşı tarafa kullanılır. Bu kullandırma karşılığında sözleşme ile belirlenen oranda faiz de işler. Son aşamada ise, taraflar anaparaları iade ederler. Döviz swapında amaç, tarafların farklı döviz ve mali piyasalardaki borçlanma yeteneklerini kullanarak, ihtiyaç duyulan dövizlerin daha cazip fiyatlardan temin edilmesidir.

4.1.2. Türev Araçların Kullanım Yerleri

Risk yönetiminin en temel aracı türev araçlardır. Türev araçlar da aslında tüm sermaye piyasası araçları gibi yukarıda da belirtildiği üzere taraflar arasındaki bir sözleşmeden ibarettir. Türev araçların işlem görmesi türev araç sözleşmelerinin yapılmasına işaret eder. Risk yönetimin temel aracı olmakla birlikte türev araçlar riskten korunma, spekülasyon ve arbitraj olmak üzere başlıca üç amaç için kullanılabilirler.

a) Riskten Korunma (Hedging)

Türev araçların riskten korunma amacıyla kullanılmasında, finansal veya ticari bir faaliyet yapılmasına, bir sözleşme akdedilmesine neden olan öngörü ve beklentilerin gerçekleşmemesi riskinin olumsuz etkisini olabildiğince ortadan kaldırmak amacı söz konusudur. Örneğin, tarlada yetişmesini beklediği ürününü sattığında elde edeceği parayı faizde değerlendirmek isteyen bir kişinin, faiz oranlarındaki düşüş riskine vadeleri denk gelecek şekilde hazine bonusu vadeli işlemi yapması riskten korunma amacıyla türev araç kullanılmasına bir örnektir. Bu örneği, döviz ve döviz fiyatı üzerinden de kurmak mümkündür. Örneğin, ABD Doları cinsinden aldığı malların bedeli olan 2.000.000 ABD Doları tutarındaki ödemeyi 3 ay sonra yapacak olan A firması vadesi 3 ay olacak şekilde 2.000.000 ABD Dolarına denk gelecek şekilde Dolar alım vadeli işlem sözleşmesi satın almak suretiyle şimdiden ödemeye razı olduğu bir TL/ABD Doları kuru düzeyinden ödeme tutarını sabitleyebilmektedir. Görüldüğü üzere, riskten korunma amacıyla yapılan türev araç sözleşmelerinde, türev araç sözleşmesinin sırf kendisinden bir

kazanç veya kayıp doğmaz. Kazanç veya kayıp, risk yönetimine ya da korunma işlemine konu diğer işlem veya faaliyet ile birlikte değerlendirilerek ortaya çıkmaktadır.

b) Spekülasyon (Speculation)

Spekülasyon amacı ile türev araçların kullanılmasında, dayanak varlıkların (mal, finansal gösterge, vb.) fiyat veya oranlarındaki değişimler neticesinde türev araç sözleşmelerinin sağlayacağı kazanç hedef alınmaktadır. Burada, riskten korunma amacıyla yapılan türev araç işleminden farklı olarak işlem yapanın türev araç dışında, türev araç ile bağlantılı bir finansal veya ticari faaliyeti yani pozisyonu yoktur. Spekülasyon amacıyla türev araç işlemi yapanlar, genelde riskten korunma amacıyla işlem yapanların karşı tarafını oluştururlar. Bir başka deyişle, türev araç sözleşmesinin karşı tarafını oluşturarak türev araç işlemlerinin yapılabilirliğini ve piyasaya likidite sağlayarak riskten korunmak isteyen tarafın riskini üstlenirler.

c) Arbitraj (Arbitrage)

Arbitraj amacıyla türev araç işlemi yapanların durumu da spekülasyon amacıyla türev araç işlemi yapanların durumuna benzemektedir. Piyasada işlem gören türev araçların fiyatlarının, örneğin dayanak varlığın fiyatından hareketle bir takım özel hesaplamalara göre belirlendiği düşünülürse, türev aracın piyasada yanlış fiyatlanması halinde doğru fiyatı piyasa fiyatı haline getirmek amacıyla yapılan sözleşmeler arbitraj amacıyla yapılan sözleşmelerdir. Arbitraj işlemi iki veya daha fazla piyasada eş anlı işlemler yapılması suretiyle risksiz kâr elde etme işlemidir.

4.1.3. Türev Araçların Faydaları

Genel olarak türev araçların, fiyat oluşumuna katkı sağlama ve risk yönetimi gibi iki temel faydasının olduğu kabul edilmektedir. Ancak türev araçların dayanak varlık için piyasa etkinliğinin iyileştirilmesi ve piyasa işlem maliyetlerinin azaltılması gibi faydalarının da olduğu tartışılmaktadır.

a) Sağlıklı Fiyat Oluşumunun Sağlanması

Türev araçlar, bu araçların üzerine oluşturulan dayanak varlıkların fiyatları ile ilgili olarak çok önemli bilgiler sağlamaktadırlar. Bu araçlar bu bilgileri iki şekilde sağlamaktadırlar. İlk olarak bu dayanak varlıkların çoğu coğrafi olarak farklı alanlara dağılmış piyasalarda işlem görmektedirler. Coğrafi olarak dağılmış bu piyasalarda çok sayıda farklı spot piyasa fiyatı oluşmaktadır. Vadeli işlemler piyasalarında en kısa vadeye (shortest time to expiration) sahip türev sözleşmesinin fiyatı genelde dayanak varlığın referans fiyatı olarak kabul edilmektedir. İkinci olarak vadeli işlem sözleşmelerinin fiyatı, bu piyasada işlem yapanlar tarafından belirsiz olan gelecekteki fiyat riskini almak yerine kabul edilebilir fiyat olarak kullanılmaktadır.

Örneğin, pamuk satan bir kişi, iki ay sonraki pamuk fiyatının belirsizliğine katlanmak yerine, bugünden 2 ay vadeli pamuk vadeli işlem sözleşmesi yapmak suretiyle, iki ay sonra pamuk satmaya gönüllü olduğu fiyatı şimdiden sabitlemek imkânına sahiptir.

b) Risk Yönetiminde Kullanılması

Türev araçların en önemli özelliği risk yönetiminde kullanılmalarıdır. Türev araçlar kullanıcıları açısından riski arzu edilebilir bir seviyeye indirirler. Türev araçların risk yönetiminde kullanılmaları sürecine genellikle korunma işlemi (hedging) denilmektedir.

c) Dayanak Varlık İçin Piyasa Etkinliğinin Sağlanması

Etkin piyasalar adil ve rekabetçi piyasalar olup bu piyasada işlem yapan taraflardan birinin diğeri aleyhine kolaylıkla kar elde edebilme imkânını ortadan kaldırmaktadır. Örneğin, vadeli işlem sözleşmesine dayanak olan bir varlığa doğrudan yatırım yapmak yerine, aynı parayla söz konusu varlığa ilişkin vadeli işlem sözleşmesi ve risksiz bir tahvile yatırım yapılabilir. Dayanak varlık tutarı ile vadeli işlem sözleşmesi ve risksiz tahvil ikilisinin toplam tutarının aynı olması beklenir. Farklı olması durumunda arz ve talep yoluyla söz konusu farklılık giderilir. Böylece türev araçlar sayesinde fiyatların makul düzeyinden sapması önlenmiş olmaktadır.

d) İşlem Maliyetlerinin Azalmasının Sağlanması

Türev araçların işlem maliyetleri oldukça düşüktür. Örneğin bir dayanak varlığı satın alma maliyeti, varlığa dayalı vadeli işlem sözleşmesi ve risksiz tahvil alımı ile katlanılacak maliyet karşılaştırıldığında ikinci işlemin maliyeti çok daha düşüktür. Böylece yatırımcılar düşük maliyetle aynı faydayı sağlayabilmektedirler.

4.1.4. Türev Araçların İşlem Gördüğü Yerler

Türev araçlar işlem gördükleri yerler açısından teşkilatlanmış bir piyasada yani bir borsada veya borsanın bir pazarında işlem gören türev araçlar ve tezgahüstü (Over-the-Counter –OTC) türev araçlar olmak üzere ikiye ayrılır.

4.1.4.1. Teşkilatlanmış Piyasalarda İşlem Gören Türev Araçlar

Vadeli işlem sözleşmeleri (*futures*) ve opsiyon sözleşmeleri teşkilatlanmış (organize) piyasalarda işlem gören türev araç sözleşmeleridir. Bu sözleşmelere ilişkin nitelikler önceden belirlenerek standart hale getirilmiştir. Dolayısıyla bu sözleşmelerin büyüklükleri, asgari işlem sayıları, vade ayları, fiyatlarının belirlenmesi vb. parametreleri işlem gördükleri borsa veya Pazar tarafından standart bir şekilde önceden belirlenmiştir. Bu sözleşmeler borsa/takas üyeleri

üzerinden yapıldıkları ve takas merkezi her pozisyonun karşı tarafını oluşturduğu için bu türev araçlar, borsalarda işlem gören türev aracı (*Exchange traded derivatives*) olarak adlandırılırlar.

4.1.4.2. Tezgahüstü Türev Araçlar

Tezgahüstü türev araçlar ise tarafların serbestçe belirlendiği, sözleşmenin kurulduğu belirli bir yer (elektronik platform da dâhil olmak üzere) bulunmadığı ve sözleşme şartlarının taraflar arasındaki pazarlıkla belirlendiği, önceden standart bir belirlemenin olmadığı sözleşmelerdir. Yine tezgahüstü türev işlemlerde kural olarak bir takas merkezi veya takas merkezi rolünü üstlenen bir kurum olmadığı gibi teminat mekanizması da bulunmamaktadır. Sözleşme taraflarının temerrüdü riskini içeren bu araçlar, sözleşme şartlarının taraflarca serbestçe belirlenebilmesine imkân tanımaktadır.



a) Tezgahüstü Türev Araçların Standartlaşması ve Düzenlemeye Tabi Olması

Tezgahüstü türev araçlara ilişkin standartlaşmanın olmaması, bu araçların yaygınlaştırılmasını ve bu araçlara ilişkin olarak kendi içinde sınıflandırılma, büyüklüklerinin karşılaştırma gibi bir takım işlemlerin sağlıklı bir şekilde yapılmasını zorlaştırmaktadır. Diğer taraftan, bu araçların kredi riskini barındırması, bu araçlara olan ilginin artmasına engel olmuştur. Bu ve benzeri nedenlerle tezgahüstü işlemlere yönelik asgari müşterek unsurların belirlenmesine yönelik arayışlara girilmiştir. Bu arayışların sonucunda ISDA kurulmuştur.

1985 yılında kurulan ISDA tezgahüstü türev araçlar piyasasının güvenli ve etkin şekilde işlenmesini sağlamaya çalışan sivil bir kuruluştur. ISDA'nın 67 ülkeden 800'ü aşkın üyesi

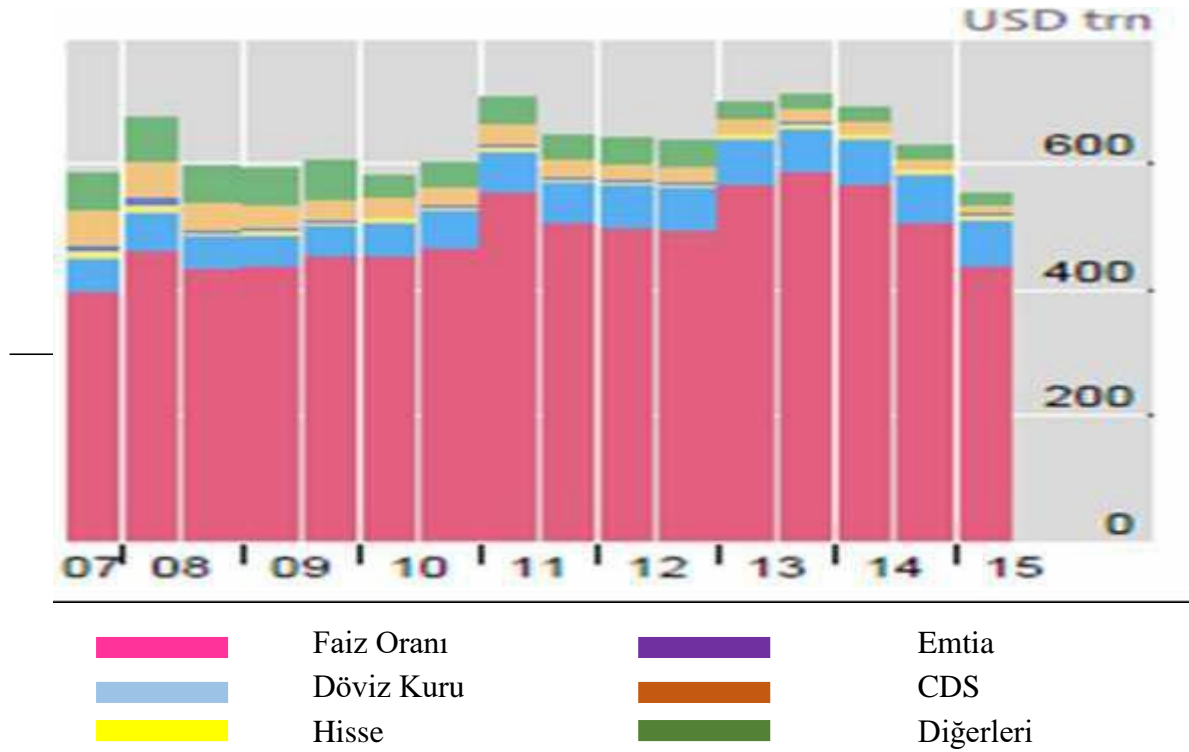
bulunmakta olup, söz konusu üyeler arasında şirketler dahil olmak üzere tezgahüstü türev araçlar piyasası katılımcıları, yatırım kuruluşları, devlet kurumları ve uluslararası kuruluşlar, sigorta şirketleri, reel sektör şirketleri, uluslararası veya bölgesel bankalar, takas kurumları, borsalar, veri saklama kuruluşları ve hukuk büroları bulunmaktadır. ISDA'nın temel amacı tezgahüstü türev piyasaları daha etkin ve güvenli bir hale getirmektir. ISDA'nın karşı taraf kredi riskinin azaltılması, şeffaflığın artırılması ve endüstrinin operasyonel altyapısının geliştirilmesi gibi üç kilit alandaki çalışmaları; kuruluşun sağlam, istikrarlı finansal piyasalar ile güçlü finansal hukuki çerçeve oluşturma şeklindeki birincil amaçlarına ulaşmak konusunda güçlü taahhüdünü göstermektedir⁴⁶.

ISDA'nın üyelerine ISDA Çerçeve Sözleşmesi (*ISDA Master Agreement*) ve bu çerçeve sözleşmeye ilişkin diğer dokümantasyon çerçevesinde üyeler tarafından yapılan tezgahüstü türevlerden doğacak hak ve borçların netleştirilmesi ve teminatlandırma esaslarına ilişkin temel hükümlerin belirlenmesi suretiyle temerrüt riski ve hukuki riskin azaltılmasına yardımcı olacak şekilde hizmet etmektedir. Böylelikle, ISDA çerçeve sözleşmesi kapsamında taraflar sadece sözleşme detayları üzerinde yoğunlaşabilecek ve çerçeve sözleşmede yer alan hususlar üzerinde anlaşılmasına ilişkin maliyetlerden sakınabileceklerdir.

Aşağıdaki grafikte yer alan tezgahüstü türev işlemlerin büyük bir kısmı ISDA çerçeve sözleşmesi kullanılarak yapılmıştır. Dolayısıyla, tezgahüstü türev işlemi olmakla birlikte, işlemlerden doğacak hak ve borçların netleştirilmesi ve teminatlandırma gibi sözleşme açısından çok önemli nitelikteki unsurlar önceden belirlenmiş olup, taraflar arasında pazarlığa tabi değildir. ISDA dokümantasyonu içerisinde bulunan diğer birçok konuya ilişkin olarak da aynı durum söz konusudur.

Bu durum, dünyada gerçekleştirilen tezgahüstü türev işlemlerin, teşkilatlanmış borsalardaki kadar olmasa da, zaman kaybı ve işlemlerin doğuracağı sonuçlara ilişkin hukuki risk nedeniyle önceden belirli bir takım esaslar çerçevesinde gerçekleştirildiğini göstermektedir. Piyasadaki bu standartlaşmaya yönelik eğilim, 2008 yılında yaşanan global krizin sonucu olarak tezgahüstü türev işlemleri düzenleme ve kontrol altına alma ile birleşince, tezgahüstü türevler konusunda yavaş yavaş serbestiden, daha fazla düzenleme ağırlıklı bir yapıya doğru bir yönelim söz konusudur.

⁴⁶ <http://www2.isda.org/about-isda/>

Grafik 5.1.: 2015 yılında Tezgaüstü türev araç işlemlerine ilişkin büyüklükler (Trilyon ABD Doları)

Kaynak: http://www.bis.org/publ/otc_hy1605.pdf

b) Tezgaüstü Türev Araçların Barındırdığı Riskler

Tezgaüstü türev araçların gerçekleştiği piyasalar dikkate alındığında bu piyasaların yeterince şeffaf olmadığı, yani taşıdığı risklerin tam olarak belirlenemediği, bu tür işlemlerin taraflarının bilgi derecesinde ciddi oranda farklılık bulunduğu, tezgaüstü türev araçların ciddi şekilde saf spekülasyon amaçları için kullanılmasının sistemik riske neden olabileceği de belirtilmelidir. Özellikle az bir prim yatırmak suretiyle ciddi boyutlarda pozisyon alınabilme imkânının (kaldıraç imkânı) kötüye kullanılabilecek olması tezgaüstü türevlerin taşıdığı potansiyel tehlikeler arasındadır.

2008 yılında başlayan global kredi krizinin en büyük nedeni olarak tezgaüstü türev araçların bilinçsiz ve kontrolsüz bir biçimde kullanımı gösterilmektedir. Krizin etkisini artırması ile alınan ulusal ve uluslararası önlemler ve inisiyatiflerin özellikle tezgaüstü türev araçların kontrol altına alınması noktasında yoğunlaştığı görülmektedir.

Örneğin global krizin etkilerinin en üst düzeyde hissedildiği bir dönemde, dünyanın en büyük 20 ekonomisinin katılımı ile oluşan G-20'nin aldığı kararlar arasında tezgaüstü türev araçların kontrol ve kayıt altına alınması bulunmaktadır ve buradan doğacak riskin yönetilebilir olması için bir dizi önlem ortaya koymuştur. Bu önlemlerin hayata geçirilmesi yine G-20 tarafından 2008 yılının Kasım ayında daha geniş otoriteye sahip bir uluslararası kurum hale

getirilen Finansal İstikrar Kurulu (*Financial Stability Board*) tarafından takip edilmiştir. Ülkeler bazında ise örneğin Amerika Birleşik Devletleri'nde 21 Temmuz 2010 tarihinde yürürlüğe giren Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Yasası 1930'lardan sonraki en kapsamlı mevzuat değişikliği olarak görülmektedir. AB'da ise üç yeni gözetim otoritesi kurulmuş⁴⁷ ve geniş yetkiler verilmiştir. Her iki düzenlemede de tezgahüstü türevlerin merkezileştirilmesi ve denetim altına alınması önemli bir yer teşkil etmektedir.

Bütün bu gelişmeler, tezgahüstü türev araçların, kötüye kullanılabilme ihtimalinin yüksek olması nedeniyle bir borsa şeklinde olmasa da başka şekil ve usullerle kontrol altına alınması yönünde dünya çapında bir eğilim olduğunu, son global krizin bu eğilimi haklı gösterecek özellikler taşıdığını göstermektedir. Artık finansal yıkıma neden olabilecek tarzda kullanılabilen tezgahüstü türev araçlara ilişkin anlayışın zaman içerisinde serbestlikten düzenlenmeye doğru gelişeceği görülmektedir.

4.2. TÜREV ARAÇLARIN GELİŞİMİ

4.2.1. Türev Araçların Ortaya Çıkışı

Modern portföy teorisinin geliştirilmesi sonrasında hisse senedi piyasasında risk ve getiri ölçümlerine yönelik hesaplamaların nispeten kolay bir şekilde yapılabilmesi ve akabinde de geliştirilen varlık fiyatlama modelleri ile finansal piyasalardaki araçların getirilerinin hesaplanmasına yönelik alternatif yaklaşımların geliştirilmesi sayesinde finansal araçların risklerinin ölçülmesi ve yönetilmesi başta finansal piyasalarda işlem yapanlar ve akademik çevreler olmak üzere bir çok kesim için oldukça önemli hale gelmiştir.

Diğer taraftan, sistemden kaynaklanan sorunlar nedeniyle 1973 yılında, gelişmiş ülkeler tarafından sabit döviz kuru sistemi olan Bretton Woods sisteminin terk edilerek, dalgalı döviz kuru sistemine geçilmiş olması, sonrasında döviz piyasalarında volatilitenin ve dolayısıyla riskin artmasına neden olmuştur. Bu gelişmelerin sonucunda döviz piyasalarında ortaya çıkan belirsizlik nedeniyle, bu piyasalar daha riskli hale gelmiş, firmaların ve yatırımcıların varlık ve kazançlarını kaybetme olasılığı daha da artmıştır. 1980'li yıllardan itibaren finansal piyasalardaki hızlı bütünleşme, sermaye hareketlerindeki serbestleşme ve menkul kıymetleştirme uygulamalarının sonucunda finansal piyasalarda küreselleşme olgusu ortaya çıkmıştır. Küreselleşmenin başlaması ile birlikte uluslararası ticaretin ciddi boyutta artması, yalnızca uluslararası ticaret yapan firmaların değil, bu firmalara bağlı olarak yerel ölçekte çalışan firmaların hammadde ve diğer girdi ihtiyaçları nedeniyle fiyat ve kurlarda ortaya çıkan

⁴⁷ Avrupa Bankacılık Otoritesi (*European Banking Authority*), Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (*European Securities and Markets Authority*) ve Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Otoritesi (*European Insurance and Occupational Pension Authority*)

belirsizlikten etkilenmelerine neden olmuştur. Tüm bu gelişmeler karşılaşılan risklerin kabul edilebilir bir düzeyde sınırlandırılabilmesi amacıyla etkin bir riskten korunma ve risk yönetimi arayışlarına girilmesine ve 1980 sonrasında risk yönetimi anlayışının ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Risk yönetimi, başlangıçta finansal kurumlar tarafından varlık fiyatlarındaki düşüşlerin neden olduğu gelir kaybının telafisi için kullanılmışsa da daha sonra gelişerek kur riskleri ve mal fiyatlarındaki değişimlerden kaynaklanacak kayıpların da asgariye indirilmesi amacıyla finansal olmayan, hatta kâr amacı gütmeyen kuruluşlarca da kullanılmıştır. Firmaların faaliyet konularının farklılığı, ülkelerin ve sektörlerin temelde farklılaşmaları farklı finansal gereksinimleri ortaya çıkarmış, bunlar da yeni risk yönetim tekniklerinin geliştirilmesini beraberinde getirmiştir.

Risk yönetimi esasen bir formül değildir. Risk yönetimi, firma ve yatırımcıların varlık ve yatırımlarını koruma amacına yönelik olup, belirsizliği ölçülebilir risk haline getirmeyi ve üstlenilen riskin katlanılabilir bir kayıp düzeyine kadar indirilmesini sağlamaktadır. Risk yönetimi temel olarak türev araçlar kullanılmak suretiyle gerçekleştirilmektedir. Türev araçlar riski belirli bir ölçüde sınırlandırarak öngörülebilir risk haline getirmek için kullanılmaktadırlar. Bir diğer ifade ile türev araçlar alınan riskin arzu edilebilir bir düzeye indirilmesine olanak sağlamaktadırlar.

Risk yönetimini, arzu edilebilir risk seviyesi ile gerçekte olan risk seviyesini belirlemek ve gerçekte olan risk seviyesini arzu edilen risk seviyesine indirgeme süreci olarak tanımlamak mümkündür. Firmalar açısından bakıldığında, risk yönetimi, geçmişe ait veriler ışığında, bir firmanın veya yatırımın değerini korumak amacıyla maruz kalınan risklerin sistematik bir anlayışla öngörülmesi, tanımlanması, ortaya çıkma ihtimalleri ve etkilerinin ölçülmesi ile risklerin fırsat unsurundan yararlanarak şirket değerine katkıda bulunmayı hedefleyen uygulamalar bütünüdür. Risk yönetimi getiri, maliyet, fırsat ve performans parametreleri arasında en uygun dengeyi sağlamayı hedefleyen dinamik bir süreçtir.

Geleneksel yöntemlere göre, daha avantajlı olan çağdaş risk yönetim teknikleri; daha az maliyetle ve daha esnek kullanılma olanaklarıyla risk yönetiminde önemli gelişmelerin yaşanmasına neden olmuşlardır. Risk yönetim teknikleri, finansal uygulayıcılara önemli avantajlar sağlamanın yanında, piyasada işlem yapanların, herhangi bir ekonomik göstergeye ilişkin öngörülerinin, önceden belirgin bir şekilde açıklanmasını sağlayarak, geleceğe ilişkin beklentilerin, bir ölçüde, aşırı sapmalar göstermesine engel olmakta böylece piyasalara istikrar kazandırıcı bir rol oynamaktadırlar.

4.2.2. Türev Araç ve Piyasalarının Tarihçesi

Türev araç sözleşmeleri yıllardan beri kullanılmaktadır. Bilinen en eski opsiyon sözleşmesi Aristo'nun eserlerinde yer almaktadır. Yaklaşık milattan önce 580 yılında Filozof Thales'in astronomi bilgisini kullanarak gelecek ilkbaharda zeytin rekoltesinin yüksek olacağı sonucuna vararak mevsimi gelmeden önce yöredeki tüm zeytin preslerinin kullanım haklarına ilişkin opsiyon sözleşmesi yapmıştır. Mevsimi geldiğinde rekolte yüksekliğine bağlı olarak sahip olduğu zeytin presleme haklarını kullanmış ve bu işten kazanç sağlamıştır.

Türev araçlardan ilk vadeli işlem sözleşmelerinin 1679 yılında Japonya'da gerçekleştirildiği bilgisine sahip olunmakla birlikte, vadeli işlemlerin 16. yüzyılda Hollanda'nın Antwerp Borsası'nda tahıllar üzerine yapılan sözleşmelerle başladığı kabul edilmektedir.

17. yüzyılın ilk yarısında Hollanda'da meydana gelen lale soğanı cinneti sırasında ve aynı yüzyılın ikinci yarısında Japonya'da önce Osaka, sonra Dojima'da kurulan pazarlarda pirinç biletleri üzerinden pirinç üzerine futures sözleşmeler yapılmıştır. Bu kapsamda vadeli işlemler için piyasa sayılacak ilk örgütlemenin Japonya'da olduğu söylenebilir. Vadeli sözleşmelerin yapıldığı ilk borsa Londra'daki Kraliyet Borsası'dır (Royal Exchange). Bilinen ilk resmi forward sözleşmesi ise 13 Mart 1851 tarihli, Haziran teslimli mısır sözleşmesidir.

Ancak vadeli işlemler piyasasının kökleri 1848 yılında ABD'de kurulan Şikago Ticaret Kurulu'na (Chicago Board of Trade-CBOT) dayandırılmaktadır. 1848 yılında 82 üyesi ile kurulan CBOT, dünyanın halen faaliyette olan en eski emtia üzerine vadeli işlemler borsasıdır (commodity futures exchange). CBOT, 1868 yılı itibarıyla 8 adet vadeli işlem sözleşmesi işlem görmektedir. 1874 yılında, yumurta, tereyağı, kümes hayvanları ve başkaca ürünlerin işlem gördüğü Chicago Ürün Borsası (Chicago Produce Exchange) kurulmuştur. Bu borsa 1919 yılında Şikago Ticaret Borsası (Chicago Mercantile Exchange) adını almıştır. 2007 yılında CBOT ve Chicago Mercantile Exchange birleşmiştir.

Opsiyon sözleşmelerinin organize piyasalarda işlem görmeye başlaması 1973 yılına dayanmaktadır. 1973 yılı opsiyon piyasalarının gelişimi açısından milat niteliğindedir. Opsiyon sözleşmelerinin kendi bünyesinde işlem görmesi için ABD sermaye piyasaları düzenleyici otoritesi olan SEC'den izin alamayan, dünyanın mal üzerine vadeli işlem sözleşmelerinin alınıp satıldığı en eski ve en büyük borsası olan CBOT tarafından yalnız hisse senetleri üzerine opsiyon sözleşmelerinin alım satımının yapılacağı, standartları tespit edilmiş organize bir piyasa kurulmuştur. Chicago Opsiyon Borsası Kurulu (Chicago Board Options Exchange - CBOE) olarak adlandırılan bu piyasada 26 Nisan 1973 tarihinde ilk olarak New York Borsası'nda (New York Stock Exchange) alım satımı yapılan 16 farklı hisse senedi üzerine yazılan 911 adet alım opsiyonu sözleşmeleri işlem görmüş, daha sonraları 1977 yılının Haziran ayından itibaren ilk

satım opsiyonları işlem görmeye başlamıştır. CBOE borsasından sonra opsiyonlar pek çok borsada işleme açılmış ve yoğun talep gören bir enstrüman haline gelmiştir. Döviz dayalı opsiyon sözleşmeleri 1982 yılında (Montreal Borsası'nda), endekse dayalı opsiyon sözleşmeleri ise 1983 yılında işleme başlamıştır.

16'ncı yüzyılda Cenova Bankerlerinin, Antwerp para piyasası yoluyla İspanya'ya altın vermesi karşılığında gümüş alması bilinen ilk swap işlemi olarak kayda geçmiştir. Modern zamanlarda ise ilk swap işlemi 1923 yılında Avusturya Merkez Bankası tarafından İngiliz Sterline karşılık ulusal paranın satılıp vadeli olarak geri alınması ile denenmiştir. İkinci Dünya Savaşından sonra döviz kurlarının aşırı dalgalanması karşısında Amerikan Merkez Bankası ile bazı Avrupa ülkelerinin merkez bankaları arasında swap sözleşmeleri yapılmış, kurulan swap örgütleri sayesinde faiz hadlerini yükseltmeden ve rezerv kaybına neden olmadan döviz ihtiyaçları karşılanmıştır. İlk resmi swap işlemi ise Venezüella hükümetinin 1977 yılında Fransız Frangı ihtiyacını karşılamak için vadeli dolar satması ve karşılığında Fransız Frangı alması ile yapılmıştır.

1850-1857 yılları arasında üretim ve denizasıri nakliyye paralel olarak gelişme gösteren endüstriyel büyümenin neden olduğu fiyat dalgalanmaları, forward sözleşmelerin belirlenen malı teslim almak isteyen kişiye varıncaya kadar birçok elden geçmesi ve kurulan borsalar dışında da forward sözleşmelerin yapılması üzerine, CBOT tarafından, vadeli işlem sözleşmeleri (futures contracts) de dâhil olmak üzere, borsada gerçekleştirilecek türev araç sözleşmelerine ilişkin olarak ilk ve bugünkü düzenlemelerin de temelini oluşturan esaslar belirlenmiştir.

Osmanlı İmparatorluğu'nda ise devlet tahvilleri ile önceki borçların vadelerinin uzatılması amacıyla çıkarılan "Eshamı Cedide"ler üzerinde gerçekleştirilen "konsolide" işlemlerin, türev araç sözleşmeleri ile bir parça da olsa paralellik taşıdığı söylenebilir.

4.3. TÜRKİYE'DE TÜREV ARAÇLAR

4.3.1. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Türev Araçlar

Mülga 2499 sayılı SPKn'nda türev araçlar açıkça sermaye piyasası aracı olarak yer almamış olup, bu araçlar diğer sermaye piyasası aracı altında değerlendirilmiştir. 6362 sayılı SPKn'nunda ise, menkul kıymetlerden sonra sermaye piyasası araçlarının ikinci kolu olarak belirlenmiş ve aşağıda görüleceği üzere çok kapsamlı bir tanıma bağlanmıştır:

"u) Türev araçlar: Aşağıda sayılan veya Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer türev araçları:

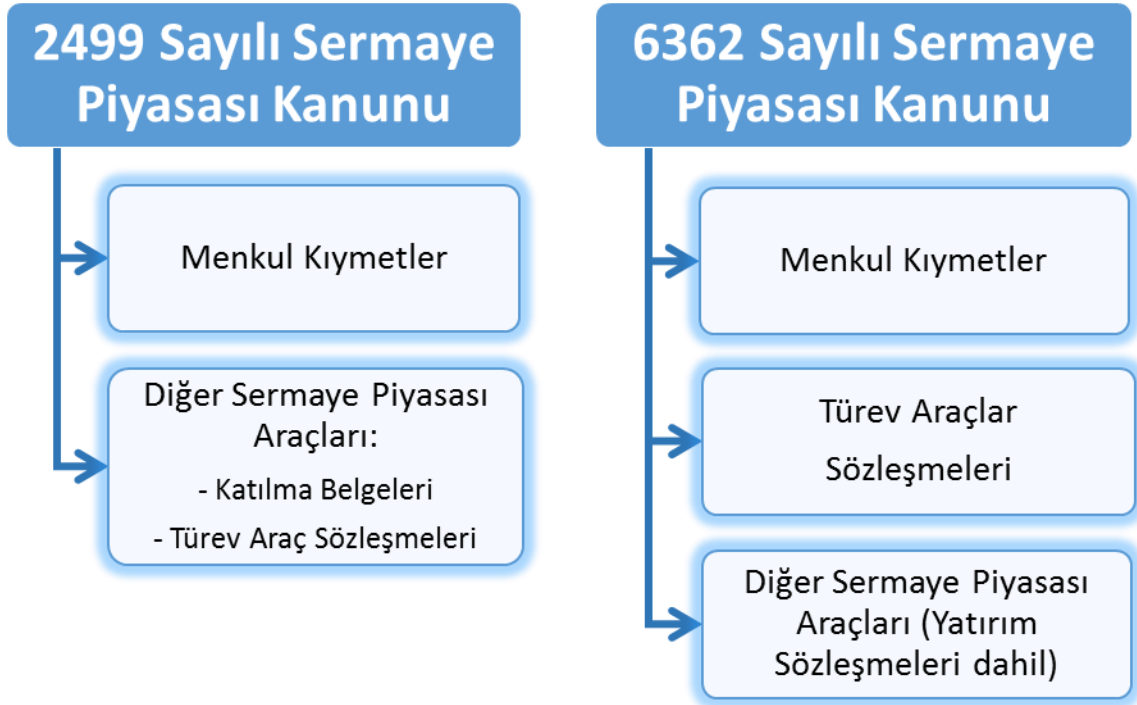
1) Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçları,

2) Değeri, bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine; bir döviz fiyatına veya fiyat değişikliğine; faiz oranına veya orandaki değişikliğe; bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değişikliğine; bir mal fiyatına veya fiyat değişikliğine; Kurulca uygun görülen kurumlarca yayınlanan istatistiklere veya bunlardaki değişikliğe; kredi riski transferi sağlayan, enerji fiyatları ve iklim değişkenleri gibi ölçüm değerleri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks seviyesine veya seviyedeki değişikliğe bağlı olan türev araçları, bu araçların türevlerini ve sayılan dayanak varlıkları birbirleri ile değiştirme hakkı veren türevleri,

3) Döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldıraçlı işlemleri,”

ifade etmektedir.

Türev araçlara ilişkin olarak 6362 sayılı SPKn ile mülga SPKn’ndaki düzenlemede yapılan sınıflandırma aşağıda şematik olarak gösterilmektedir.



Görüldüğü üzere türev araçlar hem eski hem de yeni sermaye piyasası mevzuatında sermaye piyasası aracı olarak sınıflandırılmıştır. Türev araçlar, bir menkul kıymet olmamakla birlikte, yatırımların fon ihtiyacı olanlara yönlendirilmesine hizmet eden araçlar içerisinde bir sınıfı oluşturmaktadır. Bu aşamada, sermaye piyasası araçlarının bir bölümünü oluşturan “türev araçlar” ile “menkul kıymetler” arasındaki farkın ortaya konmasında yarar görülmektedir.

Öncelikle türev araçların bir sözleşme olduğunu söylemek gerekir. Bu sözleşmelerde bir menkul kıymet veya emtia fiyatı veya endeks, faiz oranı veya benzeri bir gösterge ve/veya bunlarda gelecekte meydana gelmesi öngörülen değişiklikler temel alınır. Türev araç niteliğindeki sözleşme, temel aldığı göstergedeki, sözleşmenin kurulması ile sözleşmeden

doğın borçların ifa tarihi arasındaki farkın tarafların kazanç veya kayıplarını oluşturduğu sözleşmelerdir.

Sermaye piyasası araçlarını, bir ihraççısı olan ve olmayan sermaye piyasası araçları olarak iki sınıfa ayırdığımızda, menkul kıymetlerin bir ihraççısı olan sermaye piyasası aracı, türev araçların bir ihraççısı olmayan sermaye piyasası aracı olduğu söylenebilir. İhraççının ne demek olduğuna dair SPKn Md.1-3/(ğ) ve (h) bentleri birlikte değerlendirildiğinde⁴⁸ kendi sermaye piyasası araçlarını satan veya kendi sermaye piyasası araçları bir başkası (mesela büyük ortağı) tarafından halka arz edilen tüzel kişiler ve bunlardan başka yatırım fonlarının ihraççı olarak belirlendiği anlaşılır. Bu fonksiyonel tanımdan çıkan sonuç, değeri kendi faaliyet sonuçlarına göre belirlenen sermaye piyasası araçlarını satan tüzel kişiler ve yatırım fonlarının ihraççı olarak adlandırıldığıdır. Dolayısıyla türev araç sözleşmesindeki satılan şeyin değeri dayanak alınan mal, sözleşme veya göstergeye göre belirlenmekte olduğundan türev araçlar ihraççısı olmayan sermaye piyasası aracı olarak kabul edilebilir.

Teorik nitelikte görülebilecek bu tartışmanın asıl önemli sonucu, türev araçların sermaye piyasalarının temel fonksiyonuna doğrudan hizmet edip etmediğidir. Bir diğer ifadeyle, türev araçlar fon fazlası olanlardan fon eksiği olanlara sermaye benzeri (nispeten orta ve uzun vadeli, genellikle karşılığında ihraççı üzerinde bir kısım hakların kullanılması söz konusu olan) fon transferini doğrudan veya dolaylı bir şekilde sağlamaz. Ancak sermaye piyasası açısından türev araçların önemi, gelecekteki veya mevcut yatırımların veya firmanın sermayesinin veya ticari faaliyetlerinin, belirsizliklerden asgari ölçüde etkilenmelerini sağlayacak imkanlar sunmasıdır. Türev araç sözleşmeleri hangi saikle yapılırsa yapılsın toplu olarak ele alındığında türev araç piyasaları bu işlevi görmektedir. Beklenen fonksiyonu açısından değerlendirildiğinde, sermaye piyasalarındaki öngörü, yatırımın finansmanına karşılık olarak gerçekleştirilen ihracın, ihraççının esas faaliyetlerinden sağlanacak faydaların mevcut durumu ve gelecekteki beklentileri üzerine kurulu bulunmaktadır. Sermaye piyasalarında yatırım kararı, yatırımın getirisinin, ihracın dayanak aldığı faaliyetlere sıkı sıkıya bağlı olarak belirlendiği kabulüne dayalıdır. Oysa türev araçların değeri söz konusu sözleşmelerin dayandığı mal, sözleşme veya göstergenin fiyatına göre belirlendiğinden türev araçlar, yatırım yapılan bir sermaye piyasası aracı olması açısından sorgulanabilir bir konumdadır.

⁴⁸ Madde 3 – (1) Bu Kanunun uygulanmasında:

...

ğ) İhraç: Sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışını,

h) İhraççı: Sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve bu Kanuna tabi yatırım fonlarını, ifade eder.

Bu nedenle, sermaye piyasalarının ana fonksiyonunu icra eden araçların menkul kıymetler olduğu, türev araçların ise ancak bu asıl fonksiyonun daha sağlıklı bir şekilde işleyebilmesine katkıda buldukları söylenebilir.

4.3.2. Türev Araçlara İlişkin Düzenlemeler

Türkiye’de türev araçlar konusunda ilk düzenleme 23.07.1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik” ile yapılmıştır. Bu düzenlemeyi müteakip 07.09.1995 tarihli ve 22397 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği” çıkarılmış, sonrasında ise 18.10.1996 tarih ve 22791 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği” ile İstanbul Altın Borsası’nda altın ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım-satımına ilişkin esaslar belirlenmiştir. 29.01.1997 tarih ve 22892 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nin “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik” ve “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik”leri ile hisse senedi, faiz, endeks ve diğer finansal göstergeler üzerine vadeli işlem ve opsiyon işlemleri yapılmasına ve takasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Bu Yönetmelikler daha sonra yürürlüğe konulan Yönetmelikler ile değiştirilmiş veya tamamen yürürlükten kaldırılmıştır.

6362 sayılı SPKn hükümleri çerçevesinde İMKB, İstanbul Altın Borsası ve Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOBAŞ), BİAŞ bünyesinde birleşmiş ve VOBAŞ’ta işlem gören vadeli işlemler BİAŞ bünyesine alınmıştır. Bu birleşme ve Borsanın kamu tüzel kişiliğinden özel hukuk tüzel kişiliğine geçmesi düzenlemelerin yapısında da köklü değişikliklere yol açmıştır. Daha önce yönetmelikler yoluyla yapılan vadeli işlemler piyasasına ilişkin ayrıntılı düzenlemeler yeni durumda Borsa Yönetimi tarafından yayımlanan Yönerge ve Genelgeler ile yapılmaya başlanmıştır.

Borsanın yeni yapısı içerisinde SPKn’nun 67 nci maddesine dayanılarak hazırlanan “Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği” 19.10.2014 tarihli ve 29150 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yayımlandığı tarihte yürürlüğe girmiştir. Anılan Yönetmelik’in “*Borsada oluşturulan piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler*” başlıklı 37 nci maddesi ile Borsa Yönetim Kuruluna, Borsada yatırım araçlarının, ihraççıların, alıcıların ve satıcıların nitelikleri, kota alma, işlem görme ya da alım satım şartları, likidite durumları ve benzeri ölçütler dikkate alınarak yatırım araçlarının işlem göreceği farklı piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler kurma konusunda karar alma yetkisi verilmiştir. Her bir piyasa, pazar ve platform için farklı işleyiş kuralları oluşturulması mümkündür. Borsa bünyesindeki

piyasalar, pazarlar ve platformlar aynı sistem üzerinde işletilebileceği gibi, ayrı ayrı veya gruplandırılarak farklı sistemler üzerinde de işletilebilir. Borsa Yönetim Kurulu kararı ile piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler birleştirilebilir, kısmen veya tamamen kapatılabilir; gerektiğinde işletimde kullanılan altyapılar yenilenip, değiştirilebilir; piyasaların, pazarların, platformların ve sistemlerin emir, işlem ve işleyiş esaslarında değişiklikler yapılabilir.

Bu Yönetmelik hükümleri çerçevesinde Borsa Yönetimi tarafından “Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Yönergesi” (Yönerge) ve “Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası İşleyiş Esasları Genelgesi” (Genelge) ile vadeli işlemler piyasası düzenlenmiştir. Adı geçen Yönerge son olarak 16.06.2016 tarihinde Borsa Yönetim Kurulu tarafından onaylanmıştır. Genelge ise 19.07.2013 tarihli ve 433 sayılı olup, ilk olarak yayımlandığı bu tarihten itibaren birçok defa değişikliğe uğramış olup, son olarak Borsa işlem saatlerinin değişmesi nedeniyle 14.11.2016 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere güncellenmiştir.

4.3.3. Türev Araçlara İlişkin Piyasalar

Türkiye’de ilk organize türev piyasalarının kurulma çalışmaları çerçevesinde, 1994 yılında İMKB⁴⁹ bünyesinde Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü oluşturulmuştur. Organize bir finansal vadeli işlem ve opsiyon piyasasının oluşturulması ve bu piyasada çeşitli sermaye piyasası araçları ile finansal göstergelere dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem görmesi amacıyla yapılan çalışmalar sonucunda 15 Ağustos 2001 tarihinde döviz (ABD Doları) üzerine vadeli işlem sözleşmeleri (*futures*) işlem görmeye başlamıştır. 30 Aralık 2003 tarihinden itibaren de Euro üzerine vadeli işlem sözleşmeleri (*futures*) yatırımcıya sunulmuştur. Ancak söz konusu sözleşmelere ilişkin sözleşme büyüklüklerinin yüksek tutarda belirlenmesi ve diğer birtakım nedenlerle bu piyasada çok fazla işlem gerçekleşmemiştir.

Türkiye’nin ilk vadeli işlemler ve opsiyon borsası ve aynı zamanda ilk özel borsası VOBAŞ’tır. VOBAŞ, Kurulun 17.08.2001 tarih ve 9/1101 sayılı kararına dayanılarak Devlet Bakanlığı’nın 03.09.2001 tarih ve 2381 sayılı yazısı üzerine 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulmuştur. Esas sözleşmesi 4 Temmuz 2002 tarihinde Ticaret Siciline tescil edilen VOBAŞ 4 Şubat 2005 tarihinde İzmir’de faaliyete başlamıştır.

VOBAŞ’ın faaliyette bulunduğu süre içerisinde söz konusu borsada sadece vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmüştür. İşlem gören vadeli işlem sözleşmelerinden en çok döviz ve endeks vadeli işlem sözleşmeleri rağbet görmüştür. Emtiaya dayalı vadeli işlem sözleşmelerine talep sınırlı düzeyde kalmıştır. Opsiyon sözleşmeleri ise VOBAŞ’ta işleme açılmamış olup, opsiyon sözleşmelerini düzenleme yetkisi Kurulun 2012 yılının Kasım ayında aldığı karar ile

⁴⁹ Yeni unvanı Borsa İstanbul A.Ş.’dir. “Borsa İstanbul Anonim Şirketi” 6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun yürürlüğe girmesiyle birlikte kurulmuş olup, esas sözleşmesinin 3/4/2013 tarihinde doğrudan tescil ve ilan edilmesiyle faaliyet izni almıştır.

yeni adıyla BİAŞ'a verilmiştir. BİAŞ nezdinde 21 Aralık 2012 tarihinde Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) açılmıştır.

6362 sayılı SPKn'nun 138 inci maddesi çerçevesinde 2013 yılında BİAŞ ile birleşmesi nedeniyle VOBAŞ'ın paylarının tamamı BİAŞ tarafından devralınmıştır. Böylece, tüm aktif ve pasifiyle BİAŞ'a devrolan VOBAŞ'ın tüzel kişiliği sona ermiştir. VOBAŞ'ta işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri de 05.08.2013 tarihi itibarıyla BİAŞ'a devredilmiştir.

VİOP açıldıktan sonra opsiyon sözleşmeleri ilk defa bu piyasada işlem görmeye başlamıştır. 21 Aralık 2012 tarihinde ilk etapta 10 hisse senedi üzerine opsiyon sözleşmeleri işleme açılmıştır. Türkiye'deki ilk endekse dayalı opsiyon sözleşmeleri ise BİST 30 Endeksine dayalı olarak oluşturulan ve 5 Nisan 2013 tarihinde VİOP'da işlem görmeye başlayan opsiyon sözleşmeleridir. Paya dayalı opsiyonlar Amerikan tipi olarak, Endeks opsiyonlar ise Avrupa tipi olarak işleme açılmıştır. Ancak 1 Nisan 2014 itibarıyla paya dayalı opsiyonlar da Avrupa tipine dönüştürülmüştür.

Bunun yanında, dünya genelinde tezgahüstü türev araçların denetim altına alınması eğilimi ülkemizde de çeşitli girişimlerde bulunulmasına yol açmıştır. Örneğin, mülga 2499 sayılı SPKn'na 03.02.2011 tarih ve 6111 sayılı Kanun ile eklenen (g) bendi ile kaldıraçlı işlemler sermaye piyasası faaliyeti sayılmak suretiyle düzenleme ve denetim kapsamına alınmıştır. Buna ek olarak 6362 sayılı SPKn'nda daha ileri düzenlemeler yer almış, türev araçlar sermaye piyasası aracı olarak sayılmış ve türev araçları düzenleme yetkisi Kurula verilmiştir. Ülkemizdeki merkezi takas kurumu olan Takasbank'ın merkezi karşı taraf olabilmesine ilişkin düzenlemeler, yatırımcı tazmin merkezinin tazmin kapsamının genişletilmesi, veri depolama kuruluşlarına ilişkin düzenlemeler, BİAŞ ile VOBAŞ'ın birleştirilmesine ilişkin düzenlemeler, tezgahüstü türev araçların gözetim altına alınmasına da hizmet edecek nitelikteki düzenlemeler olarak görülmektedir.

4.3.4. İşlem Gören Türev Araçlar

4.3.4.1. Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Türkiye'de BİAŞ VİOP'da vadeli işlem sözleşmelerinin alım ve satımı yapılmaktadır. Bu piyasada işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri şunlardır:

- Pay Vadeli İşlem Sözleşmeleri⁵⁰
- BİST 30 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Dolar/TL Vadeli İşlem Sözleşmeleri

⁵⁰ BİAŞ Pay Piyasasında işlem gören ve Borsa tarafından belirlenen kriterlere göre seçilen paylardır.

- Euro/TL Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Euro/Dolar Çapraz Kuru Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Altın Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Dolar/Ons Altın Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Ege Pamuk Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Anadolu Kırmızı Buğday Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Baz Yük Elektrik Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- SASX 10 Endeksi (Bosna Hersek Saraybosna Hisse Senedi Borsa Endeksi 10 - The Sarajevo Stock Exchange Index 10) Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Çelik Hurda Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- FBIST BYF (Borsa Yatırım Fonu) Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Aylık Gecelik Repo Oranı Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Üç Aylık Gecelik Repo Oranı Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Makarnalık Buğday Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Örnek olması açısından VİOP’da işlem gören BIST 30 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmelerinin unsurları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 5.3.: BIST 30 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri	
Dayanak Varlık	BIST 30 Fiyat Endeksi
Sözleşme Büyüklüğü	Dayanak varlık, endeks değerinin 1000’e bölünmüş halidir. Her bir endeks vadeli işlem sözleşmesi bu şekilde hesaplanan 100 adet dayanak varlığı temsil eder. (Örnek: BIST 30 Endeksi/1.000)*100 TL=(78.000/1.000)*100=7.800,00 TL)
Fiyat Kotasyonu ve Minimum Fiyat Adımı	Emir defterinde fiyat teklifleri 1 adet dayanak varlık bazında gösterilir. Diğer bir ifadeyle, işlem sisteminde bir adet dayanak varlık için verilen fiyat üzerinden girilir. Sözleşme fiyatı, endeks değerinin 1.000’e bölünmesiyle oluşan değer virgülden sonra üç basamak olacak şekilde işlem sistemine girilir (Örnek: 102,325) ve bir defada gerçekleştirilecek en küçük fiyat adımı 0,025’dir (25 BIST 30 endeks puanı) (Örnek: 102,325; 102,350 vb.). Miktar teklifleri bir adet sözleşme ve katları şeklinde girilir.
Vade Ayları	Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık. Piyasada aynı anda, içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Bu üç vade ayından biri Aralık

	değilse, Aralık vade ayı ayrıca işleme açılır.
Uzlaşma Şekli	Nakdi uzlaşma
Günlük Uzlaşma Fiyatı	<p>Seans sonunda hesapların güncellenmesinde kullanılan günlük uzlaşma fiyatı aşağıdaki şekilde hesaplanır ve en yakın fiyat adımına yuvarlanır:</p> <p>a) Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.</p> <p>b) Eğer son 10 dakika içerisinde ondan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son on işlemin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı alınır.</p> <p>c) Seans içerisinde ondan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı,</p> <p>d) Seans içerisinde hiç işlem yapılmamışsa, bir önceki günün uzlaşma fiyatı</p> <p>günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.</p> <p>Seans sonunda yukarıda belirtilen yöntemlere göre günlük uzlaşma fiyatının hesaplanamaması veya hesaplanan fiyatın piyasayı doğru yansıtmadığına kanaat getirilmesi durumunda, aşağıda belirtilen yöntemler tek başına ya da birlikte kullanılarak günlük uzlaşma fiyatı tespit edilebilir.</p> <p>a) Seans sonundaki en iyi alış ve satış kotasyonlarının ortalaması,</p> <p>b) Dayanak varlığın spot fiyatı veya sözleşmenin diğer vade ayları için geçerli olan günlük uzlaşma fiyatları da dikkate alınarak hesaplanacak “teorik” fiyatlar.</p> <p>Özel Emir Pazarında gerçekleşen işlemler yukarıdaki hesaplamalara dahil edilmez. Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından günlük uzlaşma fiyatının değiştirilme durumu saklıdır.</p>
Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı	<p>Vade sonu uzlaşma fiyatı, dayanak varlık olarak kabul edilen BIST 30 Endeksinin son işlem gününde spot piyasada seansa sürekli müzayedenin son 30 dakikası süresince ilan edilen endeks değerlerinin zaman ağırlıklı ortalaması ile BIST 30 Endeks kapanış değerinin sırasıyla %80 ve %20 oranlarıyla ağırlıklandırılması ile hesaplanan değer 1000’e bölünmesi suretiyle hesaplanır. Vade sonu uzlaşma fiyatı, bulunan değer en yakın fiyat adımına yuvarlanması ile elde edilen değerdir.</p> <p>Son işlem gününde, spot piyasada seansın ve/veya kapanış seansının kısmen veya tamamen kapalı olması veya spot piyasada endeks değerinin hesaplanamaması durumunda vade sonu uzlaşma fiyatı, Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından belirlenir.</p>
Son İşlem Günü	Her vade ayının son iş günü. Yurt içi piyasaların resmi tatil nedeniyle yarım gün olması durumunda son işlem günü bir

SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

	önceki iş günüdür.
Vade Sonu	Her vade ayının son iş günü. Yurt içi piyasaların resmi tatil nedeniyle yarım gün olması durumunda vade sonu bir önceki iş günüdür.
Takas Süresi	Takas süresi T+1 olarak uygulanır. Zararlar hesaplardan T günü sonunda tahsil edilirken, karlar hesaplara T+1 günü aktarılır.
Baz Fiyat ve Günlük Fiyat Değişim Limiti	Baz fiyat, günlük fiyat değişim limitlerinin hesaplanmasında kullanılan ve sözleşmenin işleme açıldığı gün Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından belirlenen fiyat, diğer işlem günleri için ise bir önceki günün uzlaşma fiyatıdır. Günlük fiyat değişim limiti, her bir sözleşme için belirlenen baz fiyatın $\pm\%15$ 'idir. Bu yöntemle hesaplanan alt veya üst limitin fiyat adımına tekabül etmemesi halinde üst limit bir üst fiyat adımına, alt limit ise bir alt fiyat adımına yuvarlanır.
İşlem Saatleri	İşlemler 09:30-18:15 saatleri arasında tek bir seansta gerçekleştirilir.
İşlem Teminatı Esasları	<i>Başlangıç Teminatı:</i> SPAN portföy bazında teminatlandırma yöntemi kullanılarak belirlenir. <i>Sürdürme Teminatı:</i> Bulunması gereken teminatın %75'idir.

KAYNAK: BİAŞ VİOP Genelgesi, ss.32-33.

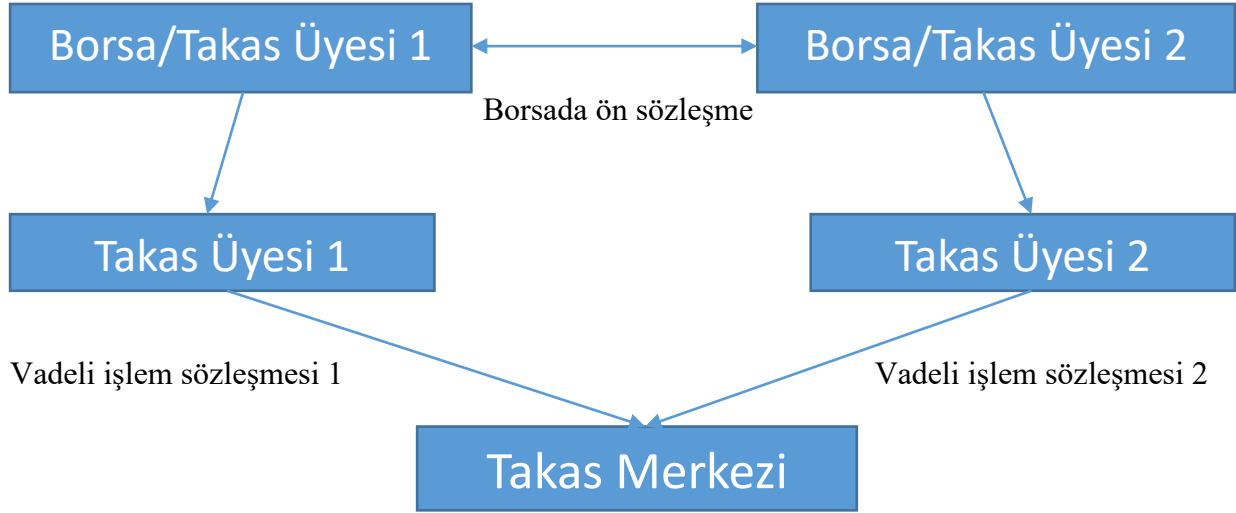
Yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere vadeli işlem sözleşmesine ilişkin birçok unsurun önceden belirlenmiş olması sebebiyle taraflar hangi paket sözleşmeyi yapmak istediklerini belirledikten sonra, sözleşmeye ilişkin olarak sadece fiyat konusunda tercih yapabilmektedirler. Bir vadeli işlem sözleşmesinin tarafları birbirlerini tanımazlar, buna gerek de yoktur.

Vadeli işlem sözleşmesi alım satım sürecinin işleyişi aşağıdaki şekilde açıklanabilir. Borsa üyeleri⁵¹ müşterilerinden aldıkları vadeli işlem sözleşmesi yapma talimatını, talimatta belirli sınırlar içerisinde yerine getirirler. Fiyat konusunda anlaşılması ile tarafların karşılıklı iradeleri eşleşir ve böylelikle bir vadeli işlem sözleşmesine yönelik bir ön sözleşme kurulmuş olur. Aşağıda işleyişi anlatılan teminatın yatırılması ile birlikte devreye takas merkezi girer ve alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı yükümlülüklerini (pozisyonunu) üstlenerek sözleşmede alıcı ve satıcının karşı tarafı haline gelir. İki borsa üyesi arasındaki tek bir sözleşme varken bu aşamada takas merkezi her iki tarafın karşı tarafı haline gelir ve artık birbirinin simetriği olarak tanımlanabilecek olan iki sözleşme kurulur. Bu aşamayla birlikte tarafların her türlü hak ve borçlarının muhatabı takas merkezidir. Vadeli işlem sözleşmelerinin gerçekleştirilmesinde önce borsa/takas üyeleri arasında, sonra da ilk aşamada üzerinde anlaşılan

⁵¹ Söz konusu borsa üyesi, duruma göre aynı zamanda takas merkezi nezdinde kurulmuş olan sözleşmeye bağlı işlem gerçekleştirme yetkisi tanınmış takas üyesi de olabilir. Böyle olmadığı durumlarda borsa üyelerinin takas merkezi nezdindeki bu işlemleri başka bir takas üyesi üzerinden yapmaları gerekmektedir.

hususlara bağlı olarak takas merkezi ile takas üyesi arasında iki aşamalı üçlü bir ilişkinin olduğu söylenebilir. Ancak bahsedilen bu aşamalar ancak konunun anlaşılması açısından teorik bir önem taşımakta, işlemlerin elektronik olarak gerçekleştirildiği borsalarda bahsedilen bu aşamalar saniyeler içerisinde gerçekleşmektedir.

Vadeli İşlem Sözleşmesi Alım Satım Süreci



Vadeli işlem sözleşmesinin kurulması ile birlikte, sözleşme tutarının belirli bir oranının (genel olarak %10'u) başlangıç teminatı (*initial margin*) olarak yatırılması gerekir. Hesapta mevcut bulunan varlıklar başlangıç teminatının hesaplanmasında dikkate alınabilir. Başlangıç teminatı, müşteri hesabında bir alt hesap olarak saklanabileceği gibi, müşteri hesabından ayrı olarak takas üyesinin hesabında veya kimi durumlarda takas merkezinde de saklanabilir. Takas merkezinin sözleşmeye taraf olması için başlangıç teminatının yatırılması zorunludur. Bu teminat miktarı sözleşme süresi boyunca sürekli olarak her gün piyasa fiyatları ile değerlendirilir. Günlük ödeme (*daily settlement*) ya da piyasa fiyatları ile değerlendirme (*marking to the market*) denilen bu işlem her bir sözleşmeye karşı taraf olan takas merkezinin temerrüt riskini yönetebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Piyasa fiyatları ile değerlendirme neticesinde hesapta bulunan teminat miktarının, sözleşme değerinin veya başlangıç teminatının önceden tanımlanmış bir oranı olarak belirlenen sürdürme teminatının (*maintenance margin*) altına düşmesi halinde, takas üyesi teminat tamamlama çağrısı (*margin call*) yaparak, mevcut teminatın seviyesinin sürdürme teminatı seviyesine değil de başlangıç teminatı seviyesine çıkarılması istenir. Teminat tamamlama çağrısına neden olan mevcut teminat seviyesinin başlangıç teminat seviyesine çıkarılması için eklenmesi gerekli olan tutara değişim teminatı (*variation margin*) denilmektedir. Değişim teminatı tutarı sözleşmenin simetriği olan diğer sözleşme tarafı için ise teminat fazlalığıdır ve serbest kalır. Önceden belirli süre içerisinde

teminatın tamamlanmaması halinde sözleşmenin karşı tarafı olan takas merkezi sözleşmeyi ters işlem ile (satıcı ise aynı tanımlı sözleşmeye alıcı olarak veya tam tersi şekilde) tasfiye eder.

4.3.4.1. Opsiyon Sözleşmeleri

Türkiye’de BİAŞ VİOP’da alım satımı yapılan opsiyon sözleşmeleri şunlardır:

- Pay Opsiyon Sözleşmeleri⁵²
- BIST 30 Endeks Opsiyon Sözleşmeleri
- Mini BIST 30 Endeks Opsiyon Sözleşmeleri
- Dolar/TL Opsiyon Sözleşmeleri

Örnek olması açısından VİOP’da işlem gören BIST 30 Endeks Opsiyon Sözleşmelerinin önceden belirlenmiş unsurları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 5.4.: BIST 30 Endeks Opsiyon Sözleşmeleri	
Dayanak Varlık	BIST 30 Fiyat Endeksi
Opsiyon Sınıfı	Alım ve Satım Opsiyonları
Opsiyon Tipi	Avrupa (Sözleşme ile tanınan hak vade sonunda kullanılabilir)
Sözleşme Büyüklüğü	Dayanak varlık, endeks değerinin 1.000’e bölünmüş halidir. Her bir endeks opsiyon sözleşmesi bu şekilde hesaplanan 100 adet dayanak varlığı temsil eder. (Örneğin: (BIST 30 Endeksi/1.000)*1 TL = (78.000/1.000)*1 TL = 78,00 TL)
Fiyat Kotasyonu ve Minimum Fiyat Adımı	Fiyat, yukarıdaki yöntemle hesaplanan bir adet dayanak varlığın opsiyon primi olarak, virgülden sonra iki basamak olacak şekilde işlem sistemine girilir. Miktar teklifleri bir adet sözleşme ve katları şeklinde girilir.
Vade Ayları	Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık. Piyasada aynı anda, içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Bu üç vade ayından biri Aralık değilse, Aralık vade ayı ayrıca işleme açılır.
Uzlaşma Şekli	Nakdi uzlaşma
Günlük Uzlaşma Fiyatı	Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı aşağıdaki şekilde hesaplanır ve en yakın fiyat adımına yuvarlanır: a) Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı, b) Eğer son 10 dakika içerisinde ondan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son on işlemin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı,

⁵² BİAŞ Pay Piyasasında işlem gören ve Borsa tarafından belirlenen kriterlere göre seçilen paylardır.

	<p>c) Seans içerisinde ondan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı,</p> <p>d) Seans içerisinde hiç işlem yapılmamışsa, dayanak varlık ve dayanak varlığa bağlı diğer sözleşmelerdeki fiyatlar dikkate alınarak hesaplanan teorik fiyatlar günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.</p> <p>Seans sonunda yukarıda belirtilen yöntemlere göre günlük uzlaşma fiyatının hesaplanamaması veya hesaplanan fiyatların piyasayı doğru olarak yansıtmadığına kanaat getirilmesi halinde Borsa tarafından, teorik fiyat, bir önceki günlük uzlaşma fiyatı veya seans sonundaki en iyi alış ve satış fiyatları dikkate alınarak günlük uzlaşma fiyatı tespit edilebilir.</p> <p>Özel Emir Pazarında gerçekleşen işlemler yukarıdaki hesaplamalara dahil edilmez. Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından günlük uzlaşma fiyatının değiştirilmesi durumu saklıdır.</p>
Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı	<p>Alım opsiyonları için vade sonu uzlaşma fiyatı, dayanak varlık olarak kabul edilen BIST 30 Endeksinin son işlem gününde spot piyasadaki seansta sürekli müzayedenin son 30 dakikası süresince ilan edilen değerlerinin zaman ağırlıklı ortalaması ile BIST 30 Endeksinin kapanış değerinin sırasıyla %80 ve %20 oranlarıyla ağırlıklandırılması ile hesaplanan değer 1000'e bölünmesi suretiyle bulunan değer (BIST 30 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri için ilgili vade ayı için hesaplanan vade sonu uzlaşma fiyatı) ile opsiyon kullanım fiyatı arasındaki farkın en yakın fiyat adımı yuvarlanması sonucunda bulunur.</p> <p>Satım opsiyonları için vade sonu uzlaşma fiyatı, opsiyon kullanım fiyatı ile dayanak varlık olarak kabul edilen BIST 30 Endeksinin son işlem gününde spot piyasadaki seansta sürekli müzayedenin son 30 dakikası süresince ilan edilen değerlerinin zaman ağırlıklı ortalaması ile BIST 30 Endeksinin kapanış değerinin sırasıyla %80 ve %20 oranlarıyla ağırlıklandırılması ile hesaplanan değer 1000'e bölünmesi suretiyle bulunan değer (BIST 30 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri için ilgili vade ayı için hesaplanan vade sonu uzlaşma fiyatı) arasındaki farkın en yakın fiyat adımı yuvarlanması sonucunda bulunur.</p> <p>Son işlem gününde, spot piyasada seansın ve/veya kapanış seansının kısmen veya tamamen kapalı olması veya spot piyasada endeks değerinin hesaplanamaması durumunda vade sonu uzlaşma fiyatı, Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından belirlenir.</p>
Son İşlem Günü	Her vade ayının son iş günü. Yurt içi piyasaların resmi tatil nedeniyle yarım gün kapalı olması durumunda son işlem günü bir önceki iş günüdür.

SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1	
Vade Sonu	Her vade ayının son iş günü. Yurt içi piyasaların resmi tatil nedeniyle yarım gün olması durumunda vade sonu bir önceki iş günüdür.
Takas Süresi	T+1 olarak uygulanır. Prim borçları hesaplardan T günü sonunda tahsil edilirken, prim alacakları hesaplara T+1 günü aktarılır.
Günlük Fiyat Değişim Limiti	Prim fiyatları için fiyat değişim limiti yoktur.
Kullanım Fiyatları	Kullanım fiyat adımı 5'dir. (5.000 Endeks puanı) Dayanak varlık olan endekslerin bir önceki işlem gününde spot piyasadaki seansta oluşan kapanış değeri baz alınarak hesaplanan $\pm\%10$ 'luk limit içerisindeki kullanım fiyat seviyeleri için işlem sisteminde sözleşmeler oluşturulur. Bu limit, dayanak varlığın fiyat limitlerine paralel olarak Yönetim Kurulu tarafından değiştirilebilir. Oluşturulan sözleşmelerden ikisi "karda", biri "başabaşta" ve dördü "zararda" olmak üzere en az yedi farklı kullanım fiyatı seviyesinden sözleşmeler işleme açılır. Gün içerisinde dayanak varlık değerinde meydana gelen değişimlere göre yeni kullanım fiyatlı sözleşmeler işlem sisteminde otomatik olarak işleme açılır. İşlem sisteminde açık pozisyon veya emir bulunan sözleşme sıraları $\pm\%10$ 'luk limitlerin dışında kalsalar bile işleme açık olmaya devam ederler. İşlem sisteminde işleme kapalı olarak tanımlı olan sözleşmeler, işlem yapmak isteyen üyelerin talebi halinde işleme açılabilir.
İşlem Saatleri	İşlemler 09:30-18:15 saatleri arasında tek bir seansta gerçekleştirilir.
İşlem Teminatı Esasları	<i>Başlangıç Teminatı:</i> SPAN portföy bazında teminatlandırma yöntemi kullanılarak belirlenir. <i>Sürdürme Teminatı:</i> Bulunması gereken teminatın %75'idir.

KAYNAK: BİAŞ VİOP Genelgesi, ss.30-32.

Organize borsalarda işlem gören opsiyon sözleşmelerinin teminatlandırma sistemi vadeli işlem sözleşmelerine nazaran farklı işlemektedir. Opsiyon alıcısı opsiyon primini ödeme yükümlülüğü altındayken, opsiyon satıcısı teminatlandırma uygulamasına tabidir. Zira opsiyon sözleşmesinin kurulması ile birlikte opsiyon sahibi için opsiyon primi ödeme borcu kesin olarak doğarken, vade tarihinde dayanak varlığın piyasa fiyatına göre opsiyonun alıcısı tarafından opsiyonun kullanılmasına karar verilmesi halinde, sözleşme şartları çerçevesinde opsiyon satıcısının yükümlülüğü doğmaktadır.

ÖRNEK SORULAR

1. Aşağıdakilerden hangisinin fiyatı bir başka ürünün fiyatına bağlıdır? (2014 I. Dönem)
 - a) Türev
 - b) Pay senedi
 - c) Tahvil
 - d) Bono
 - e) Faiz

2. Aşağıdakilerden hangisi vadeli işlemlerin gerçekleştirildiği piyasalara ilişkin sınıflandırmalardan biridir? (2013 II. Dönem)
 - a) Birincil Piyasa-İkincil Piyasa
 - b) Tezgahüstü Piyasa-Organize Piyasa
 - c) Spot Piyasa-Gelecek Piyasa
 - d) Tezgahüstü Piyasa-Spot Piyasa
 - e) Nakit Piyasa-Spot Piyasa

3. Aşağıdakilerden hangisi vadeli işlem sözleşmelerinden biri değildir? (2013 II. Dönem)
 - a) Akreditif Sözleşme
 - b) Alivre (Forward) Sözleşmesi
 - c) Swap Sözleşmesi
 - d) Opsiyon Sözleşmesi
 - e) Futures Sözleşmesi

5. KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI

5.1. KAMUNUN BORÇLANMASI

Klasik devlet anlayışından modern devlet anlayışına geçişle birlikte, devlete düşen görevler artmıştır. Temel niteliktekiler dışında devlete yüklenen mali, ekonomik ve sosyal fonksiyonların artmasına bağlı olarak kamu giderlerinde de artış kaçınılmaz olmuştur. Az gelişmiş ülkelerde kamu harcamalarının artışı, geniş ölçüde birçok hizmetin devlet tarafından yapılması şeklinde belirlenirken, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik ve siyasal politikaların daha çok kamusal refahın sağlanmasına yönelik olarak kullanılmasından kaynaklanmaktadır. Diğer yandan, ülkelerin gelişmişlik seviyesi ilerledikçe daha çok nitelikli kamu hizmeti talep edilmektedir. Dolayısıyla halkın kamu hizmetlerine yönelik bu tür talepleri kamu harcamalarını artırıcı etki doğurmaktadır. Bu artan harcamalar ise daha fazla gelir elde etme ihtiyacını beraberinde getirmiştir.

Kamu harcamalarının görünüşte artış nedenleri şunlardır:

- Paranın satın alma gücündeki azalma
- Bütçeleme tekniğinde meydana gelen değişimler (Harcamaların gösterilme yöntemlerinin değişmesi)

- Kamu hizmetlerinin para ile görülmesi

Kamu harcamalarının gerçekte artış nedenleri ise şunlardır:

- Savaş ve savunma harcamaları,
- Bilimsel ve teknolojik gelişmeler,
- Devlet anlayışındaki değişimler
- Nüfus artışı

Kamu harcamalarının finansmanı konusunda devletin üç temel alternatifi içerisinde en önemli ve sağlam kaynağı *vergilerdir*. Ancak, kamu harcamalarının sürekli artma eğiliminde olması; buna karşılık vergi gelirlerinin aynı oranda artırılamaması, yeni gelir kaynakları bulma zorunluluğunu ortaya çıkarmıştır. İkinci alternatif kaynak *emisyon* yani para basmaktır. Emisyon ile finansmanın özellikle enflasyon ile mücadele eden ülkelerde çok riskli olduğu da bilinen bir gerçektir. Bu nedenle her zaman başvurulabilecek bir yöntem değildir. Üçüncü alternatif ise *devletin borçlanmasıdır*. Devlet, artan kamu harcamalarının finansmanında kullanılmak üzere çeşitli kaynaklardan borçlanma yoluna başvurabilir.

Devletin borçlanma yolunu seçmesinin temel gerekçesi artan kamu harcamalarının finansmanı olmakla birlikte, devletin borçlanma yolunu seçmesinin çeşitli başka gerekçeleri de bulunabilir. Bunlar şöyle sınıflandırılabilir:

a) Kamu harcamalarının finansmanı amacıyla yapılan borçlanma

- Bütçenin cari giderleri ile cari gelirleri arasındaki uyumun sağlanması
- Vadesi gelmiş veya gelecek borçların karşılanması
- Savunma giderlerinin karşılanması
- Olağanüstü giderlerin karşılanması

b) Maliye politikası olarak borçlanma

- Konjonktürel olarak meydana gelen dalgalanmalara müdahale edilmesi
- Gelişmekte olan ülkelerde kalkınmanın finansmanı
- Piyasada oluşan aşırı talebe bağlı enflasyonist baskıların ortadan kaldırılması

5.1.1. İç ve Dış Borçlanma

Devletin borçlandığı kaynağa göre kamu finansmanı iç veya dış borçlanma şeklinde gerçekleştirilebilir. İç ve dış borçlanma ayrımında borç verenin uyruğu veya borcun sağlandığı piyasa kriteri uygulanır.

Kamu finansmanına ilişkin esas ve usuller 28.03.2002 tarih ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlemesi Hakkında Kanun (4749 sayılı Kanun) ile belirlenmiştir. 4749 sayılı Kanuna bakıldığında iç ve dış borç ayrımında karma kriter uygulandığı görülmektedir⁵³.

Bu ayrım incelenirse:

a) İç Borçlanma

Kamu finansmanının yurt içi kaynaklardan sağlanması halinde iç borçlanmadan bahsedilir. Teknik olarak devlet hazinesinin ödemesi gerekli borçlar ile ödenmesine kefil olduğu bono ve tahvil tutarı iç borç olarak belirtilebilir. İç borçlar, gerek alınmasında gerekse de geri ödenmesinde milli gelirin miktarını etkileyen bir özellik taşımazlar. Çünkü iç

⁵³ 4749 sayılı Kanunun 3 üncü maddesinde “dış finansman” terimi “herhangi bir dış finansman kaynağından sağlanan Devlet dış borcu, garantili imkân ve hibe veya münferiden bunların her birini”, “dış finansman kaynağı” terimi ise “Dış finansman sağlayan yabancı ülkeler, ülkelere oluşturulan birlikler, resmî finansman fonları, uluslararası ve bölgesel kuruluşlar ile uluslararası sermaye ve finansman piyasalarında faaliyet gösteren yatırım bankaları da dahil olmak üzere bankalar, satıcı veya alıcı kredisi sağlayan kuruluşlar ile firmalar veya münferiden bunların her birini” ifade ettiği belirtilmiştir.

borçlanmada ülke içinden sağlanan kaynaklar, yine ülke içine aktarılmaktadır. Kamu kesimi, kendi sınırları içinde borçlanırken farklı kaynaklara başvurabilir. Bunlar bireyler ve bazı özel kuruluşlar, bankalar, Merkez Bankası kaynakları, bazı sosyal güvenlik kuruluşları ve öteki kuruluşlardır. Gelişmiş ülkelerde yurt içi tasarrufların yüksek olması nedeniyle iç borçlanma daha ön plandadır.

4749 sayılı Kanununun 3 üncü maddesinde “*Devlet iç borcu*” Hazine Müsteşarlığı tarafından yurt içinde ihraç olunan Devlet iç borçlanma senetleri (DİBS), Hazinesinin geçici nakit ihtiyacını karşılamak için yurt içi piyasalardan yaptığı borçlanmalar ve senede bağlı olup olmadığına bakılmaksızın Hazine Müsteşarlığı tarafından üstlenilen her türlü mali yükümlülük olarak tanımlanmıştır.

Bu tanımdan devlet iç borçlanmasına ilişkin şu sonuçlara varılabilir:

- Devlet hazinesinin geçici nakit ihtiyacını sağlamak için yurt içi piyasalardan yapılmaktadır.
- Devlet iç borçlanma senetleri vasıtasıyla yapılmaktadır.
- Hazine Müsteşarlığı tarafından üstlenilen her türlü mali yükümlülükleri kapsamaktadır.

b) Dış Borçlanma

Kamu finansmanının yurt dışı kaynaklardan sağlanmasını ifade eder. Gelişmekte olan ülkelerde yurt içi tasarrufların genel olarak düşük olması nedeniyle dış borçlanma daha yoğunluktadır. Gelişen uluslararası ilişkiler, uluslararası finansman kuruluşları ve sağlam bir sermaye piyasasının yokluğu dış borçlanmayı artırıcı niteliktedir. Dış borçlanma milli geliri artırıcı nitelik taşısa da, geri ödemeleri ters bir etki yapar. Devletin dış borçlanması değişik biçimlerde olabilir. Dış borçlanma, devletten devlete borçlanma şeklinde olabilirken, uluslararası kuruluşlardan borçlanma ve dış mali piyasalardan borçlanma şeklinde de olabilir. Ayrıca dış borçlanma niteliğine göre proje-program kredileri, serbest-bağlı krediler ve yeni borçlanma-borç ertelemeleri şeklinde olur.

4749 sayılı Kanununun 3 üncü maddesinde “*Devlet dış borcu*” terimi Hazine Müsteşarlığı tarafından; herhangi bir dış finansman kaynağından belirli bir itfa planına göre geri ödenmek üzere sağlanan finansman imkânları ile borç üstlenimi ve Hazine garantileri kapsamında üstlenilen her türlü mali yükümlülük olarak tanımlanmıştır. Bunun dışında, 4749 sayılı Kanununun 7 nci maddesinde dış borçlanma, herhangi bir dış finansman kaynağından Devlet dış borcu sağlamak olarak belirtilmiş ve buna ilişkin koşulları tespit etmeye Hazine

Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakan yetkili kılınmıştır. Bu tanımlardan devlet dış borçlanmasına ilişkin şu sonuçlara varılabilir:

- 4749 sayılı Kanunda tanımlanan dış finansman, kaynağından geri ödenmek üzere sağlanmaktadır.

- Finansman,

- Borç üstlenimi,

- Hazine garantileri kapsamındaki her türlü mali yükümlülük

şeklinde olmaktadır.

5.1.2. Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanma

Borcun geri ödeneceği vade dikkate alınarak yapılan ayırmadır.

a) Kısa Vadeli Borçlanma

Bir sınıflandırmaya göre vadesi 1 yıla (365 güne) kadar, bir başka sınıflandırmaya göre ise vadesi 5 yıla kadar olan borçlanmalar kısa vadeli borçlanma olarak adlandırılırlar⁵⁴. Kısa vadeli borçların faiz oranı, uzun vadeli borçların faiz oranına kıyasla düşüktür. Ayrıca borçlanmanın karşılığında prim, ikramiye gibi olanaklar da tanınabilir. Kısa vadeli borçlar, sürekli olarak artış ve azalış gösterdikleri için bunlara dalgalı borçlar da denmektedir. Genellikle kamu harcamalarının yapılması ile gelirlerin elde edilmesi arasındaki uyumsuzluk nedeniyle kısa vadeli borçlanmaya başvurulur. Genel ekonomik durum da kısa vadeli borçlanmayı gerekli kılabilir.

- Kısa vadeli borçlar para piyasalarından elde edilirken, uzun vadeli borçlar sermaye piyasalarından elde edilir.

- Kısa vadeli borçlar, Merkez Bankası avansları, müteahhit (yüklenici) bonoları, adi emanetler, bütçe emanetleri, Hazine kefaletini haiz bonolar, Hazine Bonoları şeklinde görünüm alırlar.

b) Uzun Vadeli Borçlanma

Uzun vadeli borçlar, süresi bir yıl (365 gün) ve bir yıldan uzun olan borçlardır. Uzun vadeli borçlanmada amaç, yürürlükte olan bütçenin gelir bakımından yetersiz olduğu durumlarda, gelirdeki yetersizliği borçlanma yolu ile gidermek ve sonraki dönemlere aktarmaktır. Uzun vadeli borçlanma, borç veren açısından likiditeden uzun süreli vazgeçmeyi

⁵⁴ Vadesine göre borçlanma Kısa Vadeli, Orta Vadeli ve Uzun Vadeli olarak sınıflandırıldığında, vadesi 1 sene ile 5 sene arasında olan borçlanmalar orta vadeli borçlanma olarak adlandırılmaktadır.

gerektirir ve faiz oranı kısa vadeli borçlanmaya kıyasla daha yüksektir. Uzun vadeli borçların, sermaye piyasalarından sağlanması asıl ise de, bazı durumlarda para piyasalarından borçlanılmaktadır.

Uzun vadeli borçlar, süreli ve süresiz borçlanma olmak üzere ikiye ayrılır. Süreli borçlanma, faiz ve anapara geri ödemelerinin süre ve biçiminin belirli olduğu borçlanma türüdür. Süresiz borçlanma ise yalnızca faiz ödeme süre ve biçiminin belirlendiği, anapara geri ödeme süre ve biçiminin Devlet tarafından tek taraflı olarak belirlendiği borçlanma türüdür.

5.2. KAMU FİNANSMANI DÜZENLEMELERİ

4749 sayılı Kanunun “Amaç” başlıklı birinci maddesi şöyledir:

“Bu Kanunun amacı: ülkenin kalkınma hedeflerini dikkate alarak, piyasalarda güven ve istikrarı koruyarak ve makro ekonomik dengeleri gözeterek, Devletin iç ve dış borçlanmasına, hibe almasına, borç ve hibe vermesine, nakit yönetiminin maliye ve para politikaları ile koordineli bir şekilde yürütülmesine, verilecek garantilerin, bu borçlanma ve garantilerden doğan finansal alacaklar ile Devlet iç ve Devlet dış borcunun etkin bir şekilde yönetimine ve izlenmesine, Hazine Müsteşarlığı ile 2 nci Maddede yer alan kuruluşlar arasındaki malî ilişkilerin düzenlenmesine ve bu hususlar dâhil olmak üzere Müsteşarlık tarafından üstlenilen her türlü malî yükümlülüğün geri ödenmesi, ilgili bütçe hesaplarına kaydedilmesi ve raporlanmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemektir.”

Anılan Kanunun 4 üncü maddesinde ise, kamu finansmanının sağlanmasında ve kamu tarafından yapılacak olan hibe ve borç verilme, hazine yatırım garantisi ve hazine ülke garantisi verilmesi ve nakit yönetimi gibi konularda yetkili makamlar belirlenmiştir.

5.2.1. Kamu Finansmanı Kavramı

Kamu finansmanının sermaye piyasası mevzuatı ile arasındaki ilişkinin irdelenmesine girmeden önce “kamu finansmanı” kavramının kapsamının belirlenmesi yerinde olacaktır.

4749 sayılı Kanunda “Kamu” ifadesinin kapsamına ilişkin bir açıklık bulunmamaktadır. Aslında “Kamu” ifadesi 4749 sayılı Kanunun başlığı dışında Kanun metninde de geçmemektedir. “Kamu” ifadesi 4749 sayılı Kanunda geçmese de bunu çağrıştıracak şekilde Kanunun “Amaç” başlıklı maddesinde “Devletin iç ve dış borçlanması”, “Devlet iç ve Devlet dış borcunun etkin bir şekilde yönetilmesi” veya bunlarla yakın ilişkili ifadelerin çoklukla kullanıldığı, “Devlet borcu” ve yakın ifadelerle de Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan borçlanmaların ifade edildiği görülmektedir. Buna göre, 4749 sayılı Kanun ile düzenlenen kamu finansmanının Hazine Müsteşarlığı ve bağlı bulunduğu Bakan üzerinden yürüyen bir sürece ilişkin olduğu ortaya çıkmaktadır.

5.2.2. Kamu Finansmanı Mevzuatı ile Sermaye Piyasası Mevzuatı İlişkisi

Kamu finansmanı mevzuatı ile sermaye piyasası mevzuatının kesiştiği yerler ve bu konulara ilişkin hükümler aşağıda açıklanmaktadır.

a) Sermaye Piyasası Kanunu Madde 31/2

6362 sayılı SPKn'nun "Borçlanma Aracı Niteliğindeki Sermaye Piyasası Araçlarının İhraç Limiti ve Yetkisi" başlıklı 31 inci maddesinin ikinci fıkrası şöyledir:

"(2) 8/6/1984 tarihli ve 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname hükümleri saklı kalmak ve 22/2/2005 tarihli ve 5302 sayılı İl Özel İdaresi Kanununun 51 inci maddesi ile 3/7/2005 tarihli ve 5393 sayılı Belediye Kanununun 68 inci maddesinde belirtilen limitler hariç olmak üzere diğer kanunlarda belirlenen ihraç limitleri uygulanmaz."

Bu madde, genel olarak borçlanma aracı ihraç sınırını Kurul düzenlemelerine tabi tutarken, ikinci fıkrası ile istisnalar belirlemiştir. Buna göre borçlanma aracı ihraç limiti uygulamasında borçlanma aracı ihraç hükmü ihtiva eden diğer kanunlardaki hükümler uygulanmayacak ancak,

- 8/6/1984 tarihli ve 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname'de yer alan ihraç limitleri,
- 22/2/2005 tarihli ve 5302 sayılı İl Özel İdaresi Kanununun 51 inci maddesinde yer alan ihraç limitleri,
- 3/7/2005 tarihli ve 5393 sayılı Belediye Kanununun 68 inci maddesinde belirtilen ihraç limitleri

uygulama alanı bulacaktır.

Dolayısıyla, yukarıda sayılan kanunlara tabi olarak yapılacak borçlanma aracı ihraçlarında Kurul tarafından belirlenen ihraç limitleri uygulanmayacak, anılan mevzuattaki özel hükümler uygulanacaktır. Bunun dışında bu ihraçlar sermaye piyasası mevzuatının diğer hükümlerine tabi olmaya devam edecektir.

b) Sermaye Piyasası Kanunu Madde 136/2

SPKn'nun "Saklı Tutulan Hükümler ve İstisnalar" başlıklı 136 ncı maddesinin ikinci fıkrası uyarınca, T.C. Merkez Bankası ve Hazine Müsteşarlığı tarafından veya 4749 sayılı Kanun çerçevesinde kurulan varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak izahname veya ihraç belgesi hazırlanmasına ve finansal raporlama ve bağımsız denetim, kamunun aydınlatılmasına ilişkin yükümlülükler ile tahvil ihraç limitleri geçerli değildir. Bunun gibi bu araçların borsa yönetimi veya piyasa işleticisi tarafından

işlemlerinin durdurulması veya kottan çıkarılması da söz konusu olmayacaktır. Bu sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi ile merkezi saklama kuruluşlarında saklanmasına ilişkin usul ve esaslar Kurul tarafından belirlenir.

c) 4749 Sayılı Kanun Madde 4/5

Mahalli idareler tarafından yapılan borçlanmaya ilişkin olarak 4749 sayılı Kanunun 4 üncü maddesinin beşinci fıkrasında:

“Genel yönetim kapsamındaki mahalli idareler ile bağlı kuruluşları ve iktisadi teşebbüslerinin yurtiçi piyasalarda yapacakları tahvil ihraçları Müsteşarlığın iznine tabidir. Bu iznin verilmesi Hazine garantisi sağlandığı anlamına gelmez. Söz konusu izin sürecine ilişkin usul ve esaslar Müsteşarlık tarafından hazırlanacak bir yönetmelikle belirlenir. Sermaye piyasası mevzuatı hükümleri saklıdır.”

denilmek suretiyle aşağıdaki kurumların yurt içi piyasalarda tahvil ihraç yoluyla borçlanmaları Hazine Müsteşarlığının iznine tabi olmakla beraber konuya ilişkin sermaye piyasası mevzuatı hükümleri de saklı tutulmuştur. Hazine Müsteşarlığı bu izni, kendi hazırladığı ve 15.03.2012 tarihli ve 28234 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Genel Yönetim Kapsamındaki Mahalli İdareler ile Bunların Bağlı Kuruluşları ve İktisadi Teşebbüslerinin Yurtiçi Piyasalarda Yapacakları Tahvil İhraçlarının İzin Sürecine İlişkin Usul ve Esaslara Dair Yönetmelik” çerçevesinde vermektedir. Söz konusu Yönetmelik yayımı tarihinde yürürlüğe girmiştir.

Yurt içi piyasalarda tahvil ihraçları Hazine Müsteşarlığının iznine tabi olan kurumlar şunlardır:

- Genel yönetim kapsamındaki mahalli idareler⁵⁵.
- Genel yönetim kapsamındaki mahalli idarelere bağlı kuruluşlar.
- Genel yönetim kapsamındaki mahalli idarelerin iktisadi teşebbüsleri.

d) 4749 Sayılı Kanun Madde 7/A-1

4749 sayılı Kanunun varlık kiralama şirketi kurulması ve bu şirketlerin kira sertifikası ihracına ilişkin hususları düzenleyen 7/A maddesinin birinci fıkrasının ilgili bölümü şu şekildedir:

“...Bu fıkra kapsamındaki kira sertifikaları, 14/1/1970 tarihli ve 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu ve sermaye piyasası mevzuatı bakımından Müsteşarlık

⁵⁵ İl, belediye veya köy halkının mahalli müşterek ihtiyaçlarını karşılamak üzere kuruluş esasları kanunla belirtilen ve karar organları, genel kanunda gösterilen, seçmenler tarafından seçilerek oluşturulan kamu tüzel kişilerini ifade eder.

tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin olarak ilgili mevzuatta yer alan usul ve esaslara tabidir.”

Buna göre, 4749 sayılı Kanunun 7/A maddesi kira sertifikası ihraç etmek üzere kendi hukukuna tabi bir varlık kiralama şirketi kurulmasını düzenlemiş ve bu şirketler tarafından ihraç edilecek kira sertifikalarının mevzuatta Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin usul ve esaslara, dolayısıyla da istisnalara tabi olacağı ifade edilmiştir.

Yukarıda verilen hükümler bir arada değerlendirildiğinde, kamu finansmanı için ihraç edilen borçlanma araçları hakkında şu sonuçlara ulaşılmaktadır:

- Devlet adına Hazine Müsteşarlığınca yapılacak iç ve dış borçlanma için ihraç edilecek sermaye piyasası araçları sermaye piyasası mevzuatına tabi değildir.
- 4749 sayılı Kanun çerçevesinde kurulan varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen kira sertifikaları için de Hazine Müsteşarlığınca ihraç edilen borçlanma araçlarına ilişkin mevzuat uygulanır. Dolayısıyla, bunlar da sermaye piyasası mevzuatına tabi değildir.
- Genel yönetim kapsamındaki mahalli idareler, genel yönetim kapsamındaki mahalli idarelere bağlı kuruluşlar ve genel yönetim kapsamındaki mahalli idarelerin iktisadi teşebbüsleri tarafından ihraç edilecek borçlanma araçları Hazine Müsteşarlığının iznine tabidir.
- Genel yönetim kapsamındaki mahalli idareler, genel yönetim kapsamındaki mahalli idarelere bağlı kuruluşlar ve genel yönetim kapsamındaki mahalli idarelerin iktisadi teşebbüsleri tarafından ihraç edilecek borçlanma araçları Hazine Müsteşarlığının izni dışında sermaye piyasası mevzuatına da tabidir. İhraççı kurumun SPK'nın md. 31/2'de sayılan kanunlardan birisinin hükümlerine tabi olması halinde Kurul tarafından belirlenen tahvil ihraç limitleri uygulanmaz.

e) 4749 Sayılı Kanun Kapsamında Dış Finansman Sağlanmasına İlişkin Usul Ve Esaslar Hakkında Yönetmelik Madde 5

4749 sayılı Kanunun dış borçlanma hususlarını düzenleyen 7 nci maddesinde Türkiye Cumhuriyeti adına herhangi bir dış finansman kaynağından Devlet dış borcu sağlamaya ve mali koşulları da dahil olmak üzere şartlarını tespit etmeye ve bu şartlar çerçevesinde malî yükümlülük altına girmeye Hazine Müsteşarlığının bağlı bulunduğu Bakanın yetkili olduğu, söz konusu Devlet dış borcuna ilişkin anlaşmalar ve ilgili dokümanlara dair her türlü hazırlık, temas ve müzakerelerin ise Hazine Müsteşarlığı tarafından yürütülüp sonuçlandırılacağı hüküm altına alınmıştır.

Dış finansman sağlanmasına ilişkin olarak Hazine Müsteşarlığı tarafından hazırlanan 4749 Sayılı Kanun Kapsamında Dış Finansman Sağlanmasına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında

Yönetmelik 25.12.2014 tarihli ve 29216 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yayımı tarihinde yürürlüğe girmiştir.

Söz konusu Yönetmeliğin projelere dış finansman temini iznine ilişkin 5 inci maddesinin birinci fıkrasında, Yönetmeliğin 2 nci maddesinde sayılan kuruluşların, dış finansman ile gerçekleştireceği projeler için dış finansman temini amacıyla Müsteşarlığa müracaat etmeleri gerektiği, bununla birlikte yurt dışı tahvil ihraçlarına ilişkin işlemlerde sermaye piyasası mevzuatı hükümlerinin saklı olduğu hüküm altına alınmıştır.

5.3. KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI

Kamu borçlanmasına ve dolayısıyla kamu borçlanma araçlarına ilişkin temel mevzuat 4749 sayılı Kanun ve bu Kanun çerçevesinde düzenlenen ilgili yönetmeliklerden oluşmaktadır. Yukarıda da yer verildiği üzere 4749 sayılı Kanun, kamu finansmanı ve borç yönetimine ilişkin esas ve usulleri, yetkili kişi ve kurumları düzenlemekte olup, Hazine Müsteşarlığı iç ve dış borçlanmaya gitme konusunda yetkili kurumdur.

5.3.1. İç Borçlanma Araçları

4749 sayılı Kanununun 3 üncü maddesine göre Hazine Müsteşarlığının yurt içinde ihraç ettiği borçlanma senetlerine Devlet İç Borçlanma Senetleri - DİBS adı verilmektedir. Kanununun 6 ncı maddesi uyarınca çıkarılacak DİBS çeşitlerine, satış yöntemlerine, faiz koşullarına, vadelerine, basım ve ödemelerine ilişkin her türlü esasları ve bunlara ilişkin diğer şartları belirlemeye Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakan yetkilidir. DİBS’lerin yurt içi piyasalarda ihracı öngörülmüş olup, vadeleri açısından bir sınırlama bulunmamaktadır.

DİBS, Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarının ortak adıdır. Hazine genel olarak bütçe açığını finanse etmek amacıyla DİBS ihraç etmekle beraber, zaman zaman özel tertip DİBS de ihraç etmektedir.

DİBS’ler ihraç edilmeleri karşılığında hazineye nakit girişi sağlayan ve sağlamayan olmak üzere ikiye ayrılmaktadır:

a) Hazineye Nakit Girişi Sağlayan DİBS’ler

Hazineye nakit girişi sağlayan DİBS’ler Devlet Tahvili ve Hazine Bonosundan oluşmaktadır. Devlet Tahvilleri, ihraç edildikleri tarih itibariyle bir yıl (364 gün⁵⁶) ve daha uzun

⁵⁶ 4749 sayılı Kanunda bir yıl 364 gün olarak kabul edilmiştir. Ancak, sermaye piyasası mevzuatı düzenlemelerinde bu süre 365 gün olarak uygulanmaktadır.

vadeli DİBS'lerdir. Devlet tahvili, vadesinin bir yıl ya da daha fazla olması itibariyle uzun vadeli kamu finansman yöntemi olarak kabul edilebilir.

Hazine Bonoları ise ihraç edildikleri tarih itibariyle vadeleri bir yıldan kısa (364 güne kadar) olan DİBS'lerdir. Hazine Bonoları, para piyasası araçlarının en önemlilerindedir. Birçok ülkede hazine bonolarının alım satımı, para piyasalarındaki günlük işlem hacminin en büyük kısmını teşkil eder. Hazine bonolarına uygulanan faiz oranları para piyasasının faiz oranları için önemli bir göstergedir.

DİBS'ler yerli para cinsinden veya yabancı para cinsinden ihraç edilebilir. Döviz üzerinden ihracı gerçekleştirilen ihraçlarda ya döviz cinsinden ya da dövize endeksli olarak ihraç söz konusudur. Döviz cinsi ve dövize endeksli senetler arasındaki en belirgin fark, döviz cinsinden senetlerin borçlanma ve ödemelerine ilişkin işlemlerin dövizle yapılmasına karşın dövize endeksli senetlerin borçlanma ve ödemelerinin belirlenen kur üzerinden hesaplanan TL üzerinden yapılmasıdır.

DİBS'ler iskontolu ve kuponsuz senetler olarak ihraç edilebilirler. İskontolu senetler sabit getirili senetlerdir. Söz konusu senetlerin faiz ödemesi anapara ile birlikte vade sonunda yapılır. Senetlerin satış fiyatları ile her bir senedin vade sonunda ulaşacağı nominal tutar arasındaki fark senedin üzerinde taşıdığı ve yatırımcının elde edeceği faiz kazancı olacaktır. Bu noktada, iskontolu senetler, *“ihraç tarihinde iskonto edilmiş fiyat ile satılan, vadesi boyunca herhangi bir kupon ödemesi olmayan, yatırımcı için getirisi nominal değer ile iskontolu (satış) fiyatı arasındaki fark üzerinden hesaplanan sabit getirili senetler”* olarak tanımlanabilir.

Kuponlu senetler ise, itfa olana kadar senedi elinde bulunduran yatırımcısına belirli dönemlerde nakit akımı sağlayan senetler olarak ifade edilebilir. Kuponlu senetler sabit veya değişken faiz ödemeli olarak ihraç edilebilir. Kuponsuz senetler, iskonto esasına göre satışa sunulurken, kuponlu senetler üzerinde yazılı nominal değer üzerinden iskontolu veya primli olarak satılabilmektedir.

DİBS'ler kuponlu olarak da ihraç edilebilirler. Kuponlu olarak ihraç edilen DİBS'lerin belli dönemlerde kupon ödemeleri mevcuttur. İskontolu senetlerde ise yatırımcı, senedin net değerini (iskontolu değeri) öder. Yatırımcının kazandığı faiz, senedin nominal değeri (par value) ile iskontolu değeri arasındaki farktır. Örneğin yatırımcı 100,-TL nominal değerli, 9 ay vadeli bir Hazine Bonosunu 90,-TL'sine (iskontolu değeri) satın alıyorsa, yatırımcının vade sonundaki faiz geliri (100,-TL – 90,-TL) 10,-TL'dir.

Sabit faiz ödemeli DİBS'ler için kupon ödeme dönemlerinde veya vade sonlarında ödenecek faiz miktarları, senetlerin ihraç gününde belliyken, değişken faiz ödemeli DİBS'lerde

ilgili büyüklükleri “bir değere endekslemek” söz konusudur. Söz konusu senetlerde ayrıca ek bir getiri (spread) uygulamasına da yer verilebilmektedir. Değişken faiz ödemeli senetler, menkul kıymetin vadesi boyunca faiz oranında oluşabilecek aşırı volatiliteye ilişkin yatırımcının üstlenmesi olası faiz riskinin azaltılması temeline dayanır.

Bunun dışında, enflasyon etkisinden arındırmak için enflasyona endekli DİBS’ler de söz konusu olabilir.

b) Hazineye Nakit Girişi Sağlamayan DİBS’ler

Özel tertip DİBS’lerdir. Bunlar ikrazen ihraç edildiklerinde Hazine Müsteşarlığı ile senet sahibi arasında bir borç ilişkisi doğururlar. İkrazen ihraç edilenler hariç olmak üzere, özel tertip DİBS’ler, ancak karşılığında ilgili yıl bütçe kanununda yeterli ödenek olması kaydıyla ihraç edilir. Yıl içinde ortaya çıkan ve önceden öngörülmeleyen gelişmeler için çıkarılacak özel tertip DİBS’ler ise ancak ödenek kalemleri arasında aktarma yapılarak ihraç edilebilir.

5.3.2. Dış Borçlanma Araçları

4749 sayılı Kanunun 7 nci maddesinde dış borçlanma, dış finansman kaynağından sağlanan borç olarak ifade edilmiştir. Dış borçlanma genelde “Eurobond” denilen borçlanma araçları ile gerçekleştirilmektedir.

Eurobond, genel olarak hükümet ya da özel şirketlerin, kendi ülkeleri dışında kaynak sağlamak amacıyla, yabancı para birimlerinden (çoğunlukla ABD Doları veya Euro) satışa sundukları, genellikle uzun vadeli borçlanma araçlarıdır. Bunlar çoğunlukla 5 ila 30 yıl arasında bir vade aralığında satışa sunulurlar. Eurobond’ları yabancı para cinsinden tahvillerden ayıran en önemli özellik, yabancı piyasalarda satılmalarıdır.

5.4. DİBS İHRAÇ YÖNTEMLERİ ve PİYASA YAPICILIĞI

“Piyasa Yapıcılığı Sistemi”, kamu borç yönetiminin etkinleştirilmesi ve kamu borçlanmasında istikrarın sağlanması, DİBS ikincil piyasasının derinleştirilmesi ve finansal sistemin geliştirilmesi amaçlarıyla uygulanmaktadır. Piyasa yapıcısı, piyasanın dürüst, düzenli ve etkin çalışmasını sağlamak ve görevli olduğu sermaye piyasası araçlarında likit ve sürekli bir piyasanın oluşmasını sağlamak için kendi nam ve hesabına çift taraflı kotasyon vermekle yükümlü olan aracı kuruluştur. Piyasa yapıcılığı uygulaması çerçevesinde piyasa yapıcı bankaların DİBS birincil ve ikincil piyasalarına ilişkin olarak birtakım hak ve yükümlülükleri mevcuttur.

DİBS’lere ilişkin dört ihraç yöntemi mevcuttur:

a) İhale Yöntemi

İhale yolu ile ihraç edilen Devlet Tahvili ve Hazine Bonoları iskontolu ve kuponlu olarak satılabilmektedir.

b) TAP Yöntemi

Bu sistemde Hazine Müsteşarlığı, yatırımcıların istedikleri zaman satın alabilecekleri tahvilleri Merkez Bankasına depolamaktadır. Yatırımcılar Merkez Bankasından alana kadar bu tahvillerin mülkiyeti Hazine Müsteşarlığına 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 Müsteşarlığı 1996 yılında doğrudan satış yöntemiyle DİBS ihraç etmeye başlamış olup, söz konusu DİBS’lerin özelliği başlangıçta kime ve ne kadar satılacağı belli olmasındır. Hazine Müsteşarlığı kamu kurumları, bankalar ile diğer finansal kuruluşlara doğrudan ihraç yöntemi ile DİBS ihraç edebilmektedir. Kamu kurumları, bankalar ya da diğer finansal kuruluşlar senet taleplerini Hazine Müsteşarlığına iletmekte, söz konusu talep Hazine Müsteşarlığı 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. Senedin ihraç fiyatının üzerine işlemiş faizi konularak hesaplanan fiyat üzerinden ihraç gerçekleştirilir.

c) Halka Arz Yöntemi

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 Piyasa Yapıcı bankalar aracılık edebilir ve aracılık faaliyetinde bulunan bankalar Hazine Müsteşarlığının belirlemiş olduğu oran üzerinden komisyon alırlar.

5.5. DİBS’LERİN VERGİLENDİRİLMESİ

4749 sayılı Kanunun “*Vergi Resim Harç ve Fon İstisnası*” başlıklı 15 inci maddesi uyarınca Hazine Müsteşarlığınca ihraç edilen DİBS’lerin faiz ve anapara ödemeleri ile aynı Kanunun 6 ncı maddesinin son fıkrasında yer alan malî servis anlaşmasında yer alacak

ödemeler ile yine 12 nci maddesinin üçüncü fıkrasında yer alan para piyasası nakit işlemleri ve bunların dışında kalan diğer Devlet iç borçları ile ilgili gider, işlemler ve kâğıtlar, 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile 13.06.2006 tarihli ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu hükümleri saklı olmak koşulu ile her türlü vergi, resim, harç ve fondan istisnadır.

ÖRNEK SORULAR

1. Devlet iç borçlanma senetleri ihaleleri Hazine Müsteşarlığı adına aşağıdakilerden hangisi tarafından gerçekleştirilir? (2014 - Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey - Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları)
 - a) Türkiye Cumhuriyet Ziraat Bankası
 - b) Türkiye İş Bankası
 - c) Halk Bankası
 - d) Takasbank
 - e) **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**

2. Hazine bonolarının vade sonundaki nominal değeri ile iskontolu satış değeri arasındaki olumlu fark aşağıdakilerden hangisini gösterir? (2014 - Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey-Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları)
 - a) Komisyon geliri
 - b) Ücret geliri
 - c) Altyapı tesisi geliri
 - d) **Faiz geliri**
 - e) Kira geliri

KAYNAKÇA

AKDUĞAN, Umut, Ders Notları, <http://homepages.rpi.edu/~tealj2/corp09.pdf>

BAŞÇI, Savaş, “*Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap’ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımları*”, Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi, Cilt:11, Sayı:12, 2003.

BİAŞ Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Genelgesi.

CFA Institution, **Derivatives and Alternative Investments**, CFA program curriculum, volume 6, Level II, 2008.

CFA Institution, **Derivative and Portfolio Management**, CFA program curriculum, volume 6, Level II, 2012.

CİVAN, Mehmet, **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2007.

HULL, John C., **Risk Management and Financial Institutions**, Prentice Hall, ABD, 2007.

KARATEPE, Y., **Türev Piyasaları: Opsiyon Futures Swap**, A. Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, No:587, 2000.

ÖRTEN, Remzi ve ÖRTEN, İpek, **Türev Finansal Araçlar ve Muhasebe Uygulamaları**, Gazi Kitabevi, 2001, Ankara.

SAUNDERS, Anthony ve CORNETT, Marcia Millon, **Financial Institutions Management: A Risk Management. Approach**, 6. Baskı, McGraw-Hill, New York, 2008.

SAYILGAN, Güven, “*Finansal Risk Yönetimi*”, <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/468/5410.pdf>

TAŞ, Oktay, YAŞAROĞLU, Çağdaş ve TOKMAKÇIOĞLU, Kaya; “*Finansal Opsiyonlarla Reel Opsiyonların Karşılaştırılması ve Gerçek Bir Yatırım Projesinde Reel Opsiyonların Hesaplanması*”, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:22, Sayı:2, 2007.

www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazpazartesi11.doc

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 hiç bir amaçla çoğaltılamaz, kopya edilemez, dijital ortama (bilgisayar, CD, disket vb) aktarılamaz.

17 Şubat 2017