



benzensor



DERS NOTLARI 2026 BASKISI

SPL DÜZEY 1

28 Konuluk Ders Notları

SPL Düzey 1 konularının tamamı için benzensor'un hazırladığı özgün konu anlatımı notları.

KİTAPÇIK

Ders / bölüm	4
Konu anlatımı	28
Kelime	33.979

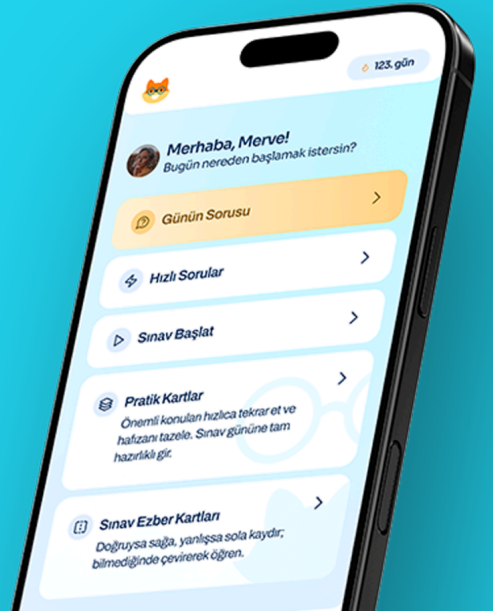
KAPSAM

Sınav konu listesinin tamamı
Özgün benzensor anlatımı
Resmî kurum yayını değildir

Konu Anlatımı ve Soru

Cebinde!

benzensor uygulamasında bu konuların anlatımını dinleyebilir, her konudan soru çözebilir ve gerçek sınav simülasyonuna girebilirsin.



Bu kitapçık hakkında

SPL Düzey 1 ders notları · 2026 baskısı · 28 konu

Bu kitapçık nedir?

Bu kitapçık benzensor'un hazırladığı **özgün çalışma notudur**. Konu anlatımlarının tamamı benzensor tarafından yazılmıştır; hiçbir kaynaktan olduğu gibi alınmamıştır. Amacı sınava hazırlanan adaya konuyu bütünlüklü bir anlatımla aktarmaktır.

Resmî bir yayın değildir

Bu belge ÖSYM, SPL (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu), Diyanet İşleri Başkanlığı, TÜRMOB/TESMER veya sınavı düzenleyen başka bir kurumun yayını değildir; hiçbir resmî geçerliliği yoktur. Kitapçıkta yer alan hiçbir ifade, ilgili kurumların resmî görüşü olarak okunamaz.

Hangi kaynaklara dayanılarak yazıldı?

Anlatımlar aşağıdaki kaynaklara dayanılarak, özgün metin olarak yazılmıştır. Bir çelişki durumunda bağlayıcı olan bu kitapçık değil, aşağıdaki resmî kaynakların güncel metinleridir:

- SPL (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.) lisanslama sınavı çalışma notları

Kapsam ve mevzuat değişikir

Bu baskı **29 Temmuz 2026** tarihinde üretilmiştir ve içeriği o tarihteki sınav konu listesine ve mevzuata dayanır. Sınav kapsamı, konu ağırlıkları ve mevzuat değişebilir; çalışmadan önce sınavı düzenleyen kurumun yürürlükteki kılavuzunu ve ilgili mevzuatın güncel metnini mutlaka kontrol et.

Hata bildirimi

Kitapçıkta bir hata gördüysen **destek@benzensor.com** adresine yazarak bildirebilirsin; düzeltilen içerik bir sonraki baskıya işlenir.

Kapsam

#	DERS / BÖLÜM	YAZILAN / TOPLAM KONU
1	Dar Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları	6/6
2	Sermaye Piyasası Araçları 1	5/5
3	Yatırım Kuruluşları	6/6
4	Takas, Saklama ve Operasyon İşlemleri	11/11

Bu kitapçık, sınav konu listesindeki tüm başlıkları kapsar.

İçindekiler

1. Dar Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları

- 1.1 Sermaye Piyasası Kanunu
- 1.2.1 Özel Durumlar Tebliği II-15.1
- 1.2.2 Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1
- 1.2.3 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1
- 1.3.1 TSPB Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları
- 1.3.2 Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları

2. Sermaye Piyasası Araçları 1

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

3. Yatırım Kuruluşları

- 3.1 Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ III-37.1
- 3.2 Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ III-39.1
- 3.3 Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ III-45.1
- 3.4 Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alımı, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ Seri: V, No: 65
- 3.5 Kitle Fonlaması Tebliği III-35/A.2
- 3.6 Aracı Kurumlar ve Portföy Yönetim Şirketleri Tarafından Kullanılacak Uzaktan Kimlik Tespiti Yöntemlerine ve Elektronik Ortamda Sözleşme İlişkisinin Kurulmasına İlişkin Tebliğ III-42.1

4. Takas, Saklama ve Operasyon İşlemleri

- 4.1 Takas, Saklama ve Operasyon İşlemlerine İlişkin Temel Kavramlar
- 4.2.1 Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik
- 4.2.2 Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ II-13.1
- 4.2.3 Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik (4, 5 ve 6'ncı Bölümler)
- 4.2.4 İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Takas Yönetmeliği
- 4.2.5 İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği
- 4.2.6 Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği III-56.1
- 4.3 Borsa İstanbul A.Ş.'de Payların Transfer, Takas ve Temerrüt İşlemleri
- 4.4 Borsa İstanbul A.Ş.'de Borçlanma Araçlarının Transfer, Takas ve Temerrüt İşlemleri

- 4.5 Türev Araçlarda Takas, Uzlaşma ve Fiziki Teslim
- 4.6 Takasbank Teminat Yönetimi

1. DAR KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.1 - Sermaye Piyasası Kanunu

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu: Piyasanın Temel Çerçevesi

KISACA

Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fonların sermaye piyasası araçlarının alım satımı yoluyla tasarruf sahiplerinden bu fonlara ihtiyaç duyanlara aktarıldığı piyasadır; kısacası tasarruf ile yatırım arasında doğrudan bir finansman köprüsü kurar. Bu piyasanın kurallarını belirleyen temel metin ise 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'dur. Kanun, 1981'den beri yürürlükte olan 2499 sayılı eski Kanun'un yerini almış; yeni Türk Ticaret Kanunu'na ve Avrupa Birliği mevzuatına uyum ile piyasanın değişen ihtiyaçları göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.

6362 sayılı Kanun bir çerçeve kanundur. Yani ana esasları ve hareket sınırlarını çizer, ayrıntılı düzenlemeyi ise uzman kamu otoritesi olan Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakır; Kurul bu yetkiye dayanarak yönetmelik, tebliğ ve ilke kararları çıkarır. Kanun'un çizdiği hiyerarşide en üstte kendisi ve Kurul düzenlemeleri yer alır; bir konu buralarda hiç düzenlenmemişse ve ilgili özel kanunda bu Kanun'un uygulanmayacağı açıkça belirtilmişse ancak o zaman genel hükümlere başvurulabilir. Kanun'un bütününe bakıldığında dört ana eksen görülür: piyasanın araçlarını ve bunların ihracını tanımlamak, yatırımcıyı esasen kamuyu aydınlatma yoluyla korumak, piyasada faaliyet gösterecek kurumları ve borsaları düzenlemek ve Kurul'a denetim, tedbir ve yaptırım yetkileri vererek düzeni korumaktır. Bu özet, konunun ayrıntısına giden çatıyı verir; sonraki başlıklar da bu çatının tek tek odalarıdır.

Sermaye piyasasını anlamadan bu Kanun'u anlamak zordur, o yüzden işe oradan başlayalım. Bir ekonomide elinde birikmiş tasarrufu olan kesim ile bu tasarrufa ihtiyaç duyan kesim vardır; sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fonların sermaye piyasası araçları aracılığıyla birinci kesimden ikinci kesime aktarılmasını sağlar. Buradaki kilit sözcük doğrudan olmasıdır: taraflar bir aracının bilançosu üzerinden değil, aracın alınıp satılmasıyla doğrudan karşı karşıya gelir. Bu piyasanın da iki katmanı vardır. Araçların ihraççı tarafından ilk kez satıldığı yere birincil piyasa, daha önce ihraç edilmiş araçların yatırımcılar arasında el değiştirdiği yere ise ikincil piyasa denir. İkincil piyasa ihraççıya yeni fon getirmeyi, ama likidite sağlayarak ve fiyat ile vadeye referans oluşturarak birincil piyasayı ayakta tutar.

İşte bu piyasanın kurallarını koyan temel metin 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'dur. Kanun, 1981'den bu yana yürürlükte olan 2499 sayılı eski Kanun'un yerine geçmiştir. Değişimi tetikleyen üç etkenden söz edilir: 1 Temmuz 2012'de yürürlüğe giren 6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanunu'nun ortaklıklar hukukunda getirdiği yenilikler, Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne uyum süreci ve piyasanın giderek karmaşıklaşan yapısının doğurduğu ihtiyaçlar. Bu üç etken bir arada, mevzuatın baştan aşağı gözden geçirilmesini gerekli kılmıştır.

6362 sayılı Kanun'un en belirleyici özelliği çerçeve kanun olmasıdır. Çerçeve kanun, konunun emredici ana esaslarını ve hareket sınırlarını belirledikten sonra ayrıntıyı düzenleme yetkisini bu alanda uzmanlaşmış kamu otoritesine, yani Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakır. Kurul da bu yetkiyle

yönetmelik, tebliğ ve ilke kararları çıkarır. Bu yapı Kurul'a iki temel işlev yükler: bir yandan ikincil düzenleme yapıp gelen başvuruları sonuçlandırmak, diğer yandan düzeni bozan fiiller karşısında tedbir uygulamak, idari para cezası kesmek ve gerektiğinde Cumhuriyet savcılıklarına başvurmaktır. Kurul bu yönüyle klasik anlamda bir düzenleyici ve denetleyici kurumdur.

Kanun aynı zamanda kendi alanındaki düzenlemelerin hangi sırayla uygulanacağını da belirler. En üstte 6362 sayılı Kanun ve ona dayanılarak Kurulca çıkarılan düzenlemeler; ardından borsa mevzuatı ile Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar gibi sermaye piyasasını ilgilendiren diğer düzenlemeler; en altta da Türk Medeni Kanunu, Borçlar Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu gibi genel hükümler yer alır. Burada dikkat edilmesi gereken bir nokta var: genel hükümler kendiliğinden devreye girmez. Bir konuya genel hükümlerin uygulanabilmesi için hem sermaye piyasası mevzuatında o konuda hiçbir hüküm bulunmaması hem de ilgili özel kanunda bu Kanun'un uygulanmayacağını açıkça belirtilmiş olması gerekir. Bu kural, 6362 sayılı Kanun'a sermaye piyasası alanında birincil mevzuat statüsü kazandırır.

Kanun'un düzenlediği piyasayı beş unsur üzerinden okumak öğrenmeyi kolaylaştırır. Fon talep edenler, araç ihraç ederek kaynak toplayan ihraççılardır; Kanun ihraççıyı, sermaye piyasası aracı ihraç eden, ihraç için Kurul'a başvuran ya da araçları halka arz edilen tüzel kişiler ve yatırım fonları olarak tanımlar. Burada altını çizmek gereken şu: yatırım fonları hariç, tüzel kişiliği olmayan yapılar ve gerçek kişiler sermaye piyasası aracı ihraç edemez. Fon arz edenler ise tasarruflarını getiri beklentisiyle bu araçlara yatıran yatırımcılardır ve Kanun, onlara sağlanacak korumayı farklılaştırabilmek için yatırımcıların sınıflandırılmasına izin verir. Geriye üç unsur kalır: alışverişin konusu olan sermaye piyasası araçları, bu iki kesim arasında aracılık eden yardımcı kuruluşlar ve işlemlerin düzen içinde yapıldığı borsalar.

Sermaye piyasası araçları bir üst kavramdır; altında menkul kıymetler, türev araçlar ve diğer sermaye piyasası araçları yer alır. Kanun, menkul kıymeti tek tek unsurlarıyla saymak yerine sağladığı hakkın niteliğine göre tanımlar: bir araç ortaklık ya da alacaklılık hakkı veriyorsa menkul kıymettir. Ortaklık hakkı veren tipik araç paydır; alacaklılık hakkı verenler ise tahvil ve benzeri borçlanma araçlarıdır. Türev araçlar ise değeri bir dayanak varlığın fiyatındaki değişime bağlı olan, çoğu zaman çok küçük bir teminatla işleme konu edilebilen vadeli araçlardır. Burada üç kavramı ayırt etmek önemli: finansal araç en geniş kümedir, sermaye piyasası aracı onun bir alt kümesidir, menkul kıymet ise sermaye piyasası aracının bir alt türüdür. Yani her menkul kıymet bir sermaye piyasası aracıdır, ama her sermaye piyasası aracı menkul kıymet değildir; örneğin bir varant, dayanağını satın alma hakkı verdiği için menkul kıymet değil türev araç sayılır.

Bu araçların hukuk dünyasına çıkması ihraç ile olur. Kanun ihracı, araçların ihraççı tarafından halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satışı olarak tanımlar. İhraç ile halka arzı karıştırmayın: ihraç üst kavramdır, halka arz ise onun bir türüdür. İkisini ayıran ölçüt, satışın muhatabının belirli mi yoksa belirsiz mi olduğudur. Halka arz, araçların satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrının ardından gelen satışı ifade eder; yani belirsiz bir kitleye seslenir. Halka arz edilmeksizin ihraçta ise muhatap kitle bellidir.

Bu ayırım, kamuyu aydınlatmanın kapsamını da belirler. Sermaye piyasasında yatırımcı esasen bilgilendirilerek korunur; bu bilgilendirmenin tam, zamanında ve doğru olması gerekir. Halka arzda en geniş kapsamlı bilgilendirme belgesi izahnamedir ve Kanun, araçların halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanmasını ve bu izahnamenin Kurulca onaylanmasını zorunlu tutar. Halka arz edilmeksizin yapılan ihraçta ise daha dar kapsamlı bir ihraç belgesi düzenlenir. Kitle fonlaması bu tablonun istisnasıdır; kitle fonlama platformları aracılığıyla para toplayanların izahname ya da ihraç belgesi hazırlama yükümlülüğü yoktur. İzahnamedeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiden doğan zarardan öncelikle ihraççı sorumludur; zarar ihraççıdan tahsil edilemezse ya da edilemeyeceği açıkça belliyse, kusurları ve durumun gereklerine göre sırasıyla halka arz edenler, ihraçta aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri sorumlu olur.

Kanun'un düzenlediği bir diğer alan kaydi sistemdir. Sermaye piyasası araçları artık senede bağlanmadan, Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde elektronik ortamda kayıt olarak izlenir. Burada benimsenen kural açıklayıcı kayıt sistemidir; yani kayıt tek başına bir hakkı doğurmaz veya sona erdirmez, kurucu bir etkisi yoktur. Tek istisna, araç üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesinde Merkezi Kayıt Kuruluşu'na yapılan bildirim tarihinin esas alınmasıdır.

Piyasada aracılık eden yardımcı kuruluşları Kanun, sermaye piyasası kurumları başlığı altında toplar; yatırım kuruluşları, kolektif yatırım kuruluşları, portföy yönetim şirketleri, bağımsız denetim, değerlendirme ve derecelendirme kuruluşları ile merkezî takas ve saklama kuruluşları bunların başlıcalarıdır. İşlemlerin serbest rekabet içinde ve güvenli biçimde yapıldığı, oluşan fiyatların tespit edilip ilan edildiği yerler olan borsalar ise Kanun'la anonim şirket ve özel hukuk tüzel kişisi olarak yapılandırılmıştır; borsanın kuruluşuna Kurul'un uygun görüşü üzerine Cumhurbaşkanı karar verir, faaliyete geçmesi ise Kurul iznine bağlıdır. Ayrıca üyeleri için meslek kuralları koyabilen öz düzenleyici bir kurum olarak Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ve yatırımcıların korunması için kurulan Yatırımcı Tazmin Merkezi de Kanun kapsamındadır; Tazmin Merkezi'nin hak sahibi her bir yatırımcıya ödeyeceği azami tutar yüz bin Türk Lirası olup, bu tutar her yıl yeniden değerlendirilerek artırılır.

Kanun her kurum ve işleme aynı ölçüde uygulanmaz. 136'ncı madde bazı kuruluşları tümüyle kapsam dışında bırakır ya da onları sınırlı olarak Kanun'a tabi kılar; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, bankalar ve sigorta şirketleri bunun tipik örnekleridir. Son olarak Kanun, düzeni korumak için Kurul'a güçlü araçlar verir. Yaptırımlar iki koldan yürür: Kurul bir yandan tedbir alıp idari para cezası keser, diğer yandan suç oluşturan fiillerde Cumhuriyet başsavcılığına başvurur. Bu başvuru bir muhakeme şartıdır; yani Kurul'un yazılı başvurusu olmadan soruşturma ve kovuşturmayla devam edilemez. Piyasaya özgü suçların başında, içeriden öğrenenlerin ticaretinin karşılığı olan bilgi suistimali ile manipülasyonun karşılığı olan piyasa dolandırıcılığı gelir.

Görüldüğü gibi bu başlık aslında Kanun'un tamamının çatısıdır: araçları ve ihracı tanımlar, yatırımcıyı kamuyu aydınlatmayla korur, kurumları ve borsaları düzenler, Kurul'u da tüm bu düzenin bekçisi yapar. Bundan sonraki konular bu çatının tek tek odalarıdır; bu yüzden buradaki kavramları şimdiden netleştirmek, ilerideki her başlığı çok daha kolay anlaşılır hale getirir.

1. DAR KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.2.1 · Özel Durumlar Tebliği II-15.1

Özel Durumlar Tebliği (II-15.1): İçsel ve Sürekli Bilgilerin Kamuya Açıklanması

KISACA

Özel Durumlar Tebliği, halka açık ortaklıkların ve ilgili tarafların, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgi, olay ve gelişmeleri nasıl kamuya açıklayacağını düzenleyen temel kamuyu aydınlatma metnidir. Tebliğin amacı, yatırımcıların zamanında, tam ve doğru biçimde bilgilendirilmesini sağlayarak piyasanın şeffaf, adil ve güvenilir işlemlerini korumaktır; bu yüzden açıklamalar, bilgiye hızlı erişimi sağlayacak ve yatırımcılar arasında eşit işlem ilkesine aykırı düşmeyecek şekilde yapılmalıdır. Konunun kalbinde ikili bir ayrım yatar. Bir bilgi henüz kamuya açıklanmamışsa ve araçların değerini etkileyebiliyorsa buna içsel bilgi denir; içsel bilgi tanımının dışında kalan tüm bilgi, olay ve gelişmeler ise sürekli bilgi olarak adlandırılır. Kural olarak açıklama yükümlülüğü ihraççıya aittir, ancak belirli eşikleri aşan pay sahipleri, idari sorumluluğu bulunan kişiler ve ana ortaklar için de doğrudan açıklama yükümlülükleri getirilmiştir. İhraççı, meşru çıkarları zarar görmesin diye ve yatırımcıları yanıltmamak kaydıyla içsel bilginin açıklanmasını erteleyebilir; ancak açıklama yapılana kadar bilgiyi bilen herkes gizliliği korumak zorundadır. Açıklamalar kural olarak Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden, Türkçe ve derhal yapılır ve hiçbir zaman yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olamaz.

Özel Durumlar Tebliği'ni anlamının en iyi yolu, onu piyasadaki bilgi akışının kurallarını koyan bir düzenleme olarak görmektir. Halka açık bir şirketin başına gelen ve o şirketin paylarının veya diğer sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını ya da yatırımcıların vereceği kararları etkileyebilecek her önemli gelişme, belirli usullere göre kamuya duyurulmak zorundadır. Bunun altında yatan mantık şudur: yatırımcı ancak zamanında, tam ve doğru bilgiye ulaşabilirse sağlıklı karar verebilir; bilgi bazı kişilerin elinde kalır da diğerleri geç öğrenirse piyasanın adilliği bozulur. İşte bu yüzden Tebliğ, açıklama yükümlülüğünün bilgiye hızlı erişimi sağlayacak ve yatırımcılar arasında eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil etmeyecek biçimde yerine getirilmesini şart koşar, ayrıca yapılan açıklamaların yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olmasını yasaklar.

Şimdi konunun en temel ayrımına geelim, çünkü buradan başlamazsanız gerisi havada kalır. Tebliğ, kamuya açıklanacak özel durumları içsel bilgi ve sürekli bilgi olmak üzere ikiye ayırır. İçsel bilgi; sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmelerdir. Buradaki iki anahtar unsur birlikte tutun: bilgi hem fiyatı etkileyebilecek nitelikte olacak hem de henüz açıklanmamış olacak. Sürekli bilgi ise çok daha sade tanımlanır: içsel bilgi tanımının dışında kalan tüm bilgi, olay ve gelişmeler sürekli bilgidir. Yani bir gelişmenin hangi kategoriye girdiğini çözmek istediğinizde önce onun içsel bilgi tanımına uyup uymadığına bakın; uymuyorsa o gelişme otomatik olarak sürekli bilgi kapsamına girer.

Peki bu açıklamayı kim yapar? Ana kural, açıklamayı ihraççının, yani şirketin kendisinin yapmasıdır. Ancak Tebliğ burada önemli bir durumu ayrıca düzenler. İçsel bilgi, ihraççının bilgisi dışında, ihraççının

doğrudan veya dolaylı olarak toplam oy haklarında ya da sermayesinde yüzde on veya daha fazla paya sahip kişiler tarafından, ya da bu orana bağlı olmaksızın yönetim kurulu üyesi seçme veya aday gösterme hakkı veren imtiyazlı payların yüzde on veya daha fazlasına sahip kişiler tarafından öğrenilirse, o içsel bilgiye ilişkin açıklamayı artık bu kişiler yapar. Buna paralel biçimde, ihraççının ana ortaklığının veya bağlı ortaklıklarının faaliyetlerinde, finansal yapısında ya da yönetim ve sermaye ilişkilerinde önemli bir değişiklik ortaya çıkarsa, bu durumda açıklamayı ihraççı yapar.

İçsel bilginin her koşulda anında açıklanması ise her zaman şirketin lehine olmayabilir; bu yüzden Tebliğ ihraççıya bir erteleme imkânı tanır. İhraççı, açıklamayı geciktirmenin sonuçlarını kendisi üstlenerek, meşru menfaatlerini korumak amacıyla içsel bilgiyi belirli süre kamuya duyurmayabilir. Fakat bu ertelemenin iki şartı vardır: erteleme yatırımcıların yanıltılmasına yol açmamalı ve bilginin gizli tutulabilmesi sağlanabilmelidir. Erteleme sebepleri ortadan kalkar kalkmaz açıklama yapılır ve bu açıklamada hem erteleme kararına hem de kararın dayandığı sebeplere yer verilir; Kurul da gerekli görürse erteleme sebeplerinin yerinde olup olmadığını inceleyebilir. Erteleme boyunca içsel bilgiyi bilen herkes gizliliği korumakla yükümlüdür. Bununla bağlantılı olarak ihraççılar, içsel bilgilere düzenli erişimi olan kişileri MKK'ya bildirir ve bu bilgilerde bir değişiklik olduğunda en geç iki iş günü içinde güncelleme yapar; ayrıca idari sorumluluğu bulunan kişiler de aynı zamanda içsel bilgilere erişimi olan kişiler sayılır.

Bazı açıklamalar şirketin kendi inisiyatifiyle değil, dışarıdan gelen bir tetikleyiciyle yapılır. Sözgelimi bir aracın fiyatında veya işlem hacminde olağan piyasa koşullarıyla açıklanamayan bir hareket olursa, ilgili borsanın talebi üzerine ihraççı kamuya açıklama yapıp henüz açıklanmamış bir özel durumun bulunup bulunmadığını belirtmek zorundadır. Benzer şekilde, basın-yayın organlarında ya da başka iletişim yollarıyla ilk kez duyurulan veya daha önce açıklanandan farklı içerikteki haber ve söylentiler ortaya çıktığında, bunların şirket kaynaklı olup olmadığına bakılmaksızın ihraççı bu haberlerin doğru veya yeterli olup olmadığını açıklamakla yükümlüdür. Buna karşılık, kamuya açıklanmış bilgilere dayanılarak yapılan yorum, analiz ve tahminler ile geleceğe yönelik değerlendirmeler bu doğrulama yükümlülüğünün dışında bırakılmıştır.

Tebliğin sayısal ayrıntı içerdiği ve bu yüzden dikkat isteyen kısımlarından biri de idari sorumluluğu bulunan kişilerin işlemlerinin açıklanmasıdır. İlke olarak; idari sorumluluğu bulunan kişiler ve bunlarla yakından ilişkili kişiler ile ihraççının ana ortağı tarafından, sermayeyi temsil eden paylar ve bunlara dayalı diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin gerçekleştirilen tüm işlemler, işlemi yapan tarafından kamuya açıklanır. Ancak burada bir parasal muafiyet eşiği devreye girer: bu işlemlerin, her biri hesabına yapılan toplam tutarı bir takvim yılı içinde Kurulca belirlenen tutara ulaşmadıkça açıklama yapılmaz. Bu tutar ilgili dönem için 112.000.000 TL olarak belirlenmiştir. Eşik aşıldığında ise yalnızca aşan işlem değil, o tutarı aşan işlemten itibaren gerçekleştirilen tüm işlemler kamuya açıklanır. Toplam tutar, ilgili kişilerin her birinin gerçekleştirdiği tüm işlemlerin toplanmasıyla hesaplanır.

Sürekli bilgi tarafının en somut örneği ise sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişikliklerdir. Bir gerçek veya tüzel kişinin, tek başına ya da birlikte hareket ettiği kişilerle birlikte, doğrudan veya dolaylı olarak borsada işlem gören bir ihraççının sermayesindeki payı veya toplam oy

hakları yüzde beş, yüzde on, yüzde on beş, yüzde yirmi, yüzde yirmi beş, yüzde otuz üç, yüzde elli, yüzde altmış yedi veya yüzde doksan beş eşiklerinden birine ulaştığında ya da bu eşiklerin altına düştüğünde açıklama yapılması gerekir. Buradaki kritik nokta, eşiklerin hem yukarı çıkışta hem de aşağı inişte tetiklenmesidir; yani bir eşiği aşmak kadar bir eşiğin altına düşmek de açıklama doğurur. Payları borsada işlem gören ama halka açık olmayan ortaklıklarda ise bu geniş listeden yalnızca yüzde yirmi beş, yüzde elli ve yüzde altmış yedi oranları esas alınır. Bunların yanında, ihraççıya ilişkin genel bilgiler KAP'ta yayımlanır ve sermayede doğrudan yüzde beş veya daha fazla paya ya da oy hakkına sahip gerçek ve tüzel kişileri gösteren tablo, değişiklik oldukça MKK tarafından güncellenir.

Son olarak açıklamaların nasıl ve ne zaman yapıldığına bakalım. Açıklamaların dili Türkçedir ve kural olarak borsada işlem gören ihraççılar açıklamalarını Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndaki ilgili formu kullanarak KAP üzerinden yapar; borsada işlem görmeyen ihraççılar ise açıklamalarını Sermaye Piyasası Kurulu'na gönderir ve bu açıklamalar Kurul internet sitesinde duyurulur. Tebliğde aksi belirtilmedikçe açıklamaların derhal yapılması esastır. Sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklik açıklamaları ise en geç işlemin gerçekleşmesini izleyen üçüncü iş günü saat dokuza kadar yapılmalıdır. İhraççı, açıklama yapmadan önce ilgili aracın işlemlerinin geçici olarak durdurulmasını borsadan talep edebilir. Yapılan açıklamalar yatırımcıların karar vermesine yardımcı olacak ölçüde zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olmalıdır; henüz kesinleşmemiş ve belirsizlik taşıyan durumlar ise bu belirsizlik açıkça belirtilerek duyurulur ve belirsizliğin çözümü kavuşması için öngörülen tarihe de yer verilir. İhraççılar bu açıklamaları pazarlama veya reklam amacıyla kullanamaz. Ayrıca borsada işlem gören ihraççılar açıklamalarını en geç ertesi iş günü içinde internet sitelerinde ilan eder ve beş yıl boyunca orada bulundurur; borsada işlem görmeyen ihraççılar için bu ilan süresi beş iş günüdür, saklama süresi yine beş yıldır.

Bu konuyu çalışırken kafanızda net tutmanız gereken birkaç ayırım var. İçsel bilgi ile sürekli bilgiyi birbirine karıştırmayın; ikisini ayıran tek ölçüt, bilginin içsel bilgi tanımına uyup uymadığıdır, geri kalan her şey sürekli bilgidir. Aynı biçimde farklı yüzdelik eşikleri de birbirine karıştırmayın: içsel bilgiyi ihraççı dışında öğrenip açıklama yükümlülüğü doğuran oran yüzde on iken, ihraççının genel bilgi tablosunda gösterilen pay sahipliği eşiği yüzde beştir ve sermaye yapısı değişikliklerinde ise az önce saydığımız kademeli oranlar listesi geçerlidir. Bu üç farklı bağlamdaki oranları ayrı ayrı hatırlarsanız, konunun sayısal ayrıntılarında yanılma ihtimaliniz büyük ölçüde azalır.

1. DAR KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.2.2 • Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1

Halka Açık Ortaklıklarda Kurumsal Yönetim ve II-17.1 Sayılı Tebliğ

KISACA

Kurumsal yönetim, bir şirketi yönetenler ile o şirketin pay sahipleri ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri kurala bağlayan bir düzendir. Temelinde, modern anonim şirkette mülkiyet ile kontrolün birbirinden ayrılması sonucu ortaya çıkan güven ve denetim sorununu çözme amacı yatar. Bu anlayışın evrensel kabul görmüş dört ana ilkesi vardır: adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk.

Ülkemizde halka açık ortaklıklar için kurumsal yönetimin çerçevesini çizen düzenleme, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 17'nci maddesine ve Türk Ticaret Kanunu'nun 1529'uncu maddesine dayanılarak çıkarılan II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'dir.

Tebliğ üç ana konuyu düzenler: kurumsal yönetim ilkeleri, ilişkili taraf işlemleri ve yatırımcı ilişkileri bölümü gibi diğer hükümler. Borsada işlem gören ortaklıklar, taşıdıkları sistemik öneme göre her yıl Ocak ayında üç gruba ayrılır; bu ayırmada toplam piyasa değeri ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri ölçüt alınır ve en büyük ortaklıkların yer aldığı birinci grup en fazla yükümlülüğe tabi olur. İlkelerin bir kısmı bütün ortaklıklar için zorunludur, geri kalanı ise "uygula, uygulamiyorsan açıkla" yaklaşımıyla uygulanır; ortaklık uymadığı gönüllü ilkeyi ve gerekçesini kamuya açıklamak zorundadır. Bu açıklamalar, Kurumsal Yönetim Uyum Raporu ve Kurumsal Yönetim Bilgi Formu şablonlarıyla Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden yapılır. Kısacası bu konu, iyi şirket yönetiminin ilkelerini ve bu ilkelerin halka açık ortaklıklara hangi mevzuat düzeni içinde uygulatıldığını birlikte anlamayı gerektirir.

Kurumsal yönetim konusuna girerken önce şu soruyu sormak yararlı olur: bir şirketin nasıl yönetildiğini neden ayrı kurallara bağlama ihtiyacı doğmuştur? Bunun kökeni, modern anonim şirkette mülkiyet ile kontrolün birbirinden ayrılmasına uzanır. Sermayeyi koyan çok sayıda küçük pay sahibi ile şirketi fiilen yöneten profesyonel yöneticiler farklı kişiler haline gelince, yöneticilerin kişisel çıkarları ile pay sahiplerinin çıkarlarının çatışabileceği bir zemin ortaya çıkmıştır. İşte kurumsal yönetim, tam da bu güven ve denetim boşluğunu doldurmak için gündeme gelmiştir. En yalın tanımıyla kurumsal yönetim, şirketi yönetenler ile o şirkete ortak olan ve şirketle menfaat ilişkisi bulunan kesimler arasındaki ilişkileri kurala bağlayan bir düzen olarak görülebilir. Burada menfaat sahibi kavramı önemlidir; bu kavram yalnızca ortakları değil, çalışanları, müşterileri, alacaklıları, tedarikçileri, hatta devleti ve toplumu, yani şirket iyi yönetildiğinde bundan yararlanacak, kötü yönetildiğinde ise olumsuz etkilenecek herkesi kapsar.

Bu düzenin dünya genelinde kabul gören dört taşıyıcı ilkesi vardır; bunları birbirinden ayırt edebilmek konunun özünü kavramanın anahtarıdır. Adillik ilkesi, ortaklar arasında ayırım gözetilmemesini, özellikle azınlıkta kalan veya yurt dışında yerleşik ortakların çoğunluk karşısında ezilmemesini amaçlar; herkese eşit muamele edilmesini ve bir hak ihlali yaşandığında telafi imkânı tanınmasını ister. Hesap verebilirlikte odak yönetim kurulundadır; kurul, verdiği kararların hesabını nihai olarak şirketin tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine vermek durumundadır. Şeffaflık, henüz açıklanmamış ticari sırlar bir yana bırakıldığında, şirkete ait mali ve mali olmayan bilgilerin gecikmeden, gerçeğe uygun ve

eksiksiz biçimde, kolay erişilebilecek şekilde kamuoyuyla paylaşılmasını anlatır. Sorumluluk ilkesi ise yönetimin şirket adına yürüttüğü işlerin hem yürürlükteki mevzuatla hem esas sözleşmeyle hem de içinde bulunulan toplumun etik ölçütleriyle bağdaşmasını ve bu uygunluğun denetlenebilir olmasını ifade eder.

Kurumsal yönetim uygulamalarının dünyada tek bir biçimi yoktur. Dağılmış mülkiyet yapısının yaygın olduğu, sermaye piyasalarının geliştiği ve şeffaf işlediği, şirketlerin denetiminin büyük ölçüde piyasalara bırakıldığı Anglo-Sakson sistemi ile, hakim ortağın ağırlıkta olduğu ve bankaların temel finansman kaynağı olduğu Kıta Avrupası sistemi bu farkın iki ucunu oluşturur. Türk Ticaret Kanunu'nun kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeleri genel olarak Anglo-Sakson hukuk sisteminin etkisiyle şekillenmiştir. Bu ayrımı bilmek, ilkelerin neden azınlık haklarının korunmasına ve şeffaflığa bu kadar vurgu yaptığını anlamana yardımcı olur.

Peki bu ilkeler ülkemizde hangi hukuki zemine oturur? Kurumsal yönetimin sermaye piyasası ayağı, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 17'nci maddesine dayanır. Bu madde, halka açık ortaklıklarda kurumsal yönetim ilkelerini, uyum raporlarının içeriğini ve ortaklıkların bu ilkelere uyumlarının derecelendirilmesini belirleme yetkisini Sermaye Piyasası Kurulu'na verir. Aynı doğrultuda Türk Ticaret Kanunu'nun 1529'uncu maddesi de halka açık şirketlerde kurumsal yönetim ilkelerinin Kurul tarafından belirleneceğini teyit eder. Kurul bu yetkiye dayanarak II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'ni hazırlamış ve Tebliğ 3 Ocak 2014 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanmıştır. Tebliğ üç temel başlık altında incelenir: kurumsal yönetim ilkeleri, ilişkili taraf işlemleri ve yatırımcı ilişkileri bölümü ile teminat, rehin, ipotek ve kefaletler gibi diğer hükümler.

Burada dikkat edilmesi gereken önemli bir nokta, bütün ortaklıkların aynı yükümlülöklere tabi olmadığıdır. Borsada işlem gören halka açık ortaklıklar, taşıdıkları sistemik önem esas alınarak üç gruba ayrılır; bu ayırmada hem toplam piyasa değeri hem de fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değeri ölçüt olarak kullanılır. Bu hesaplama her yıl Ocak ayında Kurul tarafından yapılır ve gruplar Kurul Bülteni aracılığıyla ilan edilir; hesaplamada Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarının son işlem günlerindeki ikinci seans kapanış fiyatları ile fiili dolaşım oranlarının ortalaması esas alınır. Birinci grup, piyasa değerinin ortalaması 3 milyar TL'nin ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin ortalaması 750 milyon TL'nin üzerinde olan büyük ortaklıklardan oluşur ve en ağır yükümlölükler bu gruba düşer. İkinci grup, birinci grubun dışında kalıp piyasa değeri 1 milyar TL'nin ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri 250 milyon TL'nin üzerinde olan ortaklıklardır. Üçüncü grup ise geri kalan ortaklıkları kapsar. Bir ortaklık üst gruba yükseldiğinde, yeni gruba ilişkin daha ağır ilkelere, hesaplamanın ait olduğu yılı izleyen ilk genel kurul tarihi itibarıyla uyum sağlamak zorundadır.

Şimdi asıl kritik ayrıma geleyim. Tebliğ ekinde yer alan kurumsal yönetim ilkelerinin bir bölümü bütün ortaklıklar için zorunludur; ortaklık bunlara uymak zorundadır. Geri kalan ilkeler ise gönüllüdür ve bunlarda "uygula, uygulamıyorsan açıkla" yaklaşımı geçerlidir. Yani ortaklık gönüllü bir ilkeye uymuyorsa, bunu gizlemek yerine yıllık faaliyet raporunda uymadığını, gerekçesini, bu durumun yol açtığı çıkar çatışmalarını ve gelecekte uyum planı olup olmadığını açıklamakla yükümlüdür. Bu açıklamalar bugün iki şablonla, Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden yapılır: gönüllü ilkelere uyum

durumunu gösteren Kurumsal Yönetim Uyum Raporu ile mevcut kurumsal yönetim uygulamaları hakkında veriye dayalı bilgi sunan Kurumsal Yönetim Bilgi Formu. Uyum raporunda ortaklık her ilke için evet, kısmen, hayır, ilgisiz veya muaf yanıtlarından birini verir; kısmen ya da hayır dediğinde tavsiye edilen uygulamadan neden ayrıldığını gerekçelendirmek zorundadır. Bu şablonların, genel kurulun toplanacağı tarihten en az üç hafta önce Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda açıklanması gerekir.

Peki ortaklık zorunlu ilkelere uymazsa ne olur? Kurul bu durumda boş durmaz. Karar alacak yeterli sayıda yönetim kurulu üyesi bulunmasına rağmen yönetim kurulu ya da genel kurul gerekli işlemleri yapmıyorsa, Kurul ortaklığa 30 gün süre verir. Bu süre içinde de uyum sağlanmazsa, Kurul, Kanunun 17'nci maddesine dayanarak, yönetim kurulunun toplanıp karar alabilmesi için gereken ve bağımsızlık kriterini taşıyan sayıda bağımsız üyeyi resen atayabilir. Yani uyumsuzluğun sonucu yalnızca bir uyarı değil, doğrudan yönetim kuruluna müdahale olabilmektedir.

Tebliğin ikinci büyük başlığı ilişkili taraf işlemleridir ve burada iki eşik değeri birbirine karıştırmamak gerekir. Ortaklığın ilişkili tarafıyla yapacağı bir varlık veya hizmet alım satımında, işlem tutarının belirli finansal büyüklüklere oranının yüzde beşi aşacağı öngörülüyorsa, işlem öncesinde Kurulca belirlenen bir kuruluşa değerlendirme yaptırılması zorunludur. Bu oranın yüzde onu aşacağı öngörülüyorsa, değerlemeye ek olarak yönetim kurulu kararında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı da aranır; bağımsız üyelerin çoğunluğu işlemi onaylamazsa durum Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda açıklanır ve işlem, taraflarının ve bunlarla ilişkili kişilerin oy kullanamayacağı bir genel kurul onayına sunulur. Yaygın ve süreklilik arz eden işlemlerde ise ilgili oran yüzde onu aşınca, yönetim kurulunun işlemlerin piyasa koşullarına uygunluğunu değerlendiren bir rapor hazırlaması gerekir.

Son olarak, diğer hükümler arasında öne çıkan yatırımcı ilişkileri bölümüne değinmek gerekir. Ortaklıklar, yatırımcılarla ortaklık arasındaki iletişimi yürüten bir yatırımcı ilişkileri bölümü oluşturmak zorundadır. Bu bölümün yöneticisi kural olarak iki lisansı birden taşımalıdır. Bunlardan biri Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı, diğeri ise Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Lisansı'dır. Ayrıca bu kişinin, menkul kıymet yatırım ortaklıkları dışındaki ortaklıklarda tam zamanlı görev yapması ve kurumsal yönetim komitesinde üye olarak yer alması gerekir. Üçüncü gruptaki ortaklıklarda ise şartlar hafifletilmiştir; bu iki lisanstan herhangi birine, hatta sadece Temel Düzey Lisansı'na sahip olmak yeterli sayılabilir. Bölüm yöneticisi görevinden ayrılırsa, 30 gün içinde yerine yeni bir kişinin görevlendirilmesi gerekir.

Bütün bunları birbirine bağladığınızda tablo netleşir: kurumsal yönetim, adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk ilkeleri üzerine kurulu bir yönetim felsefesidir; II-17.1 sayılı Tebliğ ise bu felsefeyi halka açık ortaklıklar için somut, gruplandırılmış ve denetlenebilir bir yükümlülükler düzenine çeviren metindir. Zorunlu ve gönüllü ilke ayrımını, üç gruplu yapıyı, ilişkili taraf işlemlerindeki yüzde beş ve yüzde on eşiklerini ve uyum raporlamasının mantığını kavradığınızda bu konunun çekirdeğini de kavramış olursunuz.

1. DAR KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.2.3 · Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1): Şemsiye Fon Yapısı ve Temel Kurallar

KISACA

III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, yatırım fonlarının kuruluşunu, faaliyet ilke ve kurallarını, katılma paylarının ihracını ve kamunun aydınlatılmasını düzenleyen temel çerçevedir. Bu çerçeve her fonu kapsamaz; borsa yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonları kendi özel düzenlemelerine tabi oldukları için Tebliğ'in dışında tutulmuştur.

Tebliğ'in özünde yatırım fonunun tanımı yatar. Yatırım fonu, tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan varlıklarla, yine onların hesabına, inançlı mülkiyet esasına göre işletilen ve tüzel kişiliği bulunmayan bir mal varlığıdır. Fonu içtüzük ile kuran ve yöneten taraf, portföy yönetim şirketi niteliğindeki kurucudur; portföydeki varlıklar ise ayrı bir portföy saklayıcısı nezdinde saklanır. Fonun mal varlığı, kurucunun ve saklayıcının mal varlığından tamamen ayrıdır. Bu ayrılık sayesinde fon varlığı, kurucu iflas etse bile haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dahil edilemez; ayrıca kurucunun borçları ile fonun alacakları birbirine mahsup edilemez.

Tebliğ'in en belirgin yeniliği şemsiye fon yapısıdır: tek bir içtüzük altında, farklı stratejilere sahip birçok alt fon, yalnızca ayrı izahname ve yatırımcı bilgi formu düzenlenerek ihraç edilebilir. Azami fon tutarı uygulaması kaldırılarak açık uçlu fon yapısına geçilmiş, faizsiz araçları tercih eden yatırımcılar için de ilk kez katılım fonu tanımlanmıştır.

Sermaye piyasasında yatırım fonları denince akla gelen kuralların büyük çoğunluğu tek bir düzenlemeden, III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nden gelir. Bu Tebliğ, fonların kuruluşundan başlayarak faaliyet ilke ve kurallarını, katılma paylarının ihracını ve kamunun aydınlatılmasına ilişkin esasları bir arada düzenler. İlk dikkat edilmesi gereken nokta kapsamdır: Tebliğ, her fon türünü değil, klasik yatırım fonlarını ele alır. Borsa yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonları bilinçli olarak bu Tebliğ'in kapsamı dışında bırakılmıştır, çünkü bunların her biri kendi özel düzenlemesine tabidir. Kapsamda kalan fonlarda ise kurucunun, yöneticinin ve portföy saklayıcısının fona ilişkin bütün hesap ve işlemleri Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimine tabidir.

Tebliğ'i anlamanın anahtarı, yatırım fonunun ne olduğunu doğru kavramaktan geçer. Yatırım fonu, tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, yine tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilen bir portföydür. En kritik ayrıntı, fonun tüzel kişiliğinin bulunmamasıdır; fon, hukuken bir şirket değil, portföy yönetim şirketi tarafından içtüzük ile kurulan bir mal varlığıdır. Bu mal varlığını kuran ve yöneten tarafa kurucu denir ve kurucu, ana faaliyet konusu yatırım fonu kurmak ve yönetmek olan bir portföy yönetim şirkettir. Portföydeki varlıkları saklayan taraf ise ayrı bir kuruluştur ve buna portföy saklayıcısı denir. Kurucu ile portföy saklayıcısını birbirine karıştırmamak gerekir: biri fonu yönetir, diğeri fonun varlıklarını güvenle saklar ve süreci denetler.

Fonun mal varlığının ayrı tutulması, yatırımcı koruması açısından belki de en önemli ilkedir. Fon mal varlığı, kurucunun ve portföy saklayıcısının mal varlığından ayrıdır. Bu ayrılık yalnızca muhasebe düzeyinde kalmaz; fon mal varlığı, kurucunun yönetiminin bir kamu kurumuna devredilmesi halinde dahi başka bir amaçla kullanılamaz, kamu alacaklarının tahsili amacıyla bile haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dahil edilemez. Buna bağlı olarak bir mahsup yasağı da vardır: kurucunun üçüncü kişilere olan borçları ile fonun aynı kişilerden olan alacakları birbirine karşı mahsup edilemez. Yani kurucu batsa dahi yatırımcının fondaki varlığı korunur.

Tebliğ'in getirdiği en yapısal yenilik şemsiye fon düzenidir. Şemsiye fon, kendisine bağlı bütün fonların katılma paylarının tek bir ortak içtüzüğe dayanarak ihraç edildiği, çatı niteliğinde bir yatırım fonudur. Bu çatının altında farklı stratejilere sahip pek çok alt fon oluşturulabilir; her yeni alt fon için baştan içtüzük düzenlemek gerekmez, yalnızca ayrı bir izahname ve yatırımcı bilgi formu hazırlanması yeterlidir. Zaten borsa yatırım, gayrimenkul ve girişim sermayesi fonları dışındaki yatırım fonlarının şemsiye fon şeklinde kurulması zorunludur. Eski düzendeki azami fon tutarı uygulaması da kaldırılmış, böylece paylar ihtiyaca göre ihraç edilip geri alınabilen açık uçlu fon yapısına geçilmiştir. Aynı Tebliğ ile faizsiz araçları tercih eden yatırımcılar için ilk kez ayrı bir tür olarak katılım fonu tanımlanmıştır.

Şemsiye fonlar belirli türlerde kurulur ve her türün kendi portföy mantığı vardır. Borçlanma araçları şemsiye fonunda fon toplam değerinin en az yüzde 80'i devamlı olarak kamu veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırılır; hisse senedi şemsiye fonu paylara yatırım yapar; kıymetli madenler, fon sepeti, değişken ve katılım şemsiye fonları da ayrı ayrı tanımlanmıştır. Para piyasası şemsiye fonunda portföyün tamamı devamlı olarak vadesine en fazla 184 gün kalmış, likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçlarından oluşur ve portföyün günlük hesaplanan ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gündür. Serbest şemsiye fonun ayırt edici yanı, katılma paylarının yalnızca nitelikli yatırımcılara satılmasıdır. Burada hisse senedi şemsiye fonu ile hisse senedi yoğun fonu birbirinden ayırmak gerekir. Hisse senedi yoğun fon ayrı bir şemsiye tür değil, bir niteliktir; fon portföy değerinin en az yüzde 80'i devamlı olarak, menkul kıymet yatırım ortaklıkları payları hariç, Borsa İstanbul'da işlem gören ihraççı paylarından oluşan fonlar hisse senedi yoğun fon sayılır ve unvanlarının sonunda bu ibareye yer verilir.

Bir fonun hayata geçmesi belirli bir takvime bağlıdır. Kurucu, taslak içtüzük ve başvuru formuyla Kurula başvurur; kuruluş başvuruları, gerekli belgelerin Kurula eksiksiz sunulmasından itibaren iki ay içinde karara bağlanır. Kurulca onaylanan içtüzük, kararın kurucu tarafından tebellüğ edildiği tarihi izleyen altı iş günü içinde ticaret siciline tescil ettirilir ve ilan olunur. Şemsiye fona bağlı ilk fonun katılma payı ihracı başvurusunun ise içtüzüğün tescilinden itibaren en geç üç ay içinde yapılması gerekir; makul gerekçelerin varlığı halinde bu süre bir defaya mahsus üç ay daha uzatılabilir. Katılma paylarının ihraç edilebilmesi için izahnamenin Kurulca onaylanması şarttır ve izahname, sunulan bilgi ve belgeler çerçevesinde yirmi iş günü içinde incelenir. Yatırımcının hızlı ve doğru bilgilenebilmesi için hazırlanan yatırımcı bilgi formu ise kısa tutulur; fonun yapısını, yatırım stratejisini ve risklerini özetleyen bu form azami iki sayfa ve on iki punto olarak düzenlenir.

Katılma payının kendisi de dikkatle tanımlanmıştır. Katılma payı, yatırımcının fona katılımını gösteren, kayden izlenen bir sermaye piyasası aracıdır ve itibari değeri yoktur. Fonun birim pay değeri, fon

toplam değerinin katılma payı sayısına bölünmesiyle bulunur ve alım satıma esas olan fiyat budur; bu değer günlük olarak hesaplanıp ilan edilmesi esastır.

Portföyün nasıl kurulacağı da ayrıntılı sınırlamalara bağlanmıştır. Genel kural olarak fon toplam değerinin yüzde 10'undan fazlası tek bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz; toplam değer yüzde 5'inden fazla yatırım yapılan ihraççıların araçlarının toplamı ise fon toplam değerinin yüzde 40'ını aşamaz. Bankalardaki mevduat ve katılma hesaplarında değerlendirilebilecek tutar en fazla yüzde 10, tek bir bankada ise en fazla yüzde 3'tür. Fon açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamaz; türev araçlar nedeniyle maruz kalınan açık pozisyon tutarı da fon toplam değerini aşamaz. Fiyat hareketleri gibi yöneticinin kontrolü dışındaki nedenlerle sınırların ihlal edilmesi halinde en geç otuz gün içinde uyumun yeniden sağlanması gerekir.

Bazı fon türlerinin kendine özgü kuralları vardır. Serbest fonlar, sayılan portföy ve işlem sınırlamalarına tabi olmadan, kendi ilan ettikleri strateji ve limitler dahilinde yatırım yapabilir; buna karşılık pay fiyatlarının en az ayda bir kez hesaplanıp yatırımcılara bildirilmesi yeterlidir. Garantili ve koruma amaçlı fonlarda ise asgari vade altı aydır ve pay fiyatının en az ayda iki kez hesaplanıp ilan edilmesi gerekir. Garantili fon ile koruma amaçlı fonu birbirinden ayırmak önemlidir. Garantili fonda yatırımcıya geri ödenecek tutar, nitelikleri belirlenmiş bir garantör tarafından verilen garantiye dayanılarak taahhüt edilir; koruma amaçlı fonda ise böyle bir garantör taahhüdü yoktur, uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak yalnızca en iyi gayret esas çerçevesinde amaçlanır. Yani garantili fonda kesin bir taahhüt, koruma amaçlı fonda ise bir hedef söz konusudur.

Son olarak, katılma paylarının alım satımının önemli bir kısmı Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu üzerinden yürür. TEFAS'ta işlemler 9 Ocak 2015 tarihinde başlamıştır ve kural olarak fonların bu platforma üye olması ve alım satımın platform üzerinden gerçekleştirilmesi zorunludur. Ancak özel fonlar, gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonları ile garantili ve koruma amaçlı fonların payları platformda işlem görmez. Platformda satışı gerçekleştiren dağıtım kuruluşuna ödenen genel komisyon oranı, ilgili fonun yönetim ücretinin yüzde 35'idir; taraflar arasında özel anlaşma yapılırsa bu oran, genel oranın altında olmamak üzere yönetim ücretinin en fazla yüzde 65'ine çıkabilir. Fonun sona ermesi ise sürenin dolması, usulüne uygun fesih ihbarı, kurucunun faaliyet şartlarını yitirmesi veya mali durumunun zayıflaması gibi nedenlere bağlanmıştır; bu durumda fon mal varlığı içtüzük ve izahnamedeki ilkelere göre tasfiye edilerek bakiye, katılma payı sahiplerine payları oranında dağıtılır.

Bütün bu ayrıntılar aslında birkaç temel eksen etrafında döner: fonun tüzel kişiliği olmayan ve korunan bir mal varlığı olması, kurucu ile portföy saklayıcısı arasındaki görev ayrımı, şemsiye fon mantığı, tür bazındaki eşikler ve süreçlere bağlı takvimler. Bu Tebliğ'e çalışırken tanımları, kapsam dışı bırakılan üç fon türünü ve sayısal eşikleri net tutmak, konunun geri kalanını çok daha anlaşılır kılar.

1. DAR KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.3.1 · TSPB Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları

TSPB Üyelerinin Meslek Kuralları: Faaliyet İlkeleri ve İlişki Alanları

KISACA

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37'nci maddesine dayanılarak kurulmuş, kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşudur; aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim şirketleri ile menkul kıymet, girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları bu Birliğe üyedir. Bu üyelerin sermaye piyasası faaliyetlerini yürütürken uymak zorunda oldukları davranış çerçevesine Birlik Meslek Kuralları diyoruz. Kuralların hukuki dayanağı Kanun'un 74'üncü maddesidir; metni Birlik Yönetim Kurulu hazırlar, Genel Kurul onaylar ve üyeler hem Statüye hem de Birlikçe alınan kararlara uymakla yükümlü olur. Üyeler, gerektiğinde değişiklik yapılması için Yönetim Kurulu'na her zaman öneride bulunabilir. Meslek Kuralları'nı iki katmanda düşünmek en sağlıklıdır. Birinci katman, tüm faaliyetleri kuşatan yedi genel ilkedir: dürüst ve adil davranma, bağımsızlık ve tarafsızlık, mesleki özen ve titizlik, saydamlık, kaynakları etkin kullanma, rekabet ve toplumsal yararı gözetme, bir de suç gelirlerinin aklanmasıyla mücadele. İkinci katman ise bu ilkelerin somutlaştığı ilişki alanlarıdır: müşterilerle, diğer üyelerle, çalışanlarla ve Birlik ile kamu kurumlarıyla ilişkiler. Müşteri tarafında müşteriyi tanıma, talimatlara uyma, sır saklama ve çıkar çatışmasını yönetme; diğer üyeler tarafında ise haksız rekabetten kaçınma öne çıkar. Kurallara aykırı davranan üyeye, fiilin ağırlığına göre uyarıdan sürekli çıkarmaya uzanan disiplin cezaları uygulanır.

Sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurumları tek tek düşünmeden önce, bunların bir araya geldiği çatıyı tanımak gerekir. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, kısa adıyla TSPB, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37'nci maddesine dayanılarak kurulmuş, kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşudur. Yani sıradan bir dernek ya da özel bir örgüt değildir; kanunla görev ve yetki verilmiş bir yapıdır. Peki kimler bu Birliğe üyedir? Yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmaya yetkili kılınan kuruluşlar ile sermaye piyasalarında faaliyet gösteren ve Kurul'ca uygun görülen kurumlar. Bugünkü uygulamada bu tablo; aracı kurumları, bankaları, portföy yönetim şirketlerini ve menkul kıymet, girişim sermayesi ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarını kapsar. Payları borsada işlem gören yatırım ortaklıkları da bu üyeler arasında yer alır.

Şimdi asıl konumuza, yani Birlik Meslek Kuralları'na gelelim. Bu kurallar, üyelerin birbirleriyle, müşterileriyle ve çalışanlarıyla olan iş ilişkilerinde uymaları için Birlikçe belirlenmiş davranış çerçevesidir. Hukuki dayanağı Kanun'un 74'üncü maddesidir; bu madde, üyelerin dayanışma içinde ve mesleğin gerektirdiği özen ve disiplinle çalışmasını sağlayacak meslek kurallarını oluşturmayı Birliğe görev olarak vermiştir. Kuralların nasıl yürürlüğe girdiği de önemlidir: metni Birlik Yönetim Kurulu hazırlar, ardından Genel Kurul onaylar ve böylece yürürlüğe girer. Üyeler hem Birlik Statüsü'ne hem de Birlikçe alınan kararlara uymakla yükümlüdür. Bu kurallar taş üzerine yazılmış da değildir; üyeler, gerektiğinde değişiklik yapılması için Yönetim Kurulu'na her zaman öneride bulunabilir.

Meslek Kuralları'nı anlamanın en pratik yolu, onu iki katmanlı düşünmektir. Birinci katman, tüm faaliyetleri kuşatan genel ilkelerdir; ikinci katman ise bu ilkelerin somutlaştığı ilişki alanlarıdır. Genel ilkeler yedi tanedir. Birincisi dürüst ve adil davranma ilkesidir; üye, müşteri çıkarını ve piyasanın bütünlüğünü gözeterek hareket eder ve güveni zedeleyecek davranışlardan özenle kaçınır. İkincisi bağımsızlık ve tarafsızlıktır; bu ilke, aynı koşuldaki her müşteriye eşit davranmayı ve bağımsızlığı gölgeleyecek teklif ile taleplerden uzak durmayı gerektirir. Üçüncüsü mesleki özen ve titizliktir, yani dikkatli ve basiretli çalışmak, teknik bilgiyi güncel tutmak ve mesleki gelişmeleri takip etmektir. Dördüncüsü saydamlıktır; ilgili tarafların ve kamu kurumlarının tam, doğru, hızlı ve eşit biçimde bilgilendirilmesidir. Beşincisi kaynakları etkin kullanma ilkesidir; üye, maddi, teknolojik ve beşeri kaynaklarını verimli biçimde kullanır. Altıncısı rekabet ve toplumsal yararı gözetmedir; haksız rekabete yol açmadan, ticari amaçların yanı sıra toplumsal fayda ve çevreye saygıyı da dikkate alarak çalışmaktır. Yedincisi ise çoğu zaman gözden kaçan, ama genel ilkeler arasında ayrı bir başlık olarak sayılan suç gelirlerinin aklanmasıyla mücadeledir; üye, şüpheli işlemleri belirlemek, ilgili kurum ve kuruluşlarla işbirliği yapmak ve çalışanlarına eğitim programları düzenlemek için gerekli önlemleri alır.

Bu genel ilkeler havada kalmaz; dört ilişki alanında somutlaşır. İlk ve en yoğun alan müşterilerle ilişkilerdir. Burada müşteriye tanıma kuralı başı çeker: üye, iş ilişkisi kurulmadan önce müşterinin kimlik bilgilerini alır, mali durumunu, yatırım amaçlarını, yatırım süresini, risk ve getiri tercihlerini öğrenir, standart testleri uygular ve bu bilgileri güncel tutar. Eğer edinilen bilgiler ışığında bir ürün ya da hizmet müşteriye uygun değilse veya müşteri bilgi vermekten kaçınırsa ya da eksik bilgi verirse, üye onu uyarmakla yükümlüdür. Müşteri talimatlarına uyma, doğru ve zamanında bilgi verme, müşteri menfaatlerini koruma, çıkar çatışmalarını yönetme ve sır saklama da bu alanın parçalarıdır. Özellikle çıkar çatışması hem üye ile müşteri arasında hem de iki müşteri arasında doğabilir; çatışma önlenemiyorsa üye öncelikle müşteri menfaatini gözetir ve durumu müşterisine bildirir, çatışma iki müşteri arasındaysa her ikisine adil ve tarafsız davranır. Sır saklama ise müşteriye ait bilgilerin, kanunen açıkça yetkili kılınan merciler dışında kimseye açıklanmaması ve kimsenin menfaatine kullanılmamasıdır. Reklam ve promosyon tarafında da 'en iyi', 'en güvenilir', 'en çok kazandıran' gibi abartılı ve öznel ifadeler ile getiri garantisi vaatleri kullanılamaz.

İkinci ilişki alanı diğer üyelerle olan ilişkilerdir ve buradaki ana eksen haksız rekabetin önlenmesidir. Üye, diğer üyelerin ticari itibarını zedeleyecek yanlış, yanıltıcı ve kötüleyici beyanlarda bulunmaz; piyasa bütünlüğünü bozacak biçimde kamuya açıklanmamış bilgiyle işlem yapmaz ve piyasa dolandırıcılığına yönelik eylemlere girmez. Personel politikaları da bu başlığın altındadır: üyeler, başka bir üyenin faaliyetini kesintiye uğratacak şekilde ekip halinde personel transferi yapmaz ve yeni işe aldıkları personelin, en son çalıştığı üyenin müşterileriyle irtibat kurmasını en az bir ay süreyle engelleyici önlemleri alır. Buradaki 'en az bir ay' süresini olduğu gibi aklınızda tutun.

Üçüncü alan çalışanlarla ilişkilerdir. Üye; çalışanlarının mesleki yeterliliğini, gerekli lisansa sahip olmasını ve mesleki özen göstermesini gözetir, iç kontrol sistemlerini kurar ve kariyer gelişimleri için imkân sunar. Çalışanların müşterilerle ilişkilerinde bazı net yasaklar vardır: birinci dereceden akrabalar dışında müşteriyle borç-alacak, kefalet veya müşterek hesap ilişkisine girmemek, teamüllerin üzerinde değerde hediye almamak, konumunu kişisel çıkar için kullanmamak ve portföy yönetimi dışında

müşteri adına vekâletle işlem yapmamak bunların başında gelir. Bu alanda da bir sayısal ayrıntı vardır: başka bir üyenin çalışanı bir üyede hesap açtırır, üye bunu öğrendiği tarihten itibaren en fazla bir hafta içinde, hesabın açıldığı zamanı da belirterek ilgili üyeye yazılı olarak bildirir. Dikkat edin, personel transferinde geçen süre 'en az bir ay', çalışan hesabının bildiriminde geçen süre ise 'en fazla bir hafta'dır; bu iki süreyi birbirine karıştırmayın.

Son iki alan daha kısadır ama tabloyu tamamlar. Üyeler, kendi kurumları için mevzuata ve Meslek Kuralları'na aykırı olmayan etik kurallar belirler, çalışanlarından bu kuralları okuyup anladıklarına ve bunlara uygun hizmet vereceklerine dair imzalı bir taahhütname alır; Birlik ise bu etik kuralların içermesi gereken asgari hükümleri saptar. Ayrıca üyeler, Birlik ve diğer kamu kurum ve kuruluşlarıyla ilişkilerinde dürüstlük ve saydamlık ilkeleri doğrultusunda hareket eder, denetim ve kontrol amacıyla istenen bilgi, belge ve kayıtları doğru, eksiksiz ve zamanında iletir.

Peki kurallara uyulmazsa ne olur? Birlikçe belirlenen ilke ve kurallara aykırı fiil ve işlemlerde bulunan üyeye, fiilin niteliğine ve önemine göre Statü'nün 24'üncü maddesinde sayılan disiplin cezaları uygulanır: uyarı, kınama, idari para cezası, Birlik üyeliğinden geçici çıkarma ve Birlik üyeliğinden sürekli çıkarma. Bu cezaların hafiften ağıra doğru sıralandığını akılda tutmak, konuyu kavramak için yeterlidir.

Son olarak çok kritik bir ayrımı netleştirelim. Bu derste anlattığımız Meslek Kuralları, TSPB üyesi kurumlara yöneliktir; yani kurumun bir üye olarak nasıl davranacağını düzenler. Buna karşılık sermaye piyasası çalışanlarının bireysel olarak uyacağı Etik İlkeler ve Davranış Kuralları ayrı bir düzenlemedir. Meslek Kuralları'nı 'kurumun kuralları', Etik İlkeleri ise 'çalışanın kuralları' olarak konumlandırırsanız, bu iki başlığı birbirine karıştırmazsınız.

1. DAR KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.3.2 · Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları

Sermaye Piyasasında Etik Çerçeve: Çalışanların Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları (SPEK)

KISACA

Sermaye piyasası çalışanlarının mesleklerini yürütürken uymaları beklenen ahlaki ve mesleki çerçeve, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından hazırlanan "Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları" ile belirlenir; bu metin kısaca SPEK olarak anılır. Düzenlemenin arkasındaki temel fikir, finansal piyasaların yalnızca etkinlik, ekonomiklik ve verimlilik üzerine kurulmasının yeterli olmadığı, bunlara dördüncü bir ilke olarak etiğin eklenmesi gerektiğidir. 2008 finansal krizi, herkesin sadece kendi çıkarını en yükseğe çıkarmaya çalışmasının uzun vadede piyasaya duyulan güveni nasıl zedelediğini gösterince, bu güveni koruyacak yazılı bir çerçeveye ihtiyaç doğmuştur.

SPEK iki katmandan oluşur. Etik ilkeler, çalışanın kişiliğini ve mesleki duruşunu hedef alan, daha soyut rehber ilkelerdir; davranış kuralları ise bu ilkeleri günlük iş ve işlemlere döken somut ve yönlendirici kurallardır. Bir başka deyişle etik ilkeler "nasıl bir çalışan olunmalı" sorusuna, davranış kuralları ise "karşılaşılan durumda nasıl davranılmalı" sorusuna yanıt verir.

Öğrenilmesi gereken çekirdek, Birliğin belirlediği altı etik ilke ile yedi başlık altında toplanan davranış kurallarıdır. İlkeler arasında dürüstlük, bağımsızlık, adillik, özen, sürekli gelişim, sır saklama ve etik düşünme yer alır. Davranış kuralları ise mesleki uzmanlıktan piyasanın dürüst işleyişini korumaya, müşterilere ve işverene karşı görevlerden çıkar çatışmasının yönetimine kadar uzanır. Bütün bu çerçevenin ortak amacı, çalışanın müşteri çıkarını kendi ve işverenin çıkarının önünde tutarak piyasaya duyulan güveni ayakta tutmasıdır.

Sermaye piyasasında çalışan bir kişi, günün sonunda başka insanların parasıyla, tasarruflarıyla ve geleceğe dönük kararlarıyla ilgilenir. İşte tam da bu yüzden bu meslekte teknik bilgi kadar, hatta çoğu zaman ondan daha fazla, güven belirleyicidir. Bu konunun çıkış noktası da budur: sermaye piyasası çalışanının mesleğini yürütürken nasıl davranması gerektiğini yazılı ve bağlayıcı bir çerçeveye kavuşturmak. Bu çerçeveyi Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği hazırlamıştır; tam adı "Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları" olan bu metin, hem sınavda hem de günlük kullanımda kısaca SPEK olarak anılır.

Şimdi, bu düzenlemenin neden gerekli olduğunu anlamak, onu ezberlemekten çok daha kalıcı bir öğrenme sağlar. Uzun yıllar boyunca finansal piyasaların tek işlevi, kaynakların etkin, ekonomik ve verimli bir biçimde dağıtılması olarak görüldü; herkesin kendi çıkarını en yükseğe çıkarmaya çalışmasının, tam rekabet ortamında piyasayı hiçbir müdahaleye gerek kalmadan en iyi sonuca ulaştıracığı varsayıldı. Ne var ki 2008 finansal krizi bu varsayımın eksik olduğunu bütün dünyaya gösterdi. Verilmemesi gereken kredilerin verildiği, bu kredilerin sorgulanmadan menkul kıymetleştirilip pazarlandığı bir ortamda, herkesin yalnızca kendi kazancının peşinden koşması etkinliği sağlamak bir yana, krizi tetikleyen ve etkilerini büyüten bir unsura dönüştü. Buradan çıkan ders şuydu: piyasanın etkinlik, ekonomiklik ve verimlilik hedeflerinin yanına, dördüncü bir ilke olarak etiği, yani finans dilinde anıldığı biçimiyle "dördüncü E"yi eklemek gerekiyordu. SPEK işte bu boşluğu doldurmak; karmaşık

etik durumlarla karşılaşan çalışanın yöneticilerine, kendisine bağlı kişilere, müşterilerine ve tüm piyasaya karşı sorumluluklarını netleştirmek için hazırlandı.

Konuyu öğrenirken kavramanız gereken ilk ayırım, etik ilkeler ile davranış kuralları arasındaki farktır; çünkü bu iki kavramı birbirine karıştırmadan öğrenmek, konunun geri kalanını çok daha anlaşılır kılar. Etik ilkeler daha soyuttur; çalışanın kişiliğini, mesleki duruşunu ve gelişimini hedef alan, "nasıl bir çalışan olunmalı" sorusuna yanıt veren rehber ilkelerdir. Davranış kuralları ise bu ilkelerin üzerine kurulur ve onları somutlaştırır; iş ve işlemler yapılırken karşılaşılan durumlarda basiretli bir kişinin nasıl davranması gerektiğini adım adım gösterir. Kısacası etik ilkeleri bir pusula, davranış kurallarını ise o pusulaya göre çizilmiş ayrıntılı bir yol haritası gibi düşünebilirsiniz.

Bu ayrımı oturtuktan sonra çekirdek bilgiye geçebiliriz. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği altı etik ilke belirlemiştir. Birincisi, çoğu zaman temel ilke olarak anılan ve diğerlerini de kapsayan çatı ilkedir; buna göre çalışandan, kamuoyu, müşteri, işveren, çalışma arkadaşları ve piyasanın öbür katılımcılarıyla kurduğu her ilişkide bağımsızlığını koruması, dürüst ve adil olması, işini yetkin ve özenle yürütmesi, kararlarını güncel bilgiye dayandırması, saygılı ve etik davranması beklenir. İkincisi bağımsızlık, dürüstlük ve adilliktir; buradaki asıl vurgu, çalışanın piyasanın onurunu ve müşterisinin çıkarını kendi kişisel çıkarının üzerinde tutması ve hiçbir müşteri ayırımı yapmadan herkese eşit davranmasıdır. Üçüncüsü özen ve titizliktir; dikkatli ve basiretli bir kişinin aynı koşullar altında göstereceği özeni göstermek anlamına gelir. Dördüncüsü sürekli gelişimdir; piyasa durmadan değiştiği için çalışanın bilgisini ve becerilerini güncel tutması beklenir. Beşincisi sır saklamadır; çalışan, kurumu ve müşterileri hakkında öğrendiği sırları açıklamaz ve bunları ne kendisinin ne de üçüncü kişilerin çıkarına kullanır. Altıncısı ise etik düşünmedir; çalışan karşılaştığı olaylarda mevzuatı ve kurumsal değerleri göz önünde bulundurarak kendi özgür iradesine dayalı, bağımsız bir kanaat oluşturur ve çevresindekileri de mesleğin saygınlığını korumaya teşvik eder.

Etik ilkeler zemini kurunca, üzerine yedi başlıkta toplanan davranış kuralları oturur. İlk kural mesleki uzmanlıktır; çalışanın, sunduğu faaliyeti tam ve yetkin biçimde gerçekleştirebilecek düzeyde ilgili mevzuatı bilmesi, kendini güncel tutması ve bu düzenlemelere uyması beklenir. Burada kritik bir ayrıntı vardır: iki düzenleme birbiriyle çeliştiğinde çalışan her zaman daha katı olan düzenlemeye uyar. Bir ihlal fark ettiğinde önce ilgilileri uyarır; buna rağmen iş ve işlem sürdürülüyorsa bu faaliyetle ilişkisini keser ve gerektiğinde Sermaye Piyasası Kuruluna, Mali Suçları Araştırma Kuruluna ya da Türkiye Sermaye Piyasaları Birliğine bildirimde bulunur.

İkinci kural, piyasaların dürüst işleyişini sağlamaktır ve burada birbirine benzeyen üç kavramı iyi ayırmak gerekir. İçsel bilgilerin kullanımı, henüz kamuya açıklanmamış ve sermaye piyasası araçlarının değerini ya da yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek bir bilgiyle işlem yapmaktır; bu davranış hem bir suçtur hem de davranış kuralının ihlalidir. Burada gözden kaçırılmaması gereken bir incelik var: bu kural bakımından belirleyici olan, bilginin fiyatı gerçekten etkileyip etkilemediği değil, etkileyebilecek nitelikte olup olmadığıdır. Yani bilgiyle işlem yapıldıktan sonra fiyat hiç değişmese bile, o bilginin kullanılması kuralı ihlal etmeye yeter. Piyasa dolandırıcılığı da bir suçtur ve çalışan böyle bir işlemi fark ettiğinde Sermaye Piyasası Kuruluna bildirim yapmakla yükümlüdür. Piyasa bozucu eylemler ise suç

boyutuna ulaşmayan, ama piyasanın güven, açıklık ve istikrar içindeki işleyişini bozan davranışlardır; borsa ekranına sürekli bir lotluk emirler girip yatırımcılarda sanki yoğun bir alım satım varmış izlenimi yaratmak bunun tipik örneğidir. Bu tür eylemler adli değil idari suç sayılır ve idari para cezasıyla karşılanır. Bu üç kavramı, yani suç niteliğindeki içsel bilgi kullanımı ile piyasa dolandırıcılığını ve idari suç niteliğindeki piyasa bozucu eylemleri birbirinden ayırmak, bu kuralın özüdür.

Üçüncü kural müşterilere karşı görevlerdir; buradaki temel ölçüt sadakat, sağduyu ve özendir. Çalışan, müşterinin çıkarını hem kendi çıkarının hem de işverenin çıkarının üstünde tutar; bir işlemin gerçekten müşterinin menfaatine olup olmadığını anlamanın yolu ise, aynı işlemi çalışanın kendi nam ve hesabına yaparken göstereceği dikkat ve özeni göstermiş olup olmadığıdır. Bu başlık müşteriye tanıma ve sınıflandırmayı, adil davranmayı, uygunluğu ve performans sunumunu da kapsar. Dördüncü kural işverene karşı görevlerdir; çalışan işini bizzat ve özenle yapar, mevzuata aykırı olmadığı sürece işverenin menfaatini sadakatle korur ve menfaat ilişkilerini bildirir. Beşinci kural, sermaye piyasası faaliyetlerinin özenli ve basiretli biçimde sunulmasıdır. Altıncı kural çıkar çatışmasıdır; çıkar çatışmalarının hiç doğmaması mümkün olmadığından çalışandan beklenen, bunları mümkünse önlemesi, önlemesi mümkün değilse müşteriye ve işverene açık, anlaşılır ve fark edilebilir biçimde bildirmesidir. Yedinci ve son kural mesleğe karşı sorumluluklardır; çalışan, sermaye piyasalarının güven ve itibar üzerine kurulu olduğunun bilinciyle, bu güvene gölge düşürebilecek her türlü davranıştan kaçınır.

Bütün bu çerçeveyi tek bir cümlede toparlarsak, SPEK aslında bir güven mimarisidir; çalışandan, karşısına çıkan her durumda müşterinin ve piyasanın çıkarını kendi çıkarının önüne koymasını ister. Bu konuyu gerçekten kavradığınızdan emin olmak için aklınızda net tutmanız gereken birkaç ayrım vardır. Önce etik ilke ile davranış kuralını birbirinden ayırın; biri soyut duruşu, diğeri somut davranışı tanımlar. Sonra altı etik ilke ile yedi davranış kuralının sayısını ve içeriğini karıştırmayın. Ardından suç niteliğindeki eylemlerle idari suç niteliğindeki piyasa bozucu eylemleri ayrı tutun. Son olarak, iki düzenleme çeliştiğinde her zaman daha katı olanın uygulanacağını hatırlayın. Bu dört ayrımı sağlam biçimde oturttuğunuzda, konunun size sorabileceği hemen her soruyu güvenle yanıtlayabilecek duruma gelirsiniz.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

2.1 • Paylar ve Pay Benzeri Menkul Kıymetler (Kavramsal Çerçeve ve Pay Tebliği VII-128.1)

Paylar ve Pay Benzeri Menkul Kıymetler: Kavramsal Çerçeve ve VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği

KISACA

Pay, bir anonim ortaklığın sermayesinin belirli bir nominal değere göre bölünmüş en küçük parçasıdır ve sahibine ortaklığın malvarlığı üzerinde, payı oranında söz ve mülkiyet hakkı verir; bu yönüyle anonim şirketler hukukunun tam merkezinde durur. Sermaye piyasası açısından önemli olan nokta, payın bir sermaye piyasası aracı, daha dar anlamda bir menkul kıymet sayılmasıdır. Kanun payı tanımlamaz; bu tanım Kurulun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nden gelir ve payı, ortaklığın sermayesini temsil edip sahibine ortaklık hakkı veren bir menkul kıymet olarak niteler. Payı borçlanma araçlarından ayıran iki temel özellik vardır: payın bir vadesi ve sabit bir getirisi yoktur; getirisini ise kâr payı, tasfiyeden kalana katılım ve payın piyasada değer kazanması belirler. Buna karşılık pay sahibi, ortaklığın tasfiyesinde ödeme sırasının en sonunda yer alır ve sorumluluğu ödediği pay bedeliyle sınırlıdır. Paylar; nama ve hamiline, adi ve imtiyazlı, bedelli ve bedelsiz, primli ve primsiz gibi farklı ölçütlere göre sınıflandırılır ve sahiplerine mali, idari ve dava hakları ile başta sermaye koyma borcu olmak üzere çeşitli yükümlülükler getirir. Pay benzeri menkul kıymetler ise sermayede yer alması şart olmayan, sabit getiri vaadi taşımayan ve pay sahipliği haklarının yalnızca bir bölümünü sunan araçlardır; katılma intifa senetleri bunun tipik örneğidir. Bütün bu çerçeveyi düzenleyen metin, 2013 yılında yürürlüğe giren VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'dir.

Bir anonim ortaklığın sermayesi tek ve bölünmez bir bütün değildir; belirli bir nominal, yani itibari değere göre eşit parçalara ayrılmıştır ve bu en küçük parçaların her birine pay adını veriyoruz. Pay, anonim şirketler hukukunun tam merkezinde durur, çünkü bir ortaklıkta hangi hakların kime ait olduğu ve hangi yükümlülüğün kime düştüğü doğrudan sahip olunan pay üzerinden belirlenir. Payı elinde bulunduran kişi, ihraç eden ortaklığın malvarlığı üzerinde bir mülkiyet hakkı kazanır ve ortaklığın kararlarında sahip olduğu pay oranında söz sahibi olur. Bunun bir de yasal alt sınırı vardır; Türk Ticaret Kanunu'nun 476'ncı maddesine göre bir payın itibari değeri bir kuruşun altında olamaz, bu değer ancak birer kuruşluk artışlarla yükseltilebilir. Uygulamada, payları borsada işlem gören ortaklıklarda bir payın nominal değeri çoğunlukla bir Türk Lirası olarak karşımıza çıkar. Ayrıca pay, ortaklık karşısında bölünmez sayılır; bir paya birden çok kişi birlikte sahipse, ortaklığa yönelik haklarını tek tek değil ancak ortak belirleyecekleri bir temsilci eliyle kullanabilirler.

Şimdi asıl sermaye piyasası boyutuna geçelim. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Avrupa Birliği düzenlemelerine uyum amacıyla sermaye piyasası aracı başlığında geniş bir üst kavram oluşturmuştur; menkul kıymetler, türev araçlar ve diğer sermaye piyasası araçları hep bu şemsiyenin altında toplanır. Kanun menkul kıymetleri sayarken para, çek, poliçe ve bonoyu kapsam dışında bırakır; buna karşılık payları, pay benzeri diğer kıymetlerle birlikte doğrudan menkul kıymet kabul eder. Burada dikkat çekici bir ayrıntı vardır: Kanun'un kendisi pay kelimesini tanımlamaz. Payın tanımı Kurulun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nden gelir; Tebliğ payı, sahibine ortaklık hakkı veren ve ortaklığın sermayesini temsil eden bir menkul kıymet olarak ifade eder.

Payı bir borçlanma aracından ayıran iki temel özelliği aklınızda tutmanız çok önemli. Birincisi, payın bir vadesi yoktur; ortaklık kural olarak uzun ya da süresiz bir faaliyet için kurulduğundan, pay belirli bir tarihte geri ödenecek bir borç gibi düşünülemez. İkincisi, payın sabit bir getirisi de yoktur. Pay sahibinin sağlayacağı getiri üç kaynaktan doğar: dağıtılan kâr payı, ortaklık tasfiye edildiğinde kalan tutara katılım ve payın piyasada değer kazanmasından elde edilen değer artış kazancı. Bu getirilerin hiçbir garanti değildir; ortaklık zarar ederse kâr payı hiç dağıtılmayabilir, hatta payın değeri gerileyerek yatırımcı zarara bile uğrayabilir. Bu belirsizliğin bir diğer yüzü ödeme sırasında görülür: ortaklık iflas eder ya da tasfiyeye giderse önce, borçlanma aracı sahipleri de dâhil olmak üzere, tüm alacaklıların borçları karşılanır; ancak bundan sonra bir artık kalırsa o, pay sahipleri arasında payları oranında bölüştürülür. Yani pay sahibi, ödeme sıralamasının en sonunda yer alır. Buna karşılık pay sahibinin sorumluluğu da ödediği pay bedeliyle sınırlıdır; tasfiye tamamlandığında hâlâ kapatılmamış borç kalmış olsa bile pay sahibinden ek bir ödeme istenemez. Bu noktada bir ayrımı gözden kaçırmamak gerekir: her anonim ortaklığın payı kendiliğinden sermaye piyasası aracı sayılmaz. Yalnızca payları borsada işlem gören ortaklıkların payları ile Kanun uyarınca halka açık kabul edilen ortaklıkların payları bu niteliği taşır.

Payların nasıl sınıflandırıldığına gelince, konuyu birkaç farklı ölçüt üzerinden düşünmek işi kolaylaştırır. El değiştirme, yani tedavül açısından paylar nama yazılı ya da hamiline yazılı olabilir; nama yazılı paylar kural olarak serbestçe devredilirken, bedeli tamamen ödenmemiş paylar için hamiline yazılı senet çıkarılamaz. Sağladıkları hak bakımından paylar adi ve imtiyazlı diye ikiye ayrılır; adi paylar sahiplerine eşit hak verir, imtiyazlı paylar ise kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ya da oy hakkı gibi konularda üstünlük tanır. Özellikle oyda imtiyazı hatırlamakta yarar var: bu imtiyaz, itibari değerleri eşit olan paylara farklı sayıda oy hakkı bağlanması yoluyla ortaya çıkar ve istisnai durumlar dışında bir paya en fazla on beş oy hakkı tanınabilir; üstelik oyda imtiyaz, esas sözleşme değişikliği, ibra ve sorumluluk davası açılması kararlarında işletilemez. İhraç biçimine bakıldığında paylar bedelli ya da bedelsiz olabilir; bedelsiz paylar ortaklığın iç kaynaklardan yaptığı sermaye artırımında ortaklara karşılıksız verilir, bedelli paylar ise nakit sermaye artırımıyla, yeni fon karşılığında çıkarılır. İhraç fiyatı yönünden paylar primsiz, yani nominal değeriyle, ya da primli, yani nominal değerinin üzerinde bir bedelle ihraç edilebilir. Son bir ölçüt de payın itibari değer taşıyıp taşıyamamasıdır; kural, payın bir itibari değerinin bulunmasıdır, ne var ki değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının paylarının itibari değeri yoktur. Bu ortaklıklarda sermaye her zaman net aktif değere eşittir; net aktif değer ise varlıkların toplamından borçların toplamının çıkarılmasıyla bulunur.

Pay sahibinin hakları da tek bir türden ibaret değildir; bunları üç öbekte düşünmek yerinde olur. Kâr payı ya da yeni pay alma hakkı gibi doğrudan parasal karşılığı olanlar mali haklardır; genel kurula katılma, oy kullanma ve bilgi alma gibi ortaklığın yönetimine dönük olanlar idari haklardır; iptal davası ya da özel denetim isteme gibi hukuki koruma sağlayanlar ise dava haklarıdır. Bu hakların bir bölümünü her pay sahibi tek başına kullanabilirken, bir bölümü belirli bir eşiği aşmayı gerektirir. Halka açık anonim ortaklıklarda yüzde beş, halka kapalı anonim ortaklıklarda ise yüzde on oranında paya sahip olanlar azınlık pay sahibi kabul edilir ve genel kurulu toplantıya çağırma ya da özel denetçi atanmasını isteme gibi ek yetkilere kavuşur. Hakların karşısında yükümlülükler de yer alır; bunların başında, taahhüt edilen

sermayeyi ortaklığa ödemeyi ifade eden sermaye koyma borcu gelir; buna sadakat borcu ve sır saklama borcu gibi yükümlülükler eklenir.

Pay benzeri menkul kıymetler ise başlı başına ayrı bir kategoridir ve payla karıştırılmamalıdır. Bu kavram aslında Avrupa Birliği müktesebatından alınmış, Kanun'un menkul kıymet tanımında payla birlikte anılarak mevzuatımıza girmiştir. Pay Tebliği bu araçları şu unsurlarla tanımlar: sermayede temsil edilmeleri zorunlu değildir, sabit bir getiri taahhüdü barındırmazlar, pay sahipliği haklarının tümünü değil yalnızca birini ya da bir kısmını verirler ve bu niteliği taşıdıkları Kurulca belirlenir. En bilinen örneği katılma intifa senetleridir; bunlar nakit karşılığında satılmak üzere ihraç edilir ve sahibine yalnızca üç tür hak sunar: dağıtılan net kârdan pay alma, tasfiye sonunda geriye kalan tutara katılma ve halka açık olmayan bir ortaklıkta yeni çıkarılacak payları alma hakkı. Kurul ayrıca, Tebliğ'de tek tek sayılmasa bile niteliği bakımından pay benzeri saydığı menkul kıymetlere Pay Tebliği hükümlerini kıyasen uygulayabilir.

Bütün bu çerçeveyi düzenleyen temel metin, Kurulun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'dir. Tebliğ, numarasını da aldığı 128'inci madde başta olmak üzere Sermaye Piyasası Kanunu'nun çeşitli maddelerine dayanılarak hazırlanmış ve 22 Haziran 2013 tarihli Resmî Gazete'de yürürlüğe girmiş, izleyen yıllarda birkaç kez değişikliğe uğramıştır. Tebliğ'de geçen parasal tutarların her yıl yeniden değerlendirme katsayısı dikkate alınarak güncellenmesi esastır ve güncel tutarlar Kurul Bülteni aracılığıyla ilan edilir. Kavramsal çerçeveyi bu düzenlemeyle birlikte okuduğunuzda, payın hem bir anonim ortaklık hukuku kavramı hem de bir yatırım aracı olarak nasıl konumlandığını bütünüyle görmüş olursunuz.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

2.2 · Borçlanma Araçları (Kavramsal Çerçeve, Borçlanma Araçları Tebliği VII-128.8 ve Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği II-31/A.1)**Borçlanma Araçları: Kavramsal Çerçeve, VII-128.8 Tebliği ve BASK (II-31/A.1)****KISACA**

Borçlanma araçları, bir ihraççının borçlu sıfatıyla ihraç ettiği ve yatırımcısına ortaklık değil alacak hakkı veren menkul kıymetlerdir. Yani yatırımcı şirkete ortak olmaz; ona belirli bir vade ve getiri karşılığında borç verir, alacaklı konumundadır. Bu aracı doğru yerine oturtabilmek için kavramsal çerçeveyi bilmek gerekir. En geniş kavram kıymetli evraktır; onun yatırım amacıyla kullanılan türü menkul kıymettir; menkul kıymetler ise türev araçlar ve yatırım sözleşmeleriyle birlikte sermaye piyasası araçlarını oluşturur. Borçlanma aracı bu yapıda alacak hakkı veren bir menkul kıymet, dolayısıyla bir sermaye piyasası aracıdır.

İhraç tarafını düzenleyen temel metin VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'dir. Bu Tebliğ; tahvil, paya dönüştürülebilir tahvil, değiştirilebilir tahvil, finansman bonusu ve kıymetli maden bonusu gibi araçların ihraç ve satış esaslarını belirler. Kritik nokta, bir borçlanma aracının halka arz edilip edilmemesine bakılmaksızın Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında olmasıdır. İhraç limiti gibi eşikler de buradadır: halka açık ortaklıklarda özkaynağın beş katı, halka açık olmayanlarda üç katı. İkinci temel metin II-31/A.1 sayılı Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu (BASK) Tebliği'dir. BASK, yatırımcıların tek tek değil toplu bir irade olarak hareket edebilmesini sağlayan bir mekanizmadır; faiz, vade ve anapara gibi asli hüküm ve şartlarda yatırım kararını etkileyecek bir değişiklik yapılacaksa önce Tertip BASK kararı alınması gerekir.

Borçlanma araçlarını en yalın haliyle şöyle düşünebiliriz. Bir şirket ya da başka bir ihraççı nakde ihtiyaç duyduğunda, ortaklık yapısını değiştirmeden, yani yeni ortak almadan finansman sağlamak ister. İşte bunun için borçlu sıfatıyla bir menkul kıymet çıkarır ve bunu satın alan yatırımcıya belirli bir vade sonunda anaparasını, çoğu zaman da faiz ya da benzeri bir getiriyi geri ödemeyi taahhüt eder. Dolayısıyla borçlanma aracını alan yatırımcı şirkete ortak olmaz; ona borç veren, yani alacaklı konumundadır. Bu tek cümlelik ayırım konunun geri kalanının anahtarıdır: pay yatırımcıya ortaklık hakkı verirken, borçlanma aracı alacak hakkı verir.

Bu aracın hukuki kimliğini anlamak için önce üç kavramın nasıl iç içe geçtiğini görmek gerekir. En geniş çerçeve kıymetli evraktır. Türk Ticaret Kanunu'na göre kıymetli evrak, içerdiği hak senetten ayrı olarak ileri sürülemeyen ve devredilemeyen bir senettir; yani hak ile kâğıt birbirine sıkı sıkıya bağlıdır. Kıymetli evrak, içerdiği hakkın niteliğine göre üçe ayrılır: alacak hakkı verenler, ortaklık hakkı verenler ve aynı hak verenler. Şimdi bunların içinden yatırım amacı taşıyanları ayırırsak menkul kıymete ulaşırız. Sermaye Piyasası Kanunu menkul kıymeti tek bir tanımla değil, örnekleyerek açıklar ve iki gruba ayırır: bir yanda paylar ve pay benzeri kıymetler, diğer yanda borçlanma araçları. Buradan çıkan sonuç önemlidir. Her menkul kıymet aynı zamanda bir kıymetli evraktır, ama her kıymetli evrak menkul kıymet değildir; örneğin çek, poliçe ve bono birer kıymetli evraktır fakat yatırım aracı olmadıkları için menkul kıymet sayılmazlar.

Üçüncü ve en üst kavram sermaye piyasası aracıdır. Bu kavram menkul kıymetleri, türev araçları ve yatırım sözleşmelerini birlikte kapsar. Burada dikkat edilmesi gereken ince bir nokta var. Menkul kıymetler kural olarak kaydileştirildiği, yani bir senede bağlanmadığı için, sermaye piyasası aracı olan menkul kıymet şeklen artık bir kıymetli evrak değildir; sadece mahiyetine uygun düştüğü ölçüde kıymetli evrak hükümlerine tabidir. Özetle borçlanma aracı, alacak hakkı veren bir menkul kıymet ve dolayısıyla bir sermaye piyasası aracıdır; kavramsal çerçevede tam olarak buraya oturur.

Peki her borçlanma aracı ihracı Kanun kapsamında mıdır? Burada paylarla arasındaki fark belirleyicidir. Sermaye Piyasası Kanunu, halka açık olmayan ortaklıkların halka arz edilmeyen pay ihraçlarını kapsam dışında bırakmıştır; ama borçlanma araçları için böyle bir istisna getirmemiştir. Bunun pratik sonucu şudur: bir borçlanma aracı ister yurt içinde halka arz edilerek, ister halka arz edilmeksizin, ister yurt dışında satılsın, satış yönteminden ve ülkeden bağımsız olarak Kanun kapsamındadır. Yalnızca izahname hazırlama yükümlülüğü halka arz edilen ya da borsada işlem görecektir araçlara özgüdür; halka arz edilmeyen ihraçlar da Kanuna tabidir ama izahname yerine ihraç belgesiyle yürür.

İhraç sürecinin ayrıntılarını düzenleyen metin ise VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'dir. Bu Tebliğ aslında 2013 yılında II-31.1 numarasıyla yürürlüğe girmiş, sonradan yalnızca numarası VII-128.8 olarak değiştirilmiştir; bu değişiklik Tebliğin Kanun'un 128'inci maddesindeki yetkiye dayanmasından kaynaklanır, içeriğinin bütünüyle yenilendiği anlamına gelmez. Tebliğ borçlanma araçlarını tahvil, paya dönüştürülebilir tahvil, değiştirilebilir tahvil, finansman bonusu ve kıymetli maden bonusu olarak sayar ve bunların ihraç ile satış esaslarını belirler. Örneğin tahvil, vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma aracı olarak tanımlanır.

Tebliğin genel esaslarında akılda tutulması gereken birkaç kural vardır. İhraç için kural olarak genel kurul kararı gerekir; ancak esas sözleşmeyle bu yetki yönetim kuruluna devredilebilir ya da genel kurul en çok on beş ay için yönetim kuruluna bırakabilir. Yetkili organ kararında yalnızca 'borçlanma aracı' denip tür belirtilmemişse, başvurunun sadece tahvil ve finansman bonusu ihracı için yapıldığı kabul edilir; paya dönüştürülebilir ya da değiştirilebilir tahvil çıkarılacaksa bunun kararda açıkça yazması gerekir. İhraç limiti de burada belirlenir: halka açık ortaklıklarda ihraç limiti özkaynağın beş katını, halka açık olmayan ortaklıklarda ise üç katını geçemez. Süre kuralları da nettir; yetkili organ kararının alındığı tarihten itibaren en geç bir yıl içinde Kurula başvurulması, izahname geçerliken her tertibin satışı için de planlanan satış tarihinden en az beş iş günü önce başvurulması gerekir. Yurt içinde ihraç edilen borçlanma araçlarının MKK nezdinde kayden ihracı zorunludur. Satış tarafında ise araç ya halka arz edilerek, ya nitelikli yatırımcıya satış yoluyla, ya da birim nominal değeri en az yüz bin Türk Lirası olmak kaydıyla tahsisli satışla yatırımcıya ulaşır.

Son olarak II-31/A.1 sayılı Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği gelir; kısaca BASK Tebliği. Bu düzenlemenin mantığı şudur: bir tahvile yatırım yapmış binlerce kişi tek tek ihraççıyla pazarlık edemez. BASK, bu dağınık yatırımcıların toplu bir irade olarak karar alabilmesini sağlar. Bir borçlanma aracının faiz, vade ve anapara gibi asli hüküm ve şartlarında, yatırımcının yatırım kararını etkileyecek bir değişiklik yapılacaksa, önce ilgili tertibin sahiplerinden oluşan Tertip BASK'ın kararı gerekir. Tertip BASK kararı, izahnamede daha ağır bir nisap öngörülmedikçe, o tertibin tedavüldeki toplam nominal

bedelinin üçte iki çoğunluğunun olumlu oyuyla alınır ve toplantı tarihinden itibaren en geç üç iş günü içinde ihraççının yönetim kurulunca onaylanmadıkça geçerli olmaz. Onaylanan bir karar, olumlu oy vermeyen ya da toplantıya hiç katılmayan aynı tertip sahiplerini de bağlar. Burada bir güvence mekanizması vardır: kararın haklarını olumsuz etkilediğini düşünen ve diğer tertiplerin nominal değerinin yüzde yirmisine sahip olan yatırımcılar, onaydan itibaren en geç beş iş günü içinde Genel BASK'ın toplanmasını isteyebilir. Genel BASK on beş iş günü içinde toplanır ve görüştüğü kararı yine üçte iki çoğunlukla reddederse Tertip BASK kararı yürürlüğe girmez. Ayrıca ihraççının ya da onun ilişkili taraflarının elinde bulunan borçlanma araçları BASK'ta oy hakkı vermez ve nisap hesabında dikkate alınmaz; bu da ihraççının kendi kararını kendi lehine onaylatmasının önüne geçer. Tertip BASK ile Genel BASK'ı birbirine karıştırmamak gerekir: birincisi tek bir tertibin sahiplerini, ikincisi ise etkilenen tüm tertiplerin sahiplerini bir araya getiren üst denetim halkasıdır.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

2.3 · Yatırım Fonu Katılma Payları (Kavramsal Çerçeve ve Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1)

Yatırım Fonu Katılma Payları: Kolektif Yatırımın Mantığı ve III-52.1 Sayılı Tebliğ Çerçevesi

KISACA

Bir bireysel yatırımcının tasarruflarını değerlendirmek için önünde birçok yol vardır; doğrudan pay ya da borçlanma aracı almaktan bireysel portföy yönetim hizmetine kadar uzanan bu seçeneklerin çoğu ya belirli bir uzmanlık ya da belirli bir portföy büyüklüğü gerektirir. Kolektif yatırım işte bu ihtiyaçtan doğar: çok sayıda küçük tutarlı tasarruf bir araya getirilir, önceden belirlenmiş kurallara göre profesyonelce yönetilir ve böylece riskin dağıtılması, ölçek ekonomisiyle maliyetlerin düşmesi ve profesyonel yönetim gibi avantajlar tek tek yatırımcıya da ulaşır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun kolektif yatırım kuruluşu olarak tanımladığı iki hukuki formdan biri yatırım fonudur; diğeri olan yatırım ortaklığından temel farkı, ayrı bir tüzel kişiliğinin bulunmamasıdır. Yatırım fonu, tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan varlıklarla, onların hesabına, inançlı mülkiyet esasına göre bir portföy işletmek üzere portföy yönetim şirketince iç tüzük ile kurulan, tüzel kişiliği olmayan bir mal varlığıdır. Yatırımcı fona katılma payı olarak ortak olur; bu pay, kişinin portföye kaç payla katıldığını gösterir ama ona fon yönetimine karışma gibi idari bir hak vermez. Bütün bu yapının kuralları, Kanuna dayanılarak çıkarılan III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde toplanmıştır. Bu özette aklında tutman gereken çekirdek fikir şudur: katılma payı, itibari değeri olmayan, kayden izlenen ve fiyatı fonun toplam değerinin pay sayısına bölünmesiyle günlük olarak belirlenen bir sermaye piyasası aracıdır; fonun mal varlığı ise kurucunun ve saklayıcının mal varlığından tamamen ayrıdır.

Yatırım fonları konusunu gerçekten kavramak için işe en baştan, yani bireysel bir yatırımcının karşısındaki seçeneklerden başlamak gerekir. Elinde bir miktar tasarruf olan kişi bunu doğrudan borsada işlem gören şirketlerin paylarını alarak, bir ihraççının borçlanma aracını satın alarak, türev araçlara yönelerek ya da bir yatırım kuruluşundan portföy yönetim hizmeti alarak değerlendirebilir. Ama bu yolların hepsinin bir bedeli vardır: kimi ciddi bir uzmanlık ister, kimi başlangıçta yatırılan anaparadan fazlasını kaybettirebilecek kadar risklidir, kimi ise ancak belirli bir büyüklüğün üzerindeki portföyler için anlamlı hâle gelir. İşte kolektif yatırım tam da bu tabloya bir cevap olarak ortaya çıkar. Kolektif yatırımı en yalın hâliyle, çok sayıda bireysel yatırımcının küçük tutarlı tasarruflarının bir araya getirilip önceden belirlenmiş kurallara göre ortak bir portföy olarak yönetilmesi diye tanımlayabiliriz. Bunun başlıca dört faydası vardır: küçük tutarlar birleşip belirli bir büyüklüğe ulaştığı için portföy profesyonel kişilerce yönetilebilir, ölçek ekonomisi devreye girdiği için maliyetler düşer, büyüyen portföyün taşıdığı risk uygun biçimde dağıtılıp yönetilebilir ve bir strateji çerçevesinde yönetilen portföyden ödünç verme gibi ek kazanç imkânları doğar.

Sermaye Piyasası Kanunu, bu kolektif yatırım fikrini iki hukuki forma bağlar: yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları. İkisi de ekonomik olarak aynı amaca hizmet eder, ancak çalışma biçimleri farklıdır. Yatırım ortaklığı ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik üzerinden kurulurken, yatırım fonunun tüzel kişiliği yoktur; fon, portföy yönetim şirketinin kurucu sıfatıyla taraf olduğu bir ilişki çerçevesinde hayat bulur. Bu ayrımı

akılda tutmak önemlidir, çünkü konunun geri kalan bütün kuralları fonun bu tüzel kişiliği olmayan mal varlığı niteliğinden türer.

Peki yatırım fonu tam olarak nedir? Kanunun 52'nci maddesindeki tanımı adım adım okumak, konuyu kavramanın en sağlam yoludur. Yatırım fonu; tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan bir portföyü işletmek amacıyla, portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir mal varlığıdır. Bu tanımın her bir parçası fonun bir özelliğini anlatır: parayı toplayan mekanizma katılma payıdır, mülkiyet ilişkisinin niteliği inançlı mülkiyettir, kurucu ancak bir portföy yönetim şirketi olabilir ve fonu var eden belge iç tüzüktür. Fonun tüzel kişiliği olmadığı için, anonim ortaklıklardaki esas sözleşmenin yerini burada iç tüzük alır; fonun kuruluşu, yönetimi, portföy sınırlamaları ve tasfiyesi gibi konular bu iç tüzükte düzenlenir.

Şimdi asıl kavrama, yani katılma payına gelelim. Yatırımcı fona katılma payı olarak ortak olur ve bu pay, kişinin fon portföyüne kaç adet payla katıldığını gösterir. Katılma payı çoğu zaman şirketlerin ortaklık paylarına benzetilir, çünkü ikisinde de bir portföye ya da bir mal varlığına ortak olunur. Ama burada mutlaka fark edilmesi gereken bir ayrım vardır: ortaklık pay sahibinin şirket yönetimine katılma gibi idari hakları varken, katılma payı sahibinin fon yönetimine katılma gibi bir idari hakkı yoktur. Yani katılma payını yönetime söz hakkı veren bir hisse gibi düşünmek yanlış olur; o, portföyün getirisinden pay alma hakkı veren, ama yönetimi profesyonellere bırakan bir araçtır.

Yatırım fonlarına hâkim olan temel ilkeler de aslında bu mantığın uzantısıdır. Riskin dağıtılması ilkesi sayesinde fon, çok sayıda kişiden topladığı parayı birçok farklı araca yatırarak tek bir fiyat düşüşünden en az etkilenecek şekilde konumlanır. Profesyonel yönetim ilkesi, piyasayı sürekli takip edecek uzmanlığın bireyden fona devredilmesini anlatır. İnançlı mülkiyet ilkesi, tasarruf sahiplerinin fonla ilgili işlemleri yapma yetkisini iç tüzük yoluyla kurucuya devretmesi demektir. En kritik ilke ise mal varlığının korunmasıdır: fonun mal varlığı, portföy yönetim şirketinin ve portföy saklayıcının mal varlığından ayrıdır. Bu ayrılığın pratik sonucu çok güçlüdür; fon mal varlığı, sınırlı birkaç istisna dışında teminat gösterilemez ve rehnedilemez, kurucunun ya da saklayıcının yönetimi kamuya devredilse dahi başka bir amaçla kullanılamaz, kamu alacaklarının tahsili amacıyla bile haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dâhil edilemez. Yani yatırımcının parası, kurucunun kendi ticari kaderinden hukuken yalıtılmıştır.

Bütün bu esasların yazılı olduğu yer, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 52 ve 54'üncü maddelerine dayanılarak hazırlanan III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'dir. Tebliğ; yatırım fonlarının kuruluşunu, faaliyet ilke ve kurallarını, katılma paylarını ve bunların ihracını, bir de kamunun aydınlatılmasını düzenler. Burada baştan netleştirmemiz gereken bir nokta var: borsa yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonları kendi ayrı tebliğleriyle düzenlendiğinden, III-52.1'in kapsamı dışındadır. Tebliğ'in getirdiği yapı birkaç yenilik taşır; artık yatırım fonlarının kurucusu ve yöneticisi münhasıran portföy yönetim şirketleridir, tek bir iç tüzük altında farklı fonları barındıran şemsiye fon yapısına geçilmiştir, azami fon tutarı uygulaması kaldırılarak açık uçlu fon yapısı benimsenmiştir ve ilk kez faizsiz araçları tercih eden yatırımcılar için katılım fonu tanımlanmıştır.

Şemsiye fon yapısını biraz açmak faydalı olur, çünkü bugün fonlar bu çatı altında kurulur. Şemsiye fon, katılma payları tek bir iç tüzük kapsamında ihraç edilen bütün fonları kapsayan bir yatırım fonudur; ona bağlı her bir fon için ise ayrı bir izahname ve ayrı bir yatırımcı bilgi formu düzenlenir. Bu yapının altın kuralı, her bir fonun tüm varlık ve yükümlülüklerinin birbirinden ayrı olmasıdır; yani aynı şemsiye altındaki bir fonun durumu diğerine bulaşmaz.

Katılma payının hukuki niteliği ve fiyatlanma biçimi de üzerinde durulması gereken bir ayrıntıdır. Katılma payı, yatırımcının haklarını taşıyan, fona katılımını gösteren ve kayden izlenen bir sermaye piyasası aracıdır; dikkat edilmesi gereken şey, katılma payının itibari değerinin bulunmamasıdır. Onun değeri sabit bir nominal tutar değil, günlük olarak hesaplanan birim pay değeridir. Birim pay değeri, fonun toplam değerinin katılma payı sayısına bölünmesiyle bulunur ve alım satım esas olan fiyat da budur. Kural olarak bu değer her gün hesaplanıp ilan edilir. Alım satımda işleyen mantık ise ileri fiyatlandırma olarak bilinir: para piyasası fonları ile kısa vadeli borçlanma araçları fonları dışındaki fonlarda, verilen alım satım emri, emrin verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak fiyat üzerinden gerçekleştirilir; yani yatırımcı emrini verirken hangi fiyattan işleyeceğini kesin olarak bilmez. Para piyasası ve kısa vadeli borçlanma araçları fonlarında ise emirler en son ilan edilen birim pay fiyatı üzerinden karşılanır. Katılma payının alımı birim pay değerinin nakden ödenmesiyle, satımı ise payların fona iade edilerek paraya çevrilmesiyle gerçekleşir.

Son olarak ihraç ve bilgilendirme tarafına kısaca değinelim, çünkü katılma payı ancak bu süreçten geçtikten sonra yatırımcıya ulaşır. Katılma paylarının halka arz edilmesi ya da belirli kişilere tahsisli veya nitelikli yatırımcılara satılması zorunludur ve her fonun katılma payı ihracı için izahname ile yatırımcı bilgi formu düzenlenip Kurul'a başvurulur. Bir şemsiye fona bağlı ilk fonun katılma payı ihracı başvurusunun, iç tüzüğün tescilinden itibaren en geç üç ay içinde yapılması gerekir; makul gerekçe varsa bu süre yalnızca bir kez ve üç ay daha uzatılabilir. Onaylanan izahname ve yatırımcı bilgi formu, izin yazısının tebellüğünü izleyen on iş günü içinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ve kurucunun resmi sitesinde yayımlanır. Yatırımcı bilgi formu ise fonun yapısını, stratejisini ve risklerini yatırımcının anlayabileceği sadelikte özetleyen, azami iki sayfalık bir belgedir. Bütün bu adımların ortak amacı tektir: yatırımcının katılma payını bilinçli biçimde almasını sağlamak. Konuyu bir bütün olarak hatırlarken şu zinciri aklında tut: kolektif yatırım fikri yatırım fonunu doğurur, fonun temel aracı katılma payıdır, payın değeri fonun toplam değerinden günlük olarak türetilir ve bütün bu ilişkinin çerçevesini III-52.1 sayılı Tebliğ ile mal varlığının ayrılığı ilkesi çizer.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

2.4 · Türev Araçlar

Türev Araçlar: Forward, Futures, Opsiyon ve Swap Sözleşmeleri

KISACA

Türev araçlar, değerini kendi başına değil, bağlı oldukları bir dayanak varlıktan alan finansal sözleşmelerdir. Bir türev aracın getirisi ve fiyatı; bir payın, dövizin, faiz oranının, bir emtianın ya da bir endeksin fiyat hareketine bağlıdır ve araç adını da buradan, başka bir varlıktan türetilmiş olmasından alır. Bu sözleşmeler bugün kurulur, fakat tarafların yükümlülükleri gelecekteki bir vadede yerine gelir; dayanak varlığın bugünkü piyasa fiyatına ise spot fiyat denir.

Konunun çekirdeği dört temel türev araç türüdür. Forward, yani vadeli satım sözleşmesi, tarafların kendi aralarında serbestçe pazarlıkla kurdukları anlaşmadır. Futures, yani vadeli işlem sözleşmesi, aynı mantığı taşır ama bir borsada standart koşullarla işlem görür. Opsiyon sözleşmesi bir tarafa alma veya satma hakkı verirken diğerine yükümlülük yükler. Swap ise iki tarafın belirli ödemeleri karşılıklı olarak değiştirmesidir. Buna bağlı ikinci ayırım, araçların işlem gördüğü yer üzerinedir: futures ve opsiyon teşkilatlanmış borsalarda, forward ve swap ise çoğunlukla tezgâhüstü piyasada işlem görür. Borsada takas merkezi karşı taraf riskini üstlenirken tezgâhüstünde bu güvence bulunmaz.

Son olarak türev araçların üç kullanım amacını birbirinden ayırmak gerekir: mevcut bir pozisyonun riskini dengelemek için yapılan riskten korunma, yalnızca fiyat beklentisinden kazanç ummayı hedefleyen spekülasyon ve fiyat farklarından risksiz kâr elde etmeye çalışan arbitraj. Bu üç amacı ayıran asıl ölçüt, işlemi yapanın türev araç dışında korunması gereken gerçek bir pozisyonunun olup olmadığıdır.

Türev araçları anlamamanın en kolay yolu, adının ne söylediğine bakmaktır. Bir türev araç, değerini kendi içinde taşımaz; değerini başka bir varlıktan türetir. Bu yüzden bir türev aracın getirisi ve fiyatı, bağlı olduğu dayanak varlığın performansına göre şekillenir. Dayanak varlık bir pay senedi, döviz, faiz oranı, kıymetli maden, bir emtia, bir endeks ya da bir gösterge olabilir; hatta bir bölgeye düşen kar miktarı gibi ölçülebilen neredeyse her değişken üzerine türev araç kurulabilir. Dayanak varlığın o anki piyasa fiyatına spot fiyat denir ve türev araçlarla ilgili hemen hemen bütün mantık, bugünden belirlenen bir fiyat ile vade geldiğinde oluşacak spot fiyat arasındaki farka dayanır. Nitekim türev araç dediğimiz şey aslında bir sözleşmedir: bugün kurulur, ama tarafların yükümlülükleri gelecekteki bir vadede yerine gelir.

Bu genel çerçeveden sonra bilinmesi gereken en temel şey, dört ana türev araç türünün bulunmasıdır: forward, futures, opsiyon ve swap. İlk ikisi birbirine çok benzediği için, aralarındaki farkı en baştan netleştirmek konuyu kavramanın anahtarıdır. Forward, yani vadeli satım sözleşmesi, iki tarafın kendi aralarında serbestçe pazarlık ederek kurduğu bir anlaşmadır. Dayanak varlığı gelecekte satın alacak olan taraf uzun, satacak olan taraf ise kısa pozisyonudadır. Fiyat, miktar, teslim yeri ve zamanı gibi bütün unsurlar tarafların anlaşmasına bırakılmıştır; ortada bir borsa ya da takas merkezi olmadığı için de her iki taraf, karşısındakinin yükümlülüğünü yerine getirememesi, yani temerrüt riskini üstlenir. Forward sözleşmeleri dayanak varlığına göre paya dayalı, tahvil veya faiz oranına dayalı, döviz dayalı ve

emtiya dayalı olarak çeşitlenir; faiz oranı üzerine yapılan forward ise ileri tarihli faiz oranı anlaşması, kısaca FRA olarak adlandırılır.

Futures, yani vadeli işlem sözleşmesi, temelde aynı mantığı taşır ama kritik bir farkla: bu sözleşme standarttır ve bir borsada işlem görür. Sözleşmenin büyüklüğü, vadesi ve teslim koşulları taraflarca değil, işlem gördüğü borsa tarafından önceden belirlenmiştir; dolayısıyla taraflara kalan tek pazarlık konusu genellikle fiyattır. Burada devreye takas merkezi girer; alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı konumuna geçerek her iki tarafın yükümlülüğünü güvence altına alır. İşte bu yüzden futures işleminde kredi riski neredeyse yokken, forward işleminde vardır. Takas merkezinin bu güvenceyi verebilmesi için bir teminat düzeni işletilir. Sözleşme kurulurken, sözleşme tutarının belirli bir oranı, genel olarak yüzde onu, başlangıç teminatı olarak yatırılır. Bu teminat her gün piyasa fiyatlarıyla yeniden değerlendirilir; buna piyasa fiyatları ile değerlendirme ya da günlük ödeme denir. Değerleme sonucunda teminat, önceden tanımlanmış sürdürme teminatı seviyesinin altına düşerse, tarafa teminat tamamlama çağrısı yapılır. Dikkat edilmesi gereken ince nokta şudur: bu çağrıda teminatın sürdürme seviyesine değil, başlangıç teminatı seviyesine çıkarılması istenir ve bunun için eklenmesi gereken tutara değişim teminatı adı verilir. Teminat zamanında tamamlanmazsa takas merkezi pozisyonu ters işlemle kapatır.

Üçüncü tür olan opsiyon sözleşmesi, diğerlerinden çok önemli bir noktada ayrılır: burada taraflardan biri hak, diğeri yükümlülük sahibidir. Opsiyon alıcısı, satıcıya bir opsiyon primi öder ve karşılığında dayanak varlığı belirli bir fiyattan satın alma ya da satma hakkını elde eder. Satın alma hakkı veren opsiyona alım opsiyonu, yani call; satma hakkı veren opsiyona ise satım opsiyonu, yani put denir. Alıcının pozisyonu uzun, satıcınınkı kısadır ve önceden belirlenen alım veya satım fiyatına kullanım fiyatı denir. Buradaki en önemli asimetri, hakkın yalnızca alıcıya ait olmasıdır; alıcı hakkını kullanmak zorunda değildir, ama kullansa da kullanmasa da ödediği prim kendisine geri verilmez. Bir alım opsiyonunun sahibi, dayanak varlığın fiyatı yükseldikçe kazanır ve bu kazanç teorik olarak sınırsızdır; fiyat düşerse yalnızca ödediği primi kaybeder. Opsiyonu satan taraf içinse tam tersi geçerlidir, kazancı aldığı primle sınırlıyken zarar potansiyeli büyüktür. Satım opsiyonu ise fiyatın düşeceği beklentisiyle alınır. Opsiyonlar, kullanım fiyatının spot fiyata göre durumuna bakılarak da sınıflandırılır: bir alım opsiyonu, kullanım fiyatı spot fiyatın altındaysa kârda, üstündeyse zararda, eşitse başabaş kabul edilir; satım opsiyonunda bu ilişki tam tersine döner. Ayrıca hakkın ne zaman kullanılabileceğine göre opsiyonlar Amerikan ve Avrupa tipi olarak ikiye ayrılır: Amerikan tipinde hak vade sonuna kadar her an, Avrupa tipinde ise yalnızca vade gününde kullanılabilir.

Dördüncü tür olan swap ise iki tarafın belirli ödemeleri, önceden anlaştıkları koşullarla ve belirli bir süre boyunca karşılıklı olarak değiştirmesidir. En çok kullanılan iki türü faiz oranı swapı ve döviz swapıdır. Faiz oranı swapında, tutarı belli ama fiilen ortada olmayan varsayımsal bir anapara üzerinden hesaplanan faizler el değiştirir; örneğin bir taraf sabit faiz öderken diğérinin değişken faizini üstlenir. Döviz swapında ise taraflar iki farklı para birimini sözleşmenin başında değiştirir, vade sonunda ise geri alır. Swapın temelinde, farklı tarafların farklı piyasalarda farklı maliyetlerle borçlanabilmesi ve bu farkı birbirlerinin yararına kullanması yatar; bu yönüyle swap, dış ticaretteki karşılaştırmalı üstünlük fikrinin finans piyasalarına taşınmış hâli gibi düşünülebilir. Swaplar borsada değil, tezgâhüstü piyasada işlem görür ve büyük ölçüde 1985 yılında kurulan ISDA adlı kuruluşun geliştirdiği çerçeve sözleşme

kullanılarak yapılır; bu çerçevede, tarafların hak ve borçlarının netleştirilmesini ve teminatlandırılmasını önceden düzene bağlar.

Bu dört aracı bir arada tutan ikinci büyük ayırım, işlem gördükleri yerdir. Futures ve opsiyon sözleşmeleri teşkilatlanmış, yani organize borsalarda standart koşullarla işlem gören türevlerdir; forward ve swap ise çoğunlukla tezgâhüstü piyasada, tarafların ihtiyacına göre serbestçe kurulur. Organize piyasada takas merkezi, teminat sistemi ve şeffaf fiyatlandırma vardır; tezgâhüstünde ise bu güvence mekanizmaları kural olarak bulunmadığından temerrüt riski taraflarda kalır. Türev araçların ne için kullanıldığına gelince, üç temel amaç vardır ve bunları ayırt etmek çok önemlidir. Birincisi riskten korunmadır: elinde gerçek bir pozisyonu olan bir kişi, bu pozisyonun fiyat riskini dengelemek için türev araç kullanır ve buradaki kazanç ya da kayıp tek başına değil, korunan asıl işlemle birlikte değerlendirilir. İkincisi spekülasyondur: burada kişinin korunması gereken bir pozisyonu yoktur, yalnızca fiyat beklentisinden kazanç ummaktadır ve çoğu zaman korunmak isteyen tarafın karşısına geçerek piyasaya likidite sağlar. Üçüncüsü arbitrajdır: bir türev aracın piyasada yanlış fiyatlanmasıyla yararlanarak, iki veya daha fazla piyasada aynı anda işlem yaparak risksiz kâr elde etme çabasıdır. Genel olarak türev araçların, sağlıklı fiyat oluşumuna katkı yapmak ve risk yönetimine imkân vermek gibi temel faydaları kabul edilir.

Son olarak konunun Türkiye ayağına bakalım. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda türev araçlar, menkul kıymetlerden sonra sermaye piyasası araçlarının ikinci ana kolu olarak sayılmıştır. Menkul kıymetlerin bir ihraççısı varken türev araçların bir ihraççısı yoktur; çünkü bir türev aracın değeri, onu çıkaran bir kurumun faaliyetine değil, dayanak varlığın fiyatına bağlıdır. Türkiye'de bu araçlar Borsa İstanbul bünyesindeki Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda, kısaca VİOP'ta işlem görür. VİOP 21 Aralık 2012 tarihinde açılmış ve opsiyon sözleşmeleri ilk kez bu piyasada işleme başlamıştır. 3 Mart 2014 tarihinden itibaren ise Takasbank, alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı konumuna geçerek merkezi karşı taraf rolünü üstlenmiş ve böylece piyasadaki karşı taraf riski asgariye indirilmiştir.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

2.5 · Kamu Borçlanma Araçları

Kamu Borçlanma Araçları ve Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS)

KISACA

Bir devlet, artan kamu harcamalarını karşılamak için üç temel kaynağa yönelebilir: vergi toplamak, para basmak yani emisyon yapmak ya da borçlanmak. Vergi en sağlam kaynaktır, emisyon ise enflasyon riski taşıdığı için her zaman başvurulacak bir yol değildir; bu yüzden bütçe açığının finansmanında borçlanma büyük önem taşır. Devletin borçlanmasında kullandığı başlıca araçlar kamu borçlanma araçlarıdır ve bunların merkezinde Devlet İç Borçlanma Senetleri, kısa adıyla DİBS bulunur. DİBS, Hazine'nin yurt içinde ihraç ettiği Devlet Tahvili ile Hazine Bonosu'nun ortak adıdır. Aradaki ayrım vadeye dayanır: ihraç edildiği tarih itibarıyla bir yıl ve daha uzun vadeli senetler Devlet Tahvili, bir yıldan kısa vadeli olanlar ise Hazine Bonosu olarak adlandırılır. Bu araçların temel hukuki dayanağı 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'dur ve iç ile dış borçlanmaya gitme yetkisi Hazine'ye aittir. Senetler kupon durumuna, faiz tipine, para cinsine ve vadelerine göre farklı biçimlerde sınıflandırılır; kuponsuz senetler iskontolu satılırken kuponlu senetler dönemsel faiz öder. Hazine bu senetleri ihale, TAP, doğrudan satış ve halka arz yöntemleriyle ihraç eder ve süreçte piyasa yapıcı bankalar önemli rol oynar. Bu konuyu kavramak, sabit getirili menkul kıymetlerin ve tüm borçlanma piyasasının mantığını anlamanın da anahtarıdır.

Kamu maliyesinin en temel gerçeklerinden biri, devletin gelirlerinin çoğu zaman giderlerini karşılamaya yetmemesidir. Modern devlet anlayışıyla birlikte devlete düşen mali, ekonomik ve sosyal görevler arttıkça kamu harcamaları da sürekli büyümüş, buna karşılık vergi gelirleri aynı hızda artırlanamamıştır. İşte bu açığı kapatmak için devletin önünde üç temel seçenek durur. Birincisi vergilerdir, ki en sağlam ve sürekli kaynak budur. İkincisi emisyon, yani para basmaktır; ancak bu yöntem özellikle enflasyonla mücadele eden ülkelerde çok riskli olduğu için her zaman tercih edilemez. Üçüncü seçenek ise borçlanmadır. Devlet borçlandığında bunu genellikle bütçe açığının finansmanı için yapar; fakat alınan borç için ödenen faizin kendisi de zaman içinde bütçeden çıkan yeni bir gider kalemine dönüşür. Dolayısıyla borçlanma ile bütçe politikaları birbirini karşılıklı etkiler ve borç yükünün aşırı artması yatırımcıların risk algısını bozarak büyümeyi ve istihdamı olumsuz etkileyebilir.

Devletin borçlanmasını anlamak için önce birkaç temel ayrımı oturtmak gerekir. Bunların ilki iç borç ile dış borç ayrımıdır. Buradaki belirleyici ölçüt borcun verildiği kişinin uyruğu değil, yerleşikliğidir; yani alacaklının ekonomik menfaat merkezinin nerede olduğudur. Kamu finansmanı yurt içi kaynaklardan sağlanıyorsa iç borçlanmadan, yurt dışı kaynaklardan sağlanıyorsa dış borçlanmadan söz edilir. İç borçlarda ülke içinden toplanan kaynak yine ülke içine aktarıldığı için milli gelir üzerinde doğrudan bir daralma yaratmaz; oysa dış borcun geri ödenmesi kaynağın yurt dışına çıkması anlamına gelir. Türkiye'de bu araçların ve borçlanmanın çerçevesini 2002 yılında yürürlüğe giren 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun çizer; iç ve dış borçlanmaya gitme konusunda yetkili kurum Hazine'dir.

İkinci temel ayırım vadeye dayanır ve burada dikkat edilmesi gereken bir incelik vardır. Bir borcun vadesi ya orijinal vadesine, yani sözleşmenin yapıldığı tarihten ödeneceği son tarihe kadar geçen süreye göre, ya da bugünden itibaren ödemeye kalan süreye göre ölçülebilir. Bu yüzden bir borca kısa vadeli derken hangi ölçütün kullanıldığına dikkat etmek gerekir. Genel kabul olarak kısa vade bir yıldan az süreyi anlatır. Önemli bir ayrıntı olarak, 4749 sayılı Kanun'da bir yıl 364 gün olarak kabul edilirken sermaye piyasası mevzuatında bu süre 365 gün olarak uygulanır. Kabaca söylemek gerekirse kısa vadeli borçlar para piyasalarından, uzun vadeli borçlar ise sermaye piyasalarından elde edilir ve normal koşullarda uzun vadeli borcun faizi kısa vadeliye göre daha yüksektir; çünkü uzun süre parasından vazgeçen yatırımcı bu fedakârlığı için ek getiri bekler.

Şimdi konunun kalbine, yani Devlet İç Borçlanma Senetleri'ne gelelim. DİBS, Hazine'nin yurt içinde ihraç ettiği Devlet Tahvili ile Hazine Bonosu'nun ortak adıdır. İkisini birbirinden ayıran tek ölçüt vadedir: ihraç edildikleri tarih itibarıyla bir yıl ve daha uzun vadeli olanlar Devlet Tahvili, bir yıldan kısa vadeli olanlar ise Hazine Bonosu'dur. Bu iki senedi karıştırmamak için akılda tutulması gereken şey, tahvilin uzun, bononun ise kısa vadeli olduğudur. Hazine Bonoları aynı zamanda para piyasasının en önemli araçlarından biridir ve bunlara uygulanan faiz oranları para piyasası faizleri için önemli bir göstergedir. Bu senetlerin en dar kapsamlı dayanağı merkezi yönetim borcudur; merkezi yönetim ise genel bütçe kapsamındaki idareler, özel bütçeli idareler ve düzenleyici denetleyici kurumlardan oluşur.

Borçlanma senetleri çeşitli açılardan sınıflandırılır ve bu ayrımları tanımak, hangi senedin hangi özelliği taşıdığını anlamak için gereklidir. İlk ayırım kupon durumuna göredir. Kuponlu senetler, elde tutuldukları süre boyunca yatırımcıya belirli dönemlerde faiz, yani kupon ödemesi yapar; örneğin yüz lira nominal değerli, yıllık yüzde on iki sabit kuponlu bir tahvil her yıl sonunda on iki lira kupon öder ve vade sonunda anaparayı da geri verir. Kuponsuz senetler ise iskontolu satılır; burada getiri, senedin nominal değeri ile satın alındığı iskontolu değer arasındaki farktır. Örneğin yüz lira nominal değerli, on iki ay vadeli bir Hazine Bonosu doksan liraya alındığında yatırımcının vade sonundaki faiz geliri on lira, getiri oranı ise on bölü doksandan yaklaşık yüzde on bir olur.

Diğer sınıflandırmalara da bakalım. Senet tipine göre borçlanma senetleri temelde Devlet Tahvili, Hazine Bonosu ve kira sertifikası olarak üçe ayrılır; kira sertifikaları varlık kiralama şirketleri, özellikle de Hazine Varlık Kiralama Anonim Şirketi tarafından ihraç edilir. Para cinsine göre senetler Türk Lirası cinsinden, döviz cinsinden veya dövizle endeksli olarak ihraç edilebilir; ayrıca altına dayalı getiri sağlayan Altın Tahvili de bu kapsamdadır. Döviz cinsi ile dövizle endeksli senetler arasındaki ayrımı iyi kavramak gerekir: döviz cinsi senetlerde ödemeler doğrudan dövizle yapılırken, dövizle endeksli senetlerde ödemeler belirlenen kur üzerinden hesaplanan Türk Lirası ile yapılır. Faiz tipine göre ise senetler sabit faizli, değişken faizli ve enflasyona endeksli olabilir; enflasyona endeksli tahviller yatırımcıya enflasyonun üzerinde bir reel getiri güvencesi verdiği için anaparanın satın alma gücünü de korur. Bir başka ayırım Hazine'ye nakit girişi sağlayıp sağlamamalarına göredir; Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu nakit girişi sağlarken, özel tertip DİBS'ler nakit girişi sağlamaz. Son olarak ihraç edildiği ülkeye göre senetler yurt içinde veya yurt dışında ihraç edilenler olarak ayrılır; Hazine'nin uluslararası piyasalarda ihraç ettiği tahviller, ihraç edildikleri piyasaya göre Eurobond, Samurai Bond ya da Yankee Bond gibi adlar alır.

Borçlanma senetlerinin bir başka işlevi de piyasa hakkında bilgi vermeleridir; bu işlev getiri eğrisi kavramında somutlaşır. Getiri eğrisi, kamu borçlanma araçlarının faiz oranları ile vadeleri arasındaki ilişkiyi gösteren eğridir. Normal getiri eğrisi soldan sağa yukarı doğru eğimlidir, çünkü yatırımcılar vade uzadıkça artan belirsizlik ve faiz oranı riski için daha fazla getiri talep eder. Getiri eğrisinin aşağı yönlü olması, yani ters getiri eğrisi, yatırımcıların ileride faizlerin düşeceğini beklediği durumlarda görülür ve çoğu zaman ekonomik yavaşlamanın öncü göstergesi olarak yorumlanır. Düz getiri eğrisi ise farklı vadelerdeki getiri beklentilerinin birbirine yaklaştığı, genellikle normal eğri ile ters eğri arasında bir geçiş dönemini anlatır.

Bu araçların nasıl ihraç edildiği de bilinmesi gereken bir konudur. DİBS'lerin dört ihraç yöntemi vardır: ihale, TAP, doğrudan satış ve halka arz. İhale yönteminde teklifler Merkez Bankası'na iletilir ve ihale iki şekilde sonuçlandırılabilir; çoklu fiyat yönteminde her kazanan kendi teklif ettiği fiyattan senet alırken, tek fiyat yönteminde bütün kazananlar Hazine'nin belirlediği ortak bir fiyattan alır ve böylece getirileri eşitlenir. TAP yönteminde Hazine, satılacak senetleri Merkez Bankası'na depolar ve yatırımcılar diledikleri zaman satın alır. Doğrudan satışta ise senedin kime ve ne kadar satılacağı baştan bellidir. Bu sistemin işleyişinde piyasa yapıcı bankalar merkezi bir rol üstlenir; piyasa yapıcı, önceden belirlenen kriterlere göre seçilmiş, birincil piyasada ihalelere katılarak alım yapma ve ikincil piyasada likidite sağlama yükümlülüğü taşıyan bankadır. Buna karşılık ihalelere teminatsız katılabilmek gibi bazı ayrıcalıklara sahiptir. Nihayet, 4749 sayılı Kanun bu senetlere önemli bir vergi avantajı da tanır: Hazine'nin ihraç ettiği DİBS'lerden doğan faiz ve anapara ödemeleri ile bunlara bağlı işlemler, belirli vergi kanunları saklı kalmak kaydıyla her türlü vergi, resim, harç ve fondan istisna tutulur; bu avantaj da söz konusu araçların yatırımcı açısından çekiciliğini artıran unsurlardan biridir.

3. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

3.1 • Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ III-37.1

Yatırım Hizmetleri Tebliği (III-37.1): Yatırım Kuruluşlarının Faaliyet Çerçevesi

KISACA

III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri Tebliği, bir yatırım kuruluşunun sermaye piyasasında hangi işleri hangi izinle ve hangi kurallarla yapabileceğini belirleyen temel çerçeve düzenlemedir. Tebliğin bütün mantığı, 6362 sayılı Kanun'un yaptığı ayırmadan doğar: bir yanda yatırım hizmet ve faaliyetleri, diğer yanda yan hizmetler. Yatırım hizmet ve faaliyetlerinin her biri için Kuruldan önceden izin alınması zorunludur; yan hizmetler ise izne değil bildirim tabidir ve bildirim takip eden 20 iş günü içinde Kurulca aksi yönde görüş bildirilmezse yürütülmeye başlanabilir.

Tebliğ ayrıca aracı kurumları taşıdıkları riske göre dar, kısmi ve geniş yetkili olmak üzere üçe ayırır ve her gruba farklı bir asgari özsermaye tutarı bağlar. Alım satım aracılık ise emir iletimine aracılık, işlem aracılığı ve portföy aracılığı olarak üç türe ayrılır; bu türleri birbirinden ayıran şey, kuruluşun emri yalnızca iletmesi, ileterek gerçekleştirmesi ya da karşı taraf olarak kendi portföyünden karşılamasıdır. Bunların yanında bireysel portföy yöneticiliği ile yatırım danışmanlığı, her ikisinden önce yerindelik testi yapılmasını gerektiren müşteriye özel hizmetlerdir; halka arza aracılık yüklenimli ve en iyi gayret biçiminde, saklama hizmeti ise sınırlı ve genel saklama biçiminde ikiye ayrılır. Bu ayrımları kavramak, konunun tamamını anlamanın anahtarıdır.

III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, günlük dilde kısaca Yatırım Hizmetleri Tebliği olarak anılır ve bir yatırım kuruluşunun sermaye piyasasında hangi işleri yapabileceğini, bunları hangi izinle ve hangi kurallara uyarak yürüteceğini belirleyen temel çerçeve düzenlemedir. Bu tebliğ, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun çizdiği ana hatları ayrıntılandırır. Kanun, sermaye piyasası faaliyetlerini bir yanda yatırım hizmet ve faaliyetleri, diğer yanda bunlara ek olarak sunulan yan hizmetler şeklinde ikiye ayırmıştır; tebliğin bütün mantığı da bu ikili ayrım üzerine kuruludur. Dolayısıyla bu konuyu öğrenirken zihninizde önce şu soruyu netleştirmeniz gerekir: elimizdeki faaliyet bir yatırım hizmeti midir, yoksa bir yan hizmet midir? Çünkü verilecek her cevap bu ayırmadan türer.

Yatırım hizmet ve faaliyetleri, tebliğin dördüncü maddesinde tek tek sayılmıştır. Bunların başlıcaları; emirlerin alınıp iletilmesi, emirlerin müşteri adına ve hesabına ya da kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, bireysel portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı, halka arza yüklenimde bulunularak veya bulunmaksızın aracılık edilmesi, çok taraflı alım satım sistemlerinin işletilmesi ve sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanmasıdır. Bu faaliyetlerin her biri düzenli bir uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak yürütülecekse Kuruldan izin alınması zorunludur. Buradaki tek dikkate değer istisna şudur: yatırım kuruluşunun, müşterilerine bir hizmet sunma amacı olmaksızın yalnızca kendi portföyü için sermaye piyasası araçlarında işlem yapması Kurulun iznine tabi değildir.

Yan hizmetler ise farklı bir mantıkla düzenlenmiştir. Bunlar ayrı bir yetki belgesine ve izne tabi olmayıp, yatırım kuruluşunun yetkili olduğu esas faaliyetlere bağlı olarak sunulur. Ancak kuruluşun sunmayı

planladığı yan hizmetleri Kurula bildirmesi gerekir. Bu noktada aklınızda tutmanız gereken süre şudur: Kurula yapılan bildirimi takip eden 20 iş günü içinde Kurulca aksi yönde görüş bildirilmezse, bildirilen yan hizmete başlanabilir; Kurul olumsuz görüş bildirirse başlanamaz. İzin ile bildirim arasındaki bu fark, tebliğin çatısını kuran ve en başta sağlam oturtmanız gereken ayrımdır: yatırım hizmet ve faaliyeti için önden izin, yan hizmet için bildirim.

Tebliğin ikinci temel eksenini, aracı kurumların yetki genişliğine göre gruplandırılmasıdır. Aracı kurumlar; dar yetkili, kısmi yetkili ve geniş yetkili olmak üzere üçe ayrılır. Dar yetkili aracı kurum, emir iletimine aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerini yürütebilir. Kısmi yetkili aracı kurum bunlara ek olarak işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı, sınırlı saklama ve portföy yöneticiliği yapabilir. Geniş yetkili aracı kurum ise portföy aracılığı, genel saklama ve aracılık yüklenimini de üstlenebilir. Bu sınıflandırmanın temel ölçütü, verilen hizmetlerin kurumun mali yapısına etkisi ve taşıdığı risktir; bu yüzden yetki genişledikçe aranan asgari özsermaye de artar. Dar yetkili aracı kurumlar için 45.000.000 TL, kısmi yetkili aracı kurumlar için 190.000.000 TL ve geniş yetkili aracı kurumlar için 380.000.000 TL asgari özsermaye öngörülmüştür. Bu üç rakamı ve hangi yetki türüne karşılık geldiğini birlikte öğrenmeniz yerinde olur.

Alım satım aracılığın üç türünü ise özellikle dikkatle ayırmanız gerekir; bu üç türü birbirinden ayıran şey, yatırım kuruluşunun emir karşısında ne yaptığıdır. Emir iletimine aracılıkta yatırım kuruluşu müşteriden aldığı emri kendisi gerçekleştiremez; emri, gerçekleştirme yetkisi olan başka bir yatırım kuruluşuna iletmekle yetinir. Bu kuruluşların müşteri varlıklarını saklama yetkisi de yoktur, dolayısıyla müşterinin varlıklarının saklanması için saklamaya yetkili bir kuruluşla anlaşmaları gerekir. İşlem aracılığında ise yatırım kuruluşu emri gerçekleştirme, yani icra etme yetkisine sahiptir; emri ya borsaya ve teşkilatlanmış pazar yerlerine ya da kendi portföyünden karşılayabilecek bir portföy aracısına ileterek yerine getirir ve bu faaliyette bulunan kuruluşun müşteri varlıklarını saklama yetkisine sahip olması gerekir. Portföy aracılığında ise durum bir adım daha ileri gider: yatırım kuruluşu müşterinin emrini hiçbir yere iletmeyen, işlemin karşı tarafı olarak kendi portföyünden karşılar. İşte bu yüzden müşteri ile kuruluş arasındaki çıkar çatışması en çok portföy aracılığında ortaya çıkar; çıkar çatışması politikası ve emri en iyi koşullarda gerçekleştirme yükümlülüğü de bu türde özellikle öne çıkar. Bu üç türü, emri sadece ileten, ileterek gerçekleştiren ve karşı taraf olarak bizzat karşılayan biçiminde kademeli olarak düşünürseniz aralarındaki farkı kolayca hatırlarsınız.

Türev araç ve kaldıraçlı işlemlerde tebliğ ek koruma kuralları getirir. Kaldıraçlı işlemlerde kaldıraç oranı, pozisyonun ilk açıldığı sırada 10:1'i geçemez; başka bir deyişle yatırılan her 100 TL teminata karşılık alınabilecek pozisyon en fazla 1.000 TL ile sınırlı kalır. Bu işlemlerde aranan asgari başlangıç teminatı 50.000 TL veya muadili döviz tutarıdır. Ayrıca genel müşterilere, gerçek hesap açılmadan önce deneme hesabında asgari altı iş günü boyunca ve toplamda asgari elli adet işlem yaptırılması, bunun yanında işlemlerin riskli olduğuna ve teminatın tamamının kaybedilebileceğine dair yazılı beyan alınması zorunludur.

Bireysel portföy yöneticiliği ile yatırım danışmanlığı, müşteriye özel nitelikleri esas alan iki hizmettir. Bireysel portföy yöneticiliğinde yetkili kuruluş, müşterinin mali durumunu, risk tercihlerini, beklediği getiriyi ve yatırım süresini dikkate alarak portföyü vekil sıfatıyla bizzat yönetir. Yatırım danışmanlığında

ise kuruluş müşterinin portföyünü yönetmez; belli bir kişiye ya da mali durumu ve tercihleri benzer bir gruba yönelik olarak yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyede bulunur. Burada aklınızda tutmanız gereken bir sınır, ticari bankaların yatırım danışmanlığı yapamayacağıdır. Bu iki hizmetin ortak zorunluluğu ise yerindelik testidir. Yerindelik testi, hizmet sunulmadan önce müşterinin yatırım amaçlarının, mali durumunun ve bilgi ve tecrübesinin sunulacak hizmetle uyumlu olup olmadığını ölçer; müşteri gerekli bilgileri vermez ya da eksik veya güncel olmayan bilgi verirse bu hizmetler kendisine sunulamaz.

Halka arza aracılıkta ise iki ana ayrım vardır: aracılık yüklenimi ve en iyi gayret aracılığı. Aracılık yükleniminde kuruluş, satılamayan araçları satın alma taahhüdü altına girerek, yani yüklenimde bulunarak satışa aracılık eder; en iyi gayret aracılığında ise böyle bir taahhüt olmaksızın yalnızca satışa aracılık edilir. Aracılık yüklenimi kendi içinde bakiyeyi yüklenim, tümünü yüklenim, kısmen bakiyeyi yüklenim ve kısmen tümünü yüklenim olmak üzere dört alt türe ayrılır; ayrıca aracılık yüklenimi izni, en iyi gayret aracılığını da kapsar. Bu faaliyet, gerekli izni almak kaydıyla aracı kurumlar ile kalkınma ve yatırım bankaları tarafından yürütülebilir.

Saklama hizmeti de kendi içinde sınırlı saklama ve genel saklama olarak ikiye ayrılır. Sınırlı saklamada kuruluş yalnızca kendi yetkili olduğu faaliyetlere bağlı olarak kendi müşterilerinin varlıklarını saklar. Genel saklamada ise kuruluş, yürüttüğü faaliyetlerden bağımsız olarak başka yatırım kuruluşlarının müşterileri için de saklama hizmeti verebilir. Bu iki hizmet için ayrı ayrı izin alınması gerekir ve genel saklama izni sınırlı saklamayı kapsamaz. Emir iletimine aracılık yapanların saklama yetkisinin bulunmadığını da yine burada hatırlamanız faydalı olur.

Son olarak yan hizmetler; sermaye piyasalarıyla ilgili danışmanlık, kredi ya da ödünç verilmesi ve döviz hizmetleri, aracılık yüklenimiyle ilgili hizmetler, finansman sağlanmasına aracılık, servet yönetimi ve finansal planlama ile genel yatırım tavsiyesi ve finansal bilgi sunulması gibi başlıkları kapsar. Bunların hepsi izin değil bildirim mantığıyla yürür. Burada yatırım danışmanlığıyla karıştırmamanız gereken iki kavram vardır: genel yatırım tavsiyesi, belli bir kişinin ya da grubun kişisel özellikleri dikkate alınmaksızın hazırlanan, yönlendirici nitelikte araştırma ve bilgidir; finansal bilgi ise yönlendirici nitelikte dahi olmayan, tarafsız ve dürüst bilgidir. Bir yatırım kuruluşunun tüm müşterilerine gönderdiği makroekonomik rapor genel yatırım tavsiyesine örnektir, çünkü kişiye özel değildir.

Bütün bunları toparlarsak, bu tebliğ Yatırım Kuruluşları konusunun iskeletini kurar: hangi faaliyet izne, hangisi bildirim tabidir; hangi aracı kurum türü neyi yapabilir; alım satım aracılığın üç türü, bireysel portföy yöneticiliği ile yatırım danışmanlığı ayrımı, halka arza aracılıkta yüklenim türleri ve saklamada sınırlı-genel ayrımı. Bu ayrımları sağlam oturttuğunuzda tebliğin geri kalan ayrıntıları da anlamlı bir bütün hâline gelir.

3. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

3.2 · Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ III-39.1

Yatırım Kuruluşları Tebliği (III-39.1): Aracı Kurumların Kuruluşu ve Faaliyet Esasları

KISACA

III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ, sermaye piyasasında yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunacak kuruluşların kuruluşundan faaliyet izninin iptaline kadar uzanan bütün yaşam döngüsünü düzenleyen temel metindir. İlk kavramamız gereken nokta, yatırım kuruluşu teriminin aracı kurumlar ile yatırım hizmeti sunan bankaları birlikte kapsadığı, buna karşılık portföy yönetim şirketlerinin bu tanımın dışında bırakıldığıdır. Tebliğin bir kısmı yalnızca aracı kurumları ilgilendirir; çerçeve sözleşme imzalama, müşteri sınıflandırması ya da personel şartları gibi konularda ise hem aracı kurumlar hem de bankalar aynı esaslara tabidir. Bu yüzden her hükmü okurken kime hitap ettiğine dikkat etmek gerekir. Aracı kurumlar anonim ortaklık olarak, payları nama yazılı ve nakit karşılığı çıkarılmış biçimde, Kurulca belirlenen asgari özsermaye ile kurulur ve kurucularının dürüstlük ile mali güç şartlarını taşıması aranır. Kuruluş izni ile faaliyet izni birbirinden ayrıdır: kuruluşu izin verilmesi faaliyete geçme anlamına gelmez; kuruluştan sonra süresinde ayrıca faaliyet izni başvurusu yapılması ve yetki belgesi alınmadan faaliyete başlanmaması gerekir. Faaliyete geçen bir yatırım kuruluşu ise personel ve lisans şartlarına, dürüstlük ve özen ilkelerine, müşterilerini profesyonel ve genel müşteri olarak sınıflandırma ve gerektiğinde uygunluk testi yapma yükümlülüğüne, ayrıca Tebliğdeki yasaklara ve teminat düzenlemelerine uymak zorundadır. Bu özet, konunun bütününü kuruluş, izin, işleyiş ve denetim ekseninde tek bir çerçevede toplar.

III-39.1 sayılı Tebliğ'i anlamanın en iyi yolu, onu bir yatırım kuruluşunun doğumundan sonuna kadar bütün hayatını düzenleyen bir çerçeve olarak görmektir. Bu Tebliğ; sermaye piyasasında yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunacak kuruluşların kuruluşuna, kurucu ve ortaklarına, personeline, faaliyete geçmesine, yükümlülüklerine, merkez dışı örgütlerine, dışarıdan hizmet alımına, faaliyetlerinin durdurulmasına ve teminatlarına ilişkin ilke ve esasları bir arada toplar. Buradaki en temel kavram yatırım kuruluşu kavramıdır. Yatırım kuruluşu deyince aracı kurumlar ile yatırım hizmeti sunan bankaları birlikte anlıyoruz; oysa yatırım hizmeti verse bile portföy yönetim şirketleri bu tanımın içinde sayılmaz. Tebliğin bir kısmı yalnızca aracı kurumları ilgilendirir; kuruluş, ticaret unvanı, ortaklık yapısı değişikliği ya da dışarıdan hizmet alımı gibi. Buna karşılık çerçeve sözleşme imzalama, müşteri sınıflandırması ya da personelde aranan şartlar gibi konularda hem aracı kurumlar hem de bankalar aynı esaslara tabidir. O yüzden bir maddeyi okurken kendinize şunu sorun: burada aracı kurumdan mı, bankadan mı, yoksa genel olarak yatırım kuruluşundan mı söz ediliyor? Bu alışkanlık, doğru cevaba giden en sağlam yoldur.

Aracı kurumların kuruluşu bir dizi şarta bağlanmıştır. Bir aracı kurum ancak anonim ortaklık biçiminde kurulabilir; paylarının tamamı nama yazılı olmalı ve nakit karşılığı çıkarılmalıdır. Kuruluş sermayesi, Kurulca belirlenen asgari tutarın altında olamaz. İlke Kararıyla bu asgari kuruluş özsermayesi 300.000.000 TL olarak belirlenmiş, 2026 yılında yapılacak başvurular için ise 440.000.000 TL'ye yükseltilmiştir. Bunun yanında esas sözleşmenin mevzuata uygun olması, ortaklık yapısının şeffaf ve açık olması ve kurucuların mevzuatta belirtilen şartları taşıması gerekir. Kurucularda aranan şartların

özü dürüstlük ve mali güçtür: müflis olmamak, konkordato ilan etmemiş olmak, faaliyet izni iptal edilmiş bir kuruluştaki bu iptali gerektiren olayda sorumluluğu bulunmamak, kanunda sayılan yüz kızartıcı ve mali suçlardan mahkûm olmamak ve işin gerektirdiği itibara sahip olmak. Burada öğrenmemiz gereken önemli bir tanım daha var: önemli etkiye sahip ortak. Bir aracı kurumun sermaye veya oy haklarının doğrudan ya da dolaylı olarak yüzde onunu veya daha fazlasını temsil eden paylara sahip olmak, ya da bu oranın altında olsa bile yönetim kuruluna üye belirleme imtiyazı veren paylara sahip olmak, kişiyi önemli etkiye sahip ortak yapar. Tüzel kişi kurucuların önemli etkiye sahip ortaklarının da aynı şartları taşıması zorunludur.

Şimdi Tebliğin en kritik ayrımlarından birine geliyoruz, çünkü burayı atlarsanız gerisi karışır: kuruluş izni ile faaliyet izni aynı şey değildir. Kuruluş şartlarını ve kuruculara ilişkin şartları sağlayan bir aracı kuruma kuruluş izni verilir; ancak kuruluşa izin verilmiş olması, o kurumun faaliyete geçebileceği anlamına gelmez. Kurum, kuruluş izninden sonra faaliyete geçmek üzere Kurula ayrıca başvurmak zorundadır. Bu başvuruyu kuruluş iznini takip eden 6 ay içinde yapmayan aracı kurumun faaliyet izni alma hakkı düşer; Kurul gerekli görürse bu süreyi toplam bir yılı aşmamak üzere uzatabilir. Faaliyet izinleri her bir yatırım hizmet ve faaliyeti bazında verilir ve sonuçta kuruma icra edebileceği faaliyetleri gösteren tek bir yetki belgesi düzenlenir; bu yetki belgesi alınmadan faaliyete başlanamaz. Faaliyet izni başvuruları da, gerekli bilgi ve belgelerin eksiksiz olarak sunulmasından itibaren azami 6 ay içinde sonuçlandırılır. Kısacası kuruluş, faaliyet ve yetki belgesi birbirini izleyen üç aşamadır; kuruluş iznini faaliyet izniyle karıştırmayın, çünkü ikisi arasında hem ayrı bir başvuru hem de yetki belgesi şartı vardır.

Bir aracı kurumun faaliyete geçebilmesi için sağlaması gereken şartları da topluca hatırlamakta fayda var. Kuruluş şartlarının kaybedilmemiş olması, asgari kuruluş sermayesinin nakden ve tamamen ödenmiş olması, tercih edilen hizmetlere göre sermaye yeterliliği yükümlülüklerinin yerine getirilmesi, gerekli organizasyon yapısının ve bilgi işlem altyapısının kurulmuş olması, personel ve yöneticilere ilişkin şartların sağlanması, güvenlik önlemlerinin alınmış olması ve varsa mevzuatta öngörülen teminatların tesis edilmiş olması gerekir. Bütün bunların ötesinde, her yatırım kuruluşu ayrıca Birliğe üye olmak ve Yatırımcı Tazmin Merkezine katılmak zorundadır. Bu iki zorunluluk kolayca gözden kaçtığı için özellikle akılda tutulmalıdır; çünkü bir kurum diğer tüm şartları sağlasa bile bu üyeliği ve katılımı tamamlamadan sisteme tam olarak dahil olmuş sayılmaz.

Faaliyete geçtikten sonra kurumun insan kaynağı da sıkı şartlara bağlıdır. Aracı kurum genel müdürü ve yardımcılarının, mali piyasalar veya işletmecilik alanında en az 7 yıllık mesleki deneyime sahip olması aranır. Ayrıca genel müdürün münhasıran bu görev için istihdam edilmiş olması, yani başka bir işte icrai görev üstlenmemesi esastır ve genel müdürlük görevine 6 aydan fazla vekâlet edilemez. Yönetim kurulu ise asgari üç üyeden oluşur ve üyelerin çoğunluğunun dört yıllık lisans eğitimi veren okullardan mezun olması şarttır. Yönetici, ihtisas personeli, müfettiş, iç kontrol elemanı ve risk yönetimi elemanı gibi görevlilerin, mali güç şartı hariç olmak üzere kurucu ortaklara benzer şartları taşıması ve mesleki yeterliliğini gösteren lisans belgesine sahip olması zorunludur. Personelin uyacağı temel ilkeler de Tebliğde açıkça sayılmıştır: mesleki yeterlilik, mesleki özen ve titizlik, dürüstlük ve sır saklama. Bu ilkeler yalnızca birer temenni değil, uyulması zorunlu davranış kurallarıdır.

Yatırım kuruluşunun müşterilerine karşı yükümlülükleri müşteri sınıflandırmasıyla başlar. Her müşteri ya profesyonel müşteri ya da genel müşteri olarak sınıflandırılır. Profesyonel müşteri, kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip müşteridir; aracı kurumlar, bankalar ve portföy yönetim şirketleri gibi kuruluşlar niteliği gereği profesyonel sayılır. Bunların dışında kalan bazı müşteriler ise aktif toplamı, yıllık net hâsılat ve öz sermaye ölçütlerinden en az ikisini belirli tutarların üzerinde sağlamaları hâlinde profesyonel kabul edilir; bu tutarlar Kurul kararlarıyla zaman zaman güncellenir. Bu tanıma girmeyen herkes genel müşteridir ve mevzuatın sağladığı korumadan en geniş biçimde genel müşteriler yararlanır. İşte tam bu noktada uygunluk testi devreye girer. Uygunluk testi, sunulan ürün ya da hizmetin taşıdığı riskleri müşterinin anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadığını ölçer ve alım satım aracılık ile halka arza aracılık faaliyetlerinde yalnızca genel müşterilere yapılması zorunludur; profesyonel müşterilere uygunluk testi yapma zorunluluğu yoktur. Burada dikkat edilmesi gereken ince bir nokta vardır: uygunluk testinde müşterinin mali durumu sorulmaz; yalnızca yatırım süresi, risk ve getiri tercihleri, bilgi düzeyi ve geçmiş işlemleri esas alınır. Uygunluk testini yerindelik testiyle karıştırmayın; çünkü yerindelik testi yatırım danışmanlığı ve bireysel portföy yöneticiliğinde uygulanır ve orada müşteriye uygun bulunmayan bir araçta müşteri istese bile hizmet sunulamazken, uygunluk testinde karar müşterinin takdirindedir ve kurum yalnızca müşteriye yazılı olarak uyarır.

Tebliğ, faaliyetin işleyişine ilişkin bir dizi yükümlülük ve yasağı da içerir. Yatırım kuruluşları müşterileriyle işlem yapmaya başlamadan önce yazılı bir çerçeve sözleşme imzalamak, genel risk bildirim formunu vermek ve faaliyetlerini basiretli bir tacir gibi, özen ve sadakat borcu çerçevesinde yürütmek zorundadır. Buna karşılık aracı kurumların yapamayacağı işler de açıkça sayılmıştır. Bir aracı kurum; izin alınan yatırım hizmetleri dışında hiçbir sınai veya zirai faaliyette bulunamaz, ticari amaçlı gayrimenkul alım satımı yapamaz, mevzuatın izin verdiği hâller dışında ödünç para veremez, mevduat veya katılım fonu toplayamaz, belirli bir getiri sağlanacağı yönünde taahhütte bulunamaz ve bir mali yılda özsermayesinin binde beşini aşan miktarda bağış yapamaz. Bu yasaklar, kurumun asli işine odaklanmasını ve yatırımcının korunmasını amaçlar.

Son olarak Tebliğ, bu düzenin sürekliliğini güvence altına alan mekanizmaları da kurar. Bir aracı kurum, kendi isteğiyle faaliyetlerinin tamamını 2 yılı geçmemek üzere geçici olarak durdurma talebiyle Kurula başvurabilir. Kurul ise yanlış veya yanıltıcı beyanla izin alınması, kuruluş ve faaliyet için aranan şartların yitirilmesi, istenen teminatın süresinde tamamlanmaması ya da mali durumun bozulması gibi hâllerde faaliyetleri sınırlandırabilir, geçici olarak durdurabilir veya faaliyet iznini iptal edebilir. Bir güvence unsuru olarak Kurul, mali durumları açısından gerekli görürse aracı kurumlardan belirli bir tutar ya da orandaki teminatı Takasbank nezdinde bloke etmesini isteyebilir; bu teminatlar nakit, kamu borçlanma aracı, kira sertifikası, banka teminat mektubu veya kurucusu olunmayan yatırım fonu katılma payı biçiminde olabilir ve Takasbank tarafından aylık olarak izlenir. Böylece Tebliğ, bir yatırım kuruluşunu kuruluş anından faaliyetin sona ermesine kadar tek bir bütün olarak ele alır. Bu bütünlüğü görmek; yani kuruluş şartlarından faaliyet iznine, personelden müşteri ilişkilerine, yasalardan teminatlara uzanan zinciri bir arada tutmak, tek tek maddeleri ezberlemekten çok daha kalıcı bir kavrayış sağlar.

3. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

3.3 · Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ III-45.1**Yatırım Hizmetlerinde Belge ve Kayıt Düzeni (III-45.1 Tebliği)****KISACA**

III-45.1 sayılı Tebliğ, bir yatırım kuruluşunun müşterisiyle kurduğu ilişkinin baştan sona nasıl belgeleneceğini ve bu belgelerin nasıl kayıt altına alınıp saklanacağını düzenler. Temel mantık şudur: müşteriyle işlem yapılmaya başlanmadan önce bir çerçeve sözleşme imzalanır, müşteriyi tanıma kuralının gerekleri yerine getirilir ve her müşteriye ayrı bir müşteri numarası tahsis edilir; bu numaraya bağlı olarak da bir veya birden fazla hesap açılabilir. İşlem aşamasında hangi belgenin düzenleneceği ise yapılan faaliyetin türüne göre değişir. Borsada gerçekleşen emirler için müşteri emir formu ve seans takip formu, tezgâhüstü işlemler için ise müşteri emir formu yerine işlem talimat formu ve aylık hesap ekstresi düzenlenir; nakit hareketlerinde nakit alındı veya nakit ödendi belgesi kullanılır. İşlem tamamlandığında müşteriye en geç gün sonunda işlem sonuç formu iletilir, aylık dönemler itibarıyla da ilgili dönemi izleyen beş iş günü içinde hesap ekstresi gönderilir. Tüm bu belge ve kayıtlar Türk Ticaret Kanunu uyarınca on yıl süreyle; ihtilaflı olanlar ise ihtilaf sonuçlanıncaya kadar saklanır. Bu düzenlemede en çok dikkat edilmesi gereken iki ayrıntı, ispat yükünün kime ait olduğu ve süre eşikleridir: sözlü emrin varlığını ispat yükü yatırım kuruluşundayken, emir vermesine karşın işlemin yapılmadığını öne süren müşteri emri ilettiğini kanıtlamakla yükümlüdür. Ekstrenin belirli bir süre sonra kabul edilmiş sayılacağına dair sorumsuzluk kayıtları ise hükümsüzdür.

III-45.1 sayılı Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ, adından da anlaşılacağı gibi, bir yatırım kuruluşunun sunduğu hizmetler sırasında hangi belgeleri düzenlemek, bunları nasıl kaydetmek ve ne kadar süreyle saklamak zorunda olduğunu belirleyen düzenlemedir. Dayanağını 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 45'inci maddesinden alır; bu madde, yatırım kuruluşlarının yükümlülüklerini ve hizmet sunumunda uyacakları ilke ve esasları belirleme yetkisini Kurul'a vermiştir. Tebliğ 1 Ağustos 2015 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanmıştır. Burada en baştan bilmemiz gereken bir sınır var: bu Tebliğ belgelerin düzenlenmesini ve saklanmasını düzenler, ancak gerçekleştirilen işlemlerin muhasebeleştirilmesine ilişkin hüküm içermez; muhasebe hesaplarının işleyişinde Seri: XI, No: 7 Tebliği'nde yer alan Aracı Kurum Hesap Planı esas alınır. Muhasebe kayıtlarının ne zaman işleneceği de önemlidir: takas ve merkezi takas kuruluşlarında yapılan işlemlere ilişkin kayıtlar takas süresini takip eden ilk iş günü içinde, diğer işlemlere ilişkin kayıtlar ise işlemin gerçekleştiği günü takip eden ilk iş günü içinde yasal defterlere işlenir.

Aslında her şey, müşteriyle kurulan ilişkinin en başında çerçeve sözleşmeyle başlar. Yatırım kuruluşu, bir müşteriyle işlem yapmaya başlamadan önce sunacağı hizmete ilişkin bir sözleşme yapmak ve müşteriyi tanıma kuralının gereklerini yerine getirmek zorundadır. Sözleşme en az bir nüsha olarak düzenlenir; aslına uygunluğu onaylanmış, imza ve kuruluşun kaşesini taşıyan bir sureti müşteriye verilir, kuruluştaki kalan asıl nüshanın üzerine ise müşterinin bir sureti aldığına dair ibare yazılıp imzalatılır. Elektronik ortamda kurulan sözleşmelerde kaşeli ve imzalı bir suretin müşteriye verilmesine gerek

yoktur; ancak sözleşmeye elektronik ortamda erişimin ve görüntülenebilirliğin sağlanması zorunludur. Sözleşme imzalanan her müşteriye ayrı bir müşteri numarası tahsis edilir ve müşterinin onayı alınmak suretiyle bu numaraya bağlı bir veya birden fazla hesap açılabilir. Burada iki ayrıntıyı akılda tutmak gerekir: halka arz işlemleri nedeniyle talepte bulunanlara hesap açılması zorunlu değildir; ayrıca aynı müşteri ve hesap numarası, ilgili çerçeve sözleşme sona erdikten sonra on yıl boyunca bir başka müşteriye tahsis edilemez.

Elektronik ortamda hizmet sunulduğunda araya bir de kimlik doğrulama ve işlem güvenliği katmanı girer. Aracı kurum, müşterilerine birbirinden bağımsız en az iki bileşenden oluşan bir kimlik doğrulama mekanizması uygulamak zorundadır. Bu iki bileşen; müşterinin bildiği, sahip olduğu veya biyometrik bir karakteristiği olan unsur sınıflarından farklı ikisine ait olacak şekilde seçilir. Bileşenlerin bağımsız olması, birinin ele geçirilmesinin diğerinin güvenliğini tehlikeye atmaması anlamına gelir. Mekanizmanın ayrıca birtakım işlevleri yerine getirmesi beklenir: başarısız doğrulama denemeleri belirli bir sayıyı aştığında ilgili müşterinin erişimini engellemek, hatalı giriş yapan kişiye böyle bir kullanıcı adının sistemde olup olmadığı ya da parolanın yanlış girildiği bilgisini vermemek ve hareketsiz oturumları belirli bir süre sonra sonlandırmak bunların başında gelir.

İşlem aşamasına geldiğimizde asıl mesele, hangi belgenin ne zaman düzenleneceğidir; bunun cevabı da yapılan faaliyetin türüne göre değişir. Tebliğ, düzenlenmesi zorunlu belgeleri sayar: nakit alındı ve nakit ödendi belgesi, müşteri emir formu, seans takip formu, türev piyasalar emir takip formu, işlem sonuç formları, işlem talimat formu, türev piyasalar teminat durum raporu ile pozisyon limit aşımı raporu ve aylık hesap ekstresi bunların başlıcalarıdır. İşte burada, kolayca birbirine karıştırılabilen bir ayırım devreye girer; bu iki formu ayrı tutmak gerekir. Borsada gerçekleşen emirler için müşteri emir formu düzenlenir ve bu emirler zaman önceliğine göre seans takip formuna aktarılır. Buna karşılık tezgâhüstü işlemlerde müşteri emir formu yerine işlem talimat formu ve aylık olarak hesap ekstresi düzenlenir. Yani işlemin borsada mı yoksa tezgâhüstünde mi gerçekleştiği sorusunun cevabı, hangi formu kullanacağınızı doğrudan belirler.

Emirlerin alınması ve ispat yükü konusu da başlı başına dikkat ister. Yatırım kuruluşu müşteriden yazılı ya da sözlü olarak emir kabul edebilir; telefon, faks, ATM ya da elektronik ortam üzerinden imza alınmaksızın alınan emirler, genel hükümler açısından sözlü emir niteliğindedir. Bu emirlere ilişkin ses kayıtlarının, faks talimatlarının, IP numaraları ile elektronik log kayıtlarının, gerektiğinde yazılı hâle dönüştürülebilecek şekilde saklanması zorunludur. İspat yükünün yönünü de karıştırmamak gerekir: sözlü alım satım emrinin varlığını ispat yükü yatırım kuruluşuna aittir; buna karşılık, emir vermesine karşın işlemin hiç yapılmadığını öne süren müşterinin, emri gerçekten iletmediğini kanıtlaması gerekir. Nakit tahsilatı yapıldığında nakit alındı belgesi, müşteriye ödeme yapıldığında ise nakit ödendi belgesi düzenlenir; bu belgeler müteselsil sıra numarası taşır, en az bir örnek olarak düzenlenip müşteriye imzalatılır ve imzalı bir örneği müşteriye verilir.

İşlem gerçekleştikten sonra müşterinin bilgilendirilmesi de zamana bağlı kurallara tabidir. Gerçekleşen işlemler müşteriye en geç gün sonunda olmak üzere çerçeve sözleşmede belirtilen sürede bildirilir ve bu bildirim işlem sonuç formu aracılığıyla yapılır. Daha geniş bir fotoğraf sunan hesap ekstresi ise aylık

dönemler itibarıyla, ilgili dönemi izleyen beş iş günü içinde müşterinin adresine gönderilir; müşterinin talebi hâlinde aynı süre içinde elektronik ortamda da iletilebilir. Ekstrede, dönem içinde alınıp satılan araçlara, nakit ve varlık hareketlerine ve tahakkuk ettirilen komisyon, ücret ve vergilere yer verilmesi zorunludur. Bu noktada iki istisna vardır: ilgili dönemde hiç işlem yapmayan müşterilere ve münhasıran sözleşmede öngörülen profesyonel müşterilere ekstre gönderilmeyebilir. Öte yandan, ekstrede yer alan bilgilerin belirli bir süre geçtikten sonra müşteri tarafından kabul edilmiş sayılacağına dair sorumsuzluk kayıtları çerçeve sözleşmelere konulamaz; konulsa dahi bu tür kayıtlar hükümsüz sayılır. Kaldıraçlı alım satım ve türev araç işlemlerinde bildirim yükümlülüğü daha da sıkıdır; bu işlemlerde müşterilere günlük olarak işlem sonuç formu ve aylık olarak hesap ekstresi gönderilir, açık pozisyonun taşındığı her gün sonu itibarıyla da teminat durumu raporu ve pozisyon limit aşımı raporu düzenlenir.

Son halka ise tüm bu belgelerin saklanmasıdır. Yatırım kuruluşları, aldıkları ve ürettikleri her türlü belgeyi, gerçekleşmiş olsun olmasın tüm emir formlarını, ses kayıtlarını ve elektronik kayıtları dahil olmak üzere, Türk Ticaret Kanunu'nun 82'nci maddesi uyarınca on yıl süreyle düzenli ve tasnif edilmiş biçimde saklamak zorundadır. İhtilafı belgeler bu süreyle sınırlı olmaksızın, ihtilaf sonuçlanıncaya kadar muhafaza edilir. Tutulan belge ve kayıtlarda silinemez, değiştirilemez ve tahrif edilemez bir yapının oluşturulması; yazılı kayıtlarda ise silinti ve kazıntı yapılmaması, boş satır bırakılmaması gerekir. Bunlara ek olarak müşteri şikâyetlerine ilişkin kayıtların da yazılı veya elektronik olarak tutulması, bu kayıtlarda şikâyet sahibinin kimlik ve hesap bilgilerine, şikâyet tarihine, şikâyetin özetine ve kuruluşun yaptığı işlemlere yer verilmesi zorunludur. Bütün bu kuralları bir arada düşününce Tebliğ'in mantığı netleşir: müşteriyle atılan her adımın izini bırakmak, o izi güvenli biçimde saklamak ve bir anlaşmazlık çıktığında kimin neyi ispatlayacağını önceden belirlemek.

3. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

3.4 · Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alımı, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ Seri: V, No: 65**Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma–Verme İşlemleri (Seri: V, No: 65 Tebliği)****KISACA**

Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ, yatırımcının kendi parasının ötesinde pozisyon almasına imkân tanıyan üç işlemi tek bir çatı altında düzenler: kredili alım, açığa satış ve sermaye piyasası aracı ödünç alma-verme. Bu işlemler piyasadaki fiyat oluşumu ve likidite açısından önemlidir; ancak hem yatırımcı hem de aracı kurum için risk taşıdığından, Tebliğ'in tamamı aslında bir özkaynak, yani teminat disiplini üzerine kuruludur. İşlemleri aracı kurumlar ve bankalar, ödünç alma-vermeyi ayrıca Takasbank yürütebilir; aracı kurum için ayrı bir izin değil, yetki belgesi ile bildirim yeterlidir ve bildirimden itibaren otuz iş günü içinde aksi bildirilmezse faaliyete başlanabilir. Kredili alımda ve açığa satışta yatırımcı başlangıçta asgari yüzde elli özkaynak yatırmak zorundadır; işlem devam ederken bu oranın asgari yüzde otuz beşin altına düşmemesi gerekir. Oran yüzde otuz beşin altına inerse aracı kurum, özkaynağın yeniden yüzde elliye tamamlanması için müşteriye özkaynak tamamlama bildirimi, yani teminat çağrısı yapar; müşteri en çok iki iş günü içinde tamamlamazsa kurum kıymetleri satarak pozisyonu kapatabilir. Açığa satış, sahip olunmayan araçların satılmasıdır; fiyatı yukarı adım kuralıyla sınırlanır ve ihraççının içeriden bilgiye yakın kişilerine yasaktır. Ödünç işleminde araç mislen geri verilir ve özkaynak, ödünç alınan aracın cari değerinin en az yüzde yüzü kadar olmalıdır. Konuyu çalışırken başlangıç oranı ile sürdürme oranını, genel işlem sınırı ile özel işlem sınırını birbirine karıştırmamaya özen gösterin.

Bu Tebliğ'i anlamamanın en kolay yolu, düzenlediği üç işlemin ortak noktasını görmektir. Kredili alım, açığa satış ve sermaye piyasası aracı ödünç alma-verme; üçü de yatırımcının, elindeki nakit ya da kıymetin ötesinde bir pozisyon almasına imkân verir. Kredili alımda yatırımcı, bedelinin bir kısmını aracı kurumdan borçlanarak menkul kıymet satın alır. Açığa satışta, sahip olmadığı bir kıymeti fiyatının düşeceği beklentisiyle satar. Ödünç işleminde ise bir taraf, kıymetini belirli bir süre için karşı tarafa verir ve sürenin sonunda aynı cinsten kıymeti mislen geri alır. Bu üç işlem piyasadaki fiyat oluşumuna ve likiditeye katkı sağladığı için önemlidir; ama aynı ölçüde risklidir. İşte tam bu yüzden Tebliğ'in neredeyse tamamı tek bir amaca hizmet eder: hem yatırımcıyı hem de krediyi ya da aracılığı üstlenen aracı kurumu korumak için sağlam bir özkaynak, yani teminat düzeni kurmaya.

İşe, bu faaliyeti kimlerin yürütebileceğinden başlayalım. Kredili alım ve açığa satış işlemlerini aracı kurumlar ve bankalar yapabilir; sermaye piyasası aracı ödünç alma-verme işlemlerinde ise bunlara Takasbank da eklenir. Burada dikkat edilmesi gereken ilk incelik şudur: aracı kurumun bu işlemler için Kurul'dan ayrı bir izin alması gerekmez. Alım satım aracılığı yetki belgesine sahip olması ve Tebliğ'de aranan mekân, teknik donanım, personel ve muhasebe sistemi gibi şartları sağladığını Kurula belgelemesi yeterlidir; bunu bildirdikten sonra otuz iş günü içinde kendisine aksi bildirilmezse işlemlere başlayabilir. Yani bu, izne değil bildirim tabi bir faaliyettir; izin ile bildirim birbirine karıştırmayın, çünkü ikisi Kurul karşısında farklı yükümlülükler doğurur. Bankaların doğrudan müşterilere kullandığı

krediler ise, aracı kurumlar için konulan genel ve özel işlem limitleri dışındaki esaslara tabidir. Ayrıca ödünç işlemlerine özgü bir kısıt vardır: devlet iç borçlanma senetlerinde piyasa yapıcısı olarak yetkilendirilmemiş banka ve aracı kurumlar, bu senetleri yalnızca ödünç verebilir, ödünç alamazlar.

Aracı kurumun ne kadar risk üstlenebileceği iki tür sınırla çerçevelenir; bunları ayırt etmek önemlidir. Genel işlem sınırı, kurumu bir bütün olarak ele alır: kurumun belirli bir anda kullandığı kredilerin toplamı ile açığa sattığı hisse senetlerinin değeri, her faaliyet ayrı hesaplanmak üzere, içinde bulunulan aydan önceki üç ayın ay sonu özsermayelerinin ortalamasının iki katını geçemez. Özel işlem sınırı ise mercek altına tek tek müşteriyi ya da hisseyi alır. Buna göre bir müşteriye açılacak kredi, kural olarak bu ortalama özsermayenin yüzde onunu aşamaz; sürdürme teminatı yüzde elli ve üzerinde tutulursa bu tavan bir müşteri için iki katına kadar çıkabilir. Bunun yanında, tek bir şirketin ihraç ettiği ve kredili işleme konu olan hisse senetlerinin kurumdaki toplam değeri, ortalama özsermayenin yüzde ellisini aşamaz. Genel sınırın toplam büyüklüğe, özel sınırın ise müşteri ve şirket bazına baktığını aklınızda tutarsanız, bu ikisini birbirine karıştırmazsınız.

Şimdi Tebliğ'in kalbine, yani özkaynak düzenine geelim; çünkü konunun asıl belkemiği burasıdır. Kredili alımda yatırımcı, başlangıçta asgari yüzde elli oranında özkaynak yatırmak zorundadır. Uygulamada bu, satın alınan kıymetin cari piyasa değerinin yarısı kadar nakdi veya kıymeti peşin koymak demektir; bu yüzden başlangıçta alınabilecek kredi tutarı, yatırılan özkaynağa eşit çıkar. İşlem sürdükçe özkaynak oranının asgari yüzde otuz beşin altına inmemesi gerekir. Bu oran, işleme konu kıymetlerin cari piyasa değerinden kredi tutarı düşülüp sonucun yine cari piyasa değerine bölünmesiyle bulunur. Kıymetin fiyatı düştükçe bu oran erir; yüzde otuz beşin altına indiği anda aracı kurum devreye girer ve müşteriye, özkaynağı yeniden başlangıç oranı olan yüzde elliye tamamlaması için en seri iletişim aracıyla özkaynak tamamlama bildirimini, piyasadaki adıyla teminat çağrısı yapar. Müşteri, çerçeve sözleşmede belirlenen ve en çok iki iş günü olabilen süre içinde özkaynağı tamamlamazsa, kurum ayrıca bir ihbara gerek kalmadan kredili alınan ya da özkaynak olarak verilen kıymetleri satarak krediyi kapatabilir. Burada iki oranı birbirine karıştırmayın: yüzde elli, başlangıç oranıdır ve tamamlamanın hedefidir; yüzde otuz beş ise işlemi ayakta tutan alt eşiktir, teminat çağrısını tetikleyen seviyedir.

Peki müşteri bu özkaynağı neyle karşılar? Nakit Türk Lirası ve konvertibl döviz kadar, işleme konu olabilecek listelerdeki menkul kıymetler de özkaynak sayılır; ancak hepsi tam değeriyle kabul edilmez, çünkü özkaynak gerektiğinde hızlı ve az kayıpla nakde çevrilebilecek nitelikte olmalıdır. Nakit ile devlet tahvili, hazine bonosu ve belirlenen standartlardaki altın yüzde yüz değeriyle dikkate alınırken, borsa yatırım fonu katılma payları yüzde doksan, hisse senedi şemsiye fonlarına ve serbest şemsiye fonlarına bağlı yatırım fonu payları yüzde yetmiş beş, bunların dışında kalan yatırım fonu payları ise yüzde doksan oranında özkaynağa dahil edilir. Kademelendirmenin mantığı basittir: bir kıymet ne kadar riskli ve nakde çevrilmesi ne kadar zorsa, o kadar düşük oranla özkaynak sayılır.

Açığa satış tarafında özkaynak mantığı aynıdır, ama işlemin kendisi farklıdır. Tebliğ açığa satışı, sahip olunmayan bir sermaye piyasası aracının satılması ya da satış emrinin verilmesi olarak tanımlar. İki türü vardır: aracı ödünç alarak satmaya örtülü açığa satış, hiç sahip olmadan yalnızca satış emri vermeye ise çıplak açığa satış denir. Müşterinin, verdiği emrin açığa satış olduğunu emir anında yazılı olarak

bildirmesi zorunludur. Burada da başlangıçta asgari yüzde elli, işlem süresince asgari yüzde otuz beş özkaynak aranır; oran otuz beşin altına düşerse aynı tamamlama-bildirim mekanizması çalışır. Açığa satışın kendine özgü iki kuralını da unutmayın. Birincisi fiyat sınırıdır: bir aracın açığa satışı, ancak son gerçekleşen işlem fiyatından daha yüksek bir fiyattan yapılabilir; buna yukarı adım kuralı denir ve amacı, açığa satışların fiyatı aşağı doğru kırbaçlamasını engellemektir. İkincisi bir yasaktır: ihraççı şirketin yönetim kurulu üyeleri, üst düzey personeli, yüzde on ve daha fazla paya sahip ortakları ile bunların eş ve velayeti altındaki kişileri, o şirketin sermaye piyasası aracında açığa satış yapamazlar.

Üçüncü işlem olan ödünç alma-vermede ise mantık biraz değişir. Burada ödünç veren, kıymetini belirli bir süre için karşı tarafa verir ve sürenin sonunda aynı cinsten aracı mislen geri alır. Ödünç alan, aldığı aracın cari değerinin yüzde yüzünden az olmamak üzere özkaynak vermek zorundadır; bu özkaynak günlük olarak takip edilir ve cari değer yüzde yüzünün altına düştüğü gün tamamlama bildirimi yapılır. Son olarak, tüm bu işlemleri kuşatan önemli bir koruma vardır: işleme konu olan ve özkaynak olarak yatırılan kıymetler rehnedilemez, kullanım amaçları dışında kullanılamaz, üçüncü kişilere devredilemez ve kamu alacağı için dahi haczedilemez. Böylece Tebliğ, kaldırıcı ve açık pozisyonlara imkân verirken hem yatırımcının varlığını hem de sistemin sağlığını teminat altına almış olur. Konuyu çalışırken bu özkaynak ritmini kavradıysanız, yani başlangıçta yüzde elli, ayakta kalmak için yüzde otuz beş ve çağrı gelince yeniden yüzde elli mantığını oturttuysanız, Tebliğ'in belkemiğini kavramış olursunuz.

3. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

3.5 - Kitle Fonlaması Tebliği III-35/A.2

Kitle Fonlaması ve Kitle Fonlama Platformları (III-35/A.2 Tebliği)

KISACA

Kitle fonlaması, bir projenin ya da girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu, kitle fonlama platformları aracılığıyla ve doğrudan halktan para toplayarak sağlamasına verilen addır. Bu faaliyetin çerçevesini, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 35/A maddesine dayanılarak çıkarılan ve 27 Ekim 2021'de yürürlüğe giren III-35/A.2 sayılı Kitle Fonlaması Tebliği çizer. Tebliğ iki modeli birlikte düzenler: yatırımcının pay karşılığında para verdiği paya dayalı model ile borçlanma aracı karşılığında para verdiği borçlanmaya dayalı model. Burada akılda tutulması gereken ilk kritik nokta, kitle fonlaması yoluyla yapılan yatırımların Kanun'un yatırımcı tazminine ilişkin koruma hükümleri kapsamı dışında olmasıdır; yani yatırımcı, kaybettiği parayı bir tazmin fonundan geri alamaz.

Platformlar bu işi tek başlarına yapamaz; anonim ortaklık olarak kurulmaları, en az on beş milyon lira sermayeye sahip olmaları ve Kurul tarafından tutulan listeye alınmaları gerekir. Her platformda, kampanya başvurularını değerlendiren bir yatırım komitesi bulunur.

Yatırımcıyı korumak için yatırım sınırları getirilmiştir. Nitelikli olmayan gerçek bir yatırımcı, bir takvim yılında paya dayalı modelde en çok dört yüz bin lira, borçlanmaya dayalı modelde ise en çok beş yüz bin lira yatırabilir; bu tavanlar, kişinin beyan ettiği yıllık net gelirin yüzde onuna kadar yükseltilebilir.

Kampanya süresi altmış günü aşamaz ve yatırımcı, ödeme emrini verdikten sonraki kırk sekiz saat içinde hiçbir gerekçe göstermeden cayma hakkını kullanabilir.

Kitle fonlaması, klasik banka kredisine ya da borsaya doğrudan erişemeyen bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu parayı, çok sayıda küçük yatırımcıdan internet üzerinden toplamasına dayanan bir finansman yöntemidir. Bu yöntemin hukuki dayanağı, Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen 35/A maddesidir; Kurul, faaliyetin usul ve esaslarını bu maddeye dayanarak belirler. Tanım da Kanun'da yapılmıştır: bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonun, Kurul'un belirlediği esaslar çerçevesinde ve kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan toplanması kitle fonlamasıdır. Bu tanımın içinde kolayca gözden kaçan kritik bir ayrıntı saklıdır: kitle fonlaması, Kanun'un yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmadan yürütülür. Yani bir yatırımcı bu yolla koyduğu parayı kaybederse, aracı kurum iflaslarında devreye giren yatırımcı tazmin mekanizmasından yararlanamaz; bu yüzden kitle fonlaması, doğası gereği yüksek riskli bir yatırım alanı olarak konumlandırılır.

Düzenlemenin kısa geçmişine bakmak, mantığını anlamayı kolaylaştırır. Önce yalnızca pay karşılığına dayalı kitle fonlamasını düzenleyen III-35/A.1 sayılı Tebliğ 2019 yılında yürürlüğe girmişti. Piyasanın ihtiyacı doğrultusunda 2020'de Kanun'un 35/A maddesi değiştirilerek borçlanmaya dayalı modelin de düzenlenebilmesinin önü açıldı ve nihayet 27 Ekim 2021'de yürürlüğe giren III-35/A.2 sayılı Kitle Fonlaması Tebliği, iki modeli tek çatı altında topladı; bu arada eski tebliğ de yürürlükten kaldırıldı. Bugün geçerli olan çerçeve budur ve iki temel modeli birbirinden ayırmak gerekir. Yatırımcının verdiği para karşılığında şirkette ortak, yani pay sahibi olduğu modele paya dayalı kitle fonlaması; borçlanma aracı olarak alacaklı konumuna geçtiği modele ise borçlanmaya dayalı kitle fonlaması denir.

Bu faaliyeti yürütecek platformların önüne ciddi kuruluş şartları konmuştur, çünkü platform halkın parasına aracılık eden bir yapıdır. Bir kitle fonlama platformunun kurulabilmesi için anonim ortaklık biçiminde olması, sermayesinin en az on beş milyon Türk lirası olması ve bu tutarın tamamının nakden ödenmesi, paylarının tamamının nama yazılı olması, ticaret unvanında Kitle Fonlama Platformu ibaresinin bulunması ve esas sözleşmesinde işletme konusunun münhasıran kitle fonlamasına aracılık olarak belirtilmesi gerekir. Yönetim kurulu da en az üç kişiden oluşmalıdır. Kuruluş izni almak tek başına yeterli değildir; platformun fiilen faaliyete geçebilmesi için ayrıca Kurul tarafından tutulan listeye alınması şarttır. Burada hatırlanması gereken kolaylaştırıcı bir kural vardır: on beş milyon liralık asgari özsermaye şartı, platformun listeye alınmasını izleyen ilk iki yıl boyunca yarısı oranında uygulanır. Ayrıca platformun en az bir yönetim kurulu üyesinin bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip olması zorunludur.

Her platformun kalbinde yatırım komitesi yer alır; kampanya başvurularını değerlendiren ve bilgi formunu onaylayan organ budur. Yatırım komitesinin en az üç üyeden oluşması, üyelerinin çoğunluğunun finans, girişimcilik, hukuk veya teknoloji gibi alanlarda en az beş yıllık tecrübeye sahip olması, bir üyesinin platformun yönetim kurulu üyesi olması ve en az bir üyesinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahip olması gerekir. Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yürütülecekse buna ek olarak, komitenin en az bir üyesinin kredi derecelendirme lisansına sahip olması aranır. Üyelerin tarafsızlığını korumak için de bir sınır konmuştur: yatırım komitesi üyeleri, değerlendirdikleri kampanyalara hedeflenen fon tutarının yüzde beşinden fazla fon sağlayamaz ve bu faaliyet karşılığında girişimcilerden ekonomik menfaat elde edemez.

Şimdi konunun sayısal çekirdeğine, yani yatırım sınırlarına gelelim. Yatırımcıyı aşırı riskten korumak için, nitelikli yatırımcı olmayan gerçek kişilerin yatırılabileceği tutarlar sınırlandırılmıştır ve bu sınırlar iki model için farklıdır. Paya dayalı modelde nitelikli olmayan bir gerçek kişi, bir takvim yılı içinde en çok dört yüz bin lira yatırabilir; ancak bu sınır, bir milyon beş yüz bin lirayı aşmamak kaydıyla, kişinin platforma beyan ettiği yıllık net gelirinin yüzde onu olarak uygulanabilir. Borçlanmaya dayalı modelde ise yıllık üst sınır beş yüz bin liradır; bu tutar da iki milyon lirayı aşmamak üzere yıllık net gelirin yüzde onuna kadar yükseltilebilir. Borçlanmaya dayalı modelin bir de proje bazında sınırı vardır: aynı yatırımcı tek bir projeye en fazla iki yüz bin lira koyabilir. Bu rakamları birbirine karıştırmamak gerekir; dört yüz bin lira paya dayalı modelin sayısıdır, beş yüz bin lira ile proje başına iki yüz bin lira ise borçlanmaya dayalı modelin sayılarıdır.

Kampanya süreci de belirli kurallara bağlanmıştır. Kampanya, yatırım komitesince onaylanan bilgi formunun kampanya sayfasında yayımlandığı tarihte başlar ve süresi altmış günü geçemez. Yatırımcı, fon sağlamaya ilişkin ödeme emrini verdiği andan itibaren kırk sekiz saat içinde, hiçbir gerekçe göstermeksizin cayma hakkını kullanabilir. Kampanya süresi sonunda hedeflenen fon toplanamazsa, toplanan tutarlar varsa getirileriyle birlikte emanet yetkilisi aracılığıyla yatırımcılara iade edilir. Hedeflenen fon toplanırsa, girişimci tarafından yürütülen kampanyalarda kampanya süresinin bitişini izleyen doksan gün içinde bir anonim şirket kurulması zorunludur. Bu süreç boyunca yatırımcılardan toplanan paralar doğrudan girişimciye aktarılmaz; bir emanet yetkilisi nezdinde bloke edilerek tutulur ve bu, yatırımcı korumasının temel taşlarından biridir.

Borçlanmaya dayalı modelin kendine has birkaç kuralını daha bilmek gerekir. Yatırımcılara satılacak borçlanma aracının faiz oranı serbestçe belirlenemez; belirlenen faiz, referans alınan iki Devlet İç Borçlanma Senedinin ağırlıklı ortalama faiz oranının yüzde elli fazlasını aşamaz ve borçlanma aracının vadesi beş yıldan uzun olamaz. Geri ödemeler de vade sonunda tek seferde yapılamaz, taksitlere yayılır. Ayrıca borçlanmaya dayalı kitle fonlamasına aracılık eden platformlar, temerrüt oranlarını ve uyguladıkları faiz oranlarını internet sitelerinde sürekli olarak duyurmak zorundadır.

Son olarak platformların sınırlarını ve kime aracılık edebileceklerini bilmek gerekir. Platformlar yatırım tavsiyesi niteliğinde analiz veya yorum yapamaz, ikincil piyasa işlemlerine aracılık edemez, gayrimenkul alım satımına ya da gayrimenkul projelerine yönelik kitle fonlaması yürütemez ve kendileriyle çıkar ilişkisi bulunan girişimler için kampanya düzenleyemez. Fon toplayacak girişim şirketlerinin teknoloji veya üretim faaliyetinde bulunması zorunludur ve halka açık ortaklıklar bu yolla fon toplayamaz. Toplanan fonların ilan edilen amacına uygun kullanılıp kullanılmadığının denetiminde de iki model ayrışır: paya dayalı modelde bu denetim, bağımsız bir denetim kuruluşunca özel amaçlı rapor hazırlanarak yapılır; borçlanmaya dayalı modelde ise denetimi platformun yatırım komitesi üstlenir. Bu ayrım aslında iki modelin mantığını da özetler; pay alan yatırımcının hakları dışarıdan bağımsız bir gözle korunurken, alacaklı konumundaki yatırımcının parası platformun kendi iç organı eliyle izlenir.

3. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

3.6 · Aracı Kurumlar ve Portföy Yönetim Şirketleri Tarafından Kullanılacak Uzaktan Kimlik Tespiti Yöntemlerine ve Elektronik Ortamda Sözleşme İlişkisinin Kurulmasına İlişkin Tebliğ III-42.1**Uzaktan Kimlik Tespiti ve Elektronik Ortamda Sözleşme İlişkisi (III-42.1 Tebliği)****KISACA**

Uzaktan kimlik tespiti, bir aracı kurumun ya da portföy yönetim şirketinin, müşteri adayıyla fiziksel olarak aynı ortamda bulunmadan, çevrimiçi bir görüntülü görüşme aracılığıyla onun kimliğini doğrulamasıdır. Bu imkân, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 42'nci maddesinde 7247 sayılı Kanunla yapılan değişikliğin ardından, III-42.1 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir. Tebliğin amacı iki yönlüdür: hem müşteri edinim sürecindeki kimlik tespitini uzaktan yapılabilir kılmak, hem de kimlik tespitinin ardından müşteriyle kurulacak sözleşme ilişkisinin elektronik ortamda, yazılı şeklin yerine geçecek biçimde kurulmasına izin vermektir.

Sürecin temel mantığı, uzaktan yapılan tespitin yüz yüze yapılabilecek ve asgari düzeyde risk taşıyacak şekilde tasarlanmasıdır. Bu nedenle işlem kritik işlem sayılır; kişinin kendisi tarafından başlatılır, bilgi teknolojilerinin kontrolleriyle sürdürülür ve eğitim almış personelin onayıyla tamamlanır. Görüntülü görüşme gerçek zamanlı, kesintisiz ve uçtan uca güvenli biçimde yapılır. Kimlik belgesi tercihen yakın alan iletişimiyle yongasından doğrulanır; bu mümkün olmazsa en az dört görsel güvenlik unsuru kontrol edilir ve ilk finansal hareket başka bir finansal kuruluş üzerinden yapılır. Kişinin canlılığı tespit edilir, yüzüyle belgedeki fotoğraf biyometrik olarak karşılaştırılır ve süreç sözlü onayla sonuçlanır.

Kimlik tespiti tamamlandıktan sonra, müşterinin irade beyanının müşteriye özgü gizli anahtarla imzalanması gibi koşulların sağlanmasıyla sözleşme mesafeli ve elektronik ortamda kurulabilir; bu şekilde kurulan sözleşme yazılı şekilde kurulmuş sayılır.

Uzaktan kimlik tespiti konusunu anlamak için önce çözdüğü sorundan başlamak gerekir. Geleneksel olarak bir yatırımcının aracı kuruma ya da portföy yönetim şirketine müşteri olabilmesi, kimliğinin yüz yüze tespit edilmesini ve sözleşmelerin ıslak imzayla, yani yazılı şekilde kurulmasını gerektiriyordu. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 42'nci maddesinde 7247 sayılı Kanunla yapılan değişiklik bu zorunluluğu esnetti: artık müşteri ilişkisi, uzaktan iletişim araçları kullanılarak mesafeli biçimde ya da bir bilişim veya elektronik haberleşme cihazı üzerinden yazılı şeklin yerine geçecek şekilde kurulabiliyor. Kanun, bunun usul ve esaslarını belirleme yetkisini Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakmış, Kurul da bu yetkiye dayanarak III-42.1 sayılı Tebliği çıkarmıştır. Dolayısıyla bu tebliğin kapsamı birbirini tamamlayan iki başlığı içerir: birincisi, müşteri adayının kimliğinin uzaktan nasıl tespit edileceği; ikincisi, kimlik tespiti tamamlandıktan sonra sözleşme ilişkisinin elektronik ortamda nasıl kurulacağıdır.

Şimdi sürecin temel mantığına geleyim. Tebliğin çıkış noktası, uzaktan yapılan kimlik tespitinin yüz yüze yapılan tespite benzer ve yalnızca asgari düzeyde risk taşıyacak biçimde tasarlanmasıdır. Bu yüzden işlem, sıradan bir işlem değil, kritik işlem olarak değerlendirilir. Kritik olmasının pratik sonucu, sürecin tek bir el tarafından baştan sona götürülememesidir; ne bilgi teknolojileri sistemleri ne de personel

işlemi tek başına başlatıp onaylayıp tamamlayabilir. Bunun yerine süreç üç aşamalı bir zincir gibi işler: kişi tarafından başlatılır, bilgi teknolojilerinin uyguladığı kontrollerle sürdürülür ve eğitim almış personelin yapacağı onaylama ile ek kontroller sonucunda tamamlanır. Personelin yürüttüğü kontroller işlemi riskli gösteriyorsa, işlem ya ikinci bir personelin onayına taşınır ya da tümüyle durdurulur. Bu sürecin dayandığı sistemlerin edinimi ve yönetimi başıboş değildir; III-39.1 sayılı Tebliğ'in 50'nci maddesi ile VII-128.10 sayılı Bilgi Sistemleri Yönetimi Tebliği'nin 19'uncu maddesindeki esaslara uyulur. Ayrıca kurum, süreci uygulamaya başlamadan önce bir iş akış prosedürü oluşturur, bu prosedürün etkinliğini test eder ve sonuçları yazılı hale getirir; test başarılı bulunmadıkça süreç uygulanamaz. Bu prosedürün yılda en az iki defa gözden geçirilmesi gerekir, bir güvenlik ihlali, mevzuat değişikliği veya yeni bir zafiyetin ortaya çıkması gibi durumlarda ise ayrıca gözden geçirilir.

Buna bağlı olarak personel ve çalışma ortamı da özel kurallara tabidir. Görüntülü görüşme aşamasını yalnızca bu konuda eğitim almış personel yürütebilir; bu personelin kimlik belgelerinin özelliklerini, geçerli doğrulama yöntemlerini ve dolandırıcılık ihtimallerini bilmesi beklenir. Eğitim tek seferlik değildir: personel, kişisel verilerin korunması mevzuatını da kapsayacak biçimde yılda en az bir defa ve her güncelleme sonrasında eğitim alır. Personel, güvenlik zafiyetlerinin önleildiği, erişimi sınırlandırılmış ayrı alanlarda çalışır ve engelli kişilere hizmet verilebilmesi için gerekli önlemler alınır.

Sürecin fiilen başlaması da belirli ilkelere bağlıdır. Görüntülü görüşme başlamadan önce kişinin başvurusu, kurumun uygulaması üzerinden elektronik ortamda doldurulan bir form ile alınır ve bu verilerle kişi hakkında bir risk değerlendirmesi yapılır. Burada gözden kaçırılmaması gereken önemli bir ayrım vardır: uzaktan kimlik tespiti amacıyla, özel nitelikli kişisel verilerin tamamı değil, yalnızca biyometrik veri kullanılabilir ve bunun için kişinin açık rızası elektronik ortamda kayıt altına alınır. Suistimali zorlaştırmak için, belirli bir kişinin belirli bir personele atanması gibi önceden tahmin edilebilir durumların önüne geçecek mekanizmalar kurulur; görüşmede personelin soracağı asgari sorular belirlenir, ancak soruların sırası ve türü değişkenlik gösterir. Görüntülü görüşmenin kendisi gerçek zamanlı ve kesintisiz olarak, uçtan uca güvenli iletişimle yapılır; görüntü ve ses kalitesi, belgenin beyaz ışık altında ve tahrif edilip edilmediğinin anlaşılabileceği düzeyde olmalıdır. Kişinin cep telefonu numarası ise, yalnızca o işleme özgü ve merkezi olarak üretilen bir SMS OTP'nin uygulama arayüzünden geri gönderilip onaylanmasıyla doğrulanır. Süreç sürekli bir iş ilişkisi doğurduğu için, kurum aynı zamanda suç gelirlerinin aklanması ve terörün finansmanının önlenmesi mevzuatındaki tedbirleri, özellikle ilgili Yönetmelik'in 18 ve 20'nci maddeleri ile Mali Suçları Araştırma Kurulu'nun ilgili Genel Tebliği hükümlerini dikkate alarak risk temelli sıkılaştırılmış tedbirler uygular.

Şimdi asıl teknik çekirdeğe, yani belgenin nasıl doğrulandığına geelim. Kullanılacak belge, beyaz ışık altında ayırt edilebilen güvenlik öğelerine, fotoğrafa ve imzaya sahip bir kimlik belgesidir. Tercih edilen yöntem, yakın alan iletişimiyle belgenin temassız yongasındaki bilgilerin doğrulanmasıdır; bu doğrulama, belgenin yetkili makamca verildiğinin ve yonga bilgilerinin değiştirilmediğinin, ayrıca yongadaki anahtarların kopyalanarak oluşturulmadığının kontrol edilmesiyle yapılır. Burada asıl dikkat edilmesi gereken nokta şudur: yonga doğrulaması herhangi bir nedenle yapılamıyorsa devreye alternatif bir yol girer. Bu durumda belgenin görsel güvenlik unsurlarından seçilen en az dört adedinin şekil ve içerik yönünden doğrulanması gerekir; dahası, yalnızca görsel unsurlara dayanılarak yapılan bu

tespitte, kişiyle sürekli iş ilişkisi kurulmadan önce ilk finansal hareketin, müşterinin tanınmasına ilişkin esasları uygulayan başka bir finansal kuruluş üzerinden yapılması zorunludur. Yani yonga doğrulamasının yokluğu, ek bir güvenlik katmanını tetikler. Görsel doğrulama sırasında kişiden belgeyi kameraya karşı eğmesi ve sistemin rastgele belirlediği kısımlara parmağını koyması istenir; belgenin karakter tipografisi, zarar görüp görmediği, geçerlilik süresi, MRZ bilgileriyle uyumu ve seri numarasının okutulması gibi kriterler asgari olarak kontrol edilir.

Belge doğrulandıktan sonra sıra kişinin kendisinin doğrulanmasına gelir. Görüntülü görüşmede kişinin canlılığını tespit eden yöntemler kullanılır ve sahte yüz teknolojilerine karşı ilave tedbirler alınır. Kişinin yüzü, mümkünse yongadaki fotoğrafla, mümkün değilse belge üzerindeki fotoğrafla biyometrik olarak karşılaştırılır. Personel; kimlik avı, sosyal mühendislik veya baskı altında hareket etme gibi ihtimalleri göz önünde bulundurarak sağlanan bilgilerin tutarlı ve inandırıcı olduğundan emin olur. Süreç, kişiden müşteri olmayı kabul ettiğine dair sözlü onayın alınmasıyla tamamlanır. Buna karşılık zayıf ışık, düşük görüntü kalitesi ya da herhangi bir tutarsızlık nedeniyle doğrulama yapılamıyorsa veya sahtecilik şüphesi doğarsa süreç sonlandırılır. Tüm süreç, denetlenebilir olacak şekilde baştan sona kayıt altına alınır ve saklanır. Sorumluluk açısından da kritik bir kural vardır: kişiye ya da üçüncü bir tarafa yükümlülük doğuran işlemlere itiraz edilmesi halinde ispat yükümlülüğü aracı kuruma veya portföy yönetim şirketine aittir. Kurul ise uyum sorunları, şikâyetler veya dolandırıcılık şüphesi gibi durumlarda uzaktan kimlik tespiti kullanımını kısıtlamaya ya da durdurmaya yetkilidir.

Son olarak, kimlik tespitinin ardından sözleşmenin nasıl kurulduğuna bakalım. Kimlik ister uzaktan ister yüz yüze tespit edilmiş olsun, sözleşme ilişkisi mesafeli biçimde kurulabilir; bunun için müşterinin irade beyanının, Belge Kayıt Tebliği'nin 5/A maddesinin birinci fıkrasına uygun bir kimlik doğrulamanın ardından alınması gerekir. Eğer bu irade beyanı, uzaktan kimlik tespiti görüşmesi sırasında ya da görüşme sonlandırılmadan hemen önce alınırsa, 5/A maddesinin birinci fıkrasının gerekleri zaten yerine getirilmiş sayılır ve müşteriden ayrıca kimlik doğrulama bilgisi istenmez. Elektronik ortamda yazılı şeklin yerine geçecek bir sözleşme kurulmak istendiğinde ise üç koşul birlikte aranır: birincisi sözleşmenin bütün şartlarının müşterinin okuyabileceği şekilde elektronik ortamda iletilmesi, ikincisi bu sözleşmenin ve irade beyanının müşteriye özgü şifreleme gizli anahtarıyla imzalanarak kuruma iletilmesi, üçüncüsü de müşteriye içerik olarak hangi bilgiler gösterildiyse yalnızca o bilgilerin imzalanmasının sağlanmasıdır. Bu üç koşula uygun olarak kurulan sözleşme, teminat, kefalet ve temlik gibi sözleşmeler dahil olmak üzere, yazılı şekilde kurulmuş sayılır; aynı kural portföy yönetim şirketleri ile müşterileri arasındaki sözleşmeler için de geçerlidir. Bu konunun özünü kavramak isteyen bir aday için akılda tutulması gereken ayrımlar nettir: prosedür yılda en az iki kez gözden geçirilir, yonga doğrulaması yapılmadığında en az dört görsel unsur aranır ve ilk finansal hareket başka bir finansal kuruluş üzerinden yapılır, özel nitelikli verilerden yalnızca biyometrik veri kullanılabilir ve elektronik sözleşmenin geçerliliği üç koşulun birlikte sağlanmasına bağlıdır.

4. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

4.1 • Takas, Saklama ve Operasyon İşlemlerine İlişkin Temel Kavramlar

Takas, Saklama ve Operasyonun Temel Kavramları: Takasbank, Merkezi Karşı Taraf ve Teminat Sistemi

KISACA

Sermaye piyasalarında bir alım satım emri eşleştğinde iş henüz bitmiş olmaz; asıl kritik aşama, tarafların birbirine olan yükümlülüklerini gerçekten yerine getirmesidir. İşte takas, piyasada gerçekleşen işlemlerden doğan yükümlülüklerin belirlenen süre ve şartlarda yerine getirilerek nakit ve varlıkların taraflar arasında el değiştirmesini sağlayan sürecin tamamıdır; saklama ise bu varlıkların sahibi adına güvenle tutulmasıdır. Ülkemizde takas, teminat ve saklama hizmetini İstanbul Takas ve Saklama Bankası, yani Takasbank yürütür; kaydi sistemdeki hak sahipliği kayıtlarını ise Merkezi Kayıt Kuruluşu, yani MKK tutar.

Bu alanın kalbinde merkezi karşı taraf kavramı yer alır. Takasbank merkezi karşı taraf olduğunda, işlem eşleştirdiği anda alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı konumuna geçer; böylece iki taraf artık birbirinin değil, doğrudan Takasbank'ın karşı tarafı olur ve karşı tarafın ödeme yapmama riski büyük ölçüde ortadan kalkar. Takasbank bu rolü açık teklif ya da sözleşme yenileme yöntemiyle üstlenir. Takasbank üstlendiği bu riski teminat ve garanti fonuyla güvenceye alır. Üyelerden başlangıç ve değişim teminatından oluşan işlem teminatı alınır; teminatlandırma brüt, net ya da portföy bazlı yapılabilir. Teminatların yetmediği durumlar için üyelerin katkısıyla oluşturulan garanti fonu devreye girer. Bu özetle geçen açık, uzun ve kısa pozisyon ile karşı taraf kredi riski, piyasa riski ve likidite riski gibi kavramlar, modülün geri kalanının üzerine kurulduğu temel sözlüktür.

Sermaye piyasalarında bir alım satım emrinin eşleşmesi, çoğu kişinin sandığının aksine işlemin bittiği an değil, asıl işin başladığı andır. Emir eşleştikten sonra alıcının parayı ödemesi, satıcının da menkul kıymeti teslim etmesi gerekir; bu iki edimin gerçekten yerine gelmesini sağlayan sürecin adı takastır. Bu dersin dayandığı bölüm baştan sona bu sürecin sözlüğü niteliğindedir, yani modülün geri kalanını anlamak için önce buradaki temel kavramların ne anlama geldiğini oturtmamız gerekir. Bu yüzden amacımız tek tek tanım ezberlemek değil, kavramların birbirine nasıl bağlandığını görmek olacak.

En baştan başlayalım. Takas, bir işlemde doğan yükümlülüklerin Takasbank'ın koyduğu süre ve koşullar içinde üyelerce karşılanması ve bunun sonucunda nakit ile varlıkların taraflar arasında el değiştirmesi demektir; yani işlemi fiilen sonuçlandıran bütün adımların ortak adıdır. Saklama ise bu varlıkların sahibi adına güvenle tutulmasıdır. Ülkemizde bu iki işlevin kurumsal karşılığı nettir. Takas, teminat ve saklama hizmetini İstanbul Takas ve Saklama Bankası, kısa adıyla Takasbank yürütür; kaydi sermaye piyasası araçlarının ve bunlara bağlı hakların elektronik ortamda kimin adına kayıtlı olduğunu ise Merkezi Kayıt Kuruluşu, yani MKK tutar. Bu iki kurumu birbirine karıştırmayın, çünkü işlevleri farklıdır: Takasbank işlemin parasal ve varlıksal tarafını sonuçlandıran kurumdur, MKK ise hak sahipliğinin merkezi kaydını tutar. Kayıtların tutulduğu bu elektronik ortamın adı da Merkezi Kaydi Sistem'dir.

Şimdi bu alanın en can alıcı kavramına, merkezi karşı taraf hizmetine geleyim. Kısaca MKT denilen bu kavramın mantığı şudur: normalde bir işlemde alıcı doğrudan satıcıya, satıcı da doğrudan alıcıya

bağlıdır ve karşı taraf ödemesini yapmazsa diğer taraf zarara uğrar. Takasbank merkezi karşı taraf olduğunda bu doğrudan bağı keser. İşlem eşleştiği anda araya girer ve alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı konumuna geçer. Böylece her iki taraf da artık birbirinin değil, doğrudan Takasbank'ın karşı tarafı hâline gelir. Bunun sonucu son derece önemlidir: taraflar açısından karşı tarafın temerrüde düşme, yani yükümlülüğünü yerine getirmeme riski büyük ölçüde ortadan kalkar, çünkü muhatapları artık güçlü ve düzenlenmiş bir kurumdur. Takasbank bu rolü iki yöntemle üstlenebilir. Birincisi açık teklif yöntemidir; burada Takasbank işlemin eşleştiği anda kendiliğinden piyasa katılımcıları arasına girer. İkincisi sözleşme yenileme yöntemidir; burada taraflar arasında yapılmış sözleşme, takas tamamlanmadan önce iptal edilir ve Takasbank her bir tarafla ayrı ayrı yeni sözleşme kurar. Sonuç ikisinde de aynıdır; yalnızca izlenen hukuki yol farklıdır.

Buraya kadar mantık akıyor ama akla haklı bir soru geliyor: Takasbank herkesin karşı tarafı oluyorsa, taraflardan biri gerçekten ödeyemez duruma düşerse zararı kim karşılayacak? Teminat ve garanti fonu tam da bu soruya verilen cevaptır. Takasbank üstlendiği riski boşuna üstlenmez; kendisini katmanlı bir koruma sistemiyle güvenceye alır. Bu korumanın ilk katmanı teminattır. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde üyelerden alınan teminata işlem teminatı denir ve bu teminat iki parçadan oluşur. Birincisi başlangıç teminatıdır; bir temerrüt ortaya çıkarsa, temerrüt anından pozisyonların kapatılmasına kadar geçecek sürede maruz kalınabilecek riski karşılamak için daha en baştan istenen tutardır. İkincisi değişim teminatıdır; mevcut pozisyonların piyasa fiyatıyla değerlendirilmesi sonucunda ortaya çıkan farkları karşılamak için gereken tutardır. Kısacası işlem teminatını, başlangıç teminatı ile değişim teminatının toplamı olarak düşünebilirsiniz.

Teminatın nasıl hesaplandığı da başlı başına bir konudur ve burada birbirine yakın üç yöntem vardır. Brüt teminatlandırmada her müşterinin pozisyonu ayrı ayrı ele alınır, pozisyonlar birbiriyle netleştirilmez ve hesaplanan tutarlar toplanır; bu yöntem daha yüksek teminat gerektirir. Net teminatlandırmada ise müşterilere ait pozisyonlar önce birbiriyle netleştirilir, teminat bu netleşmiş tutar üzerinden hesaplanır ve doğal olarak daha düşük bir tutar çıkar. Brüt ile neti karıştırmayın: brüt, netleştirme yapmadan her pozisyonu ayrı hesaplayıp toplamak; net ise önce mahsuplaşıp sonra hesaplamak demektir. Üçüncü yöntem olan portföy bazlı teminatlandırmada, aynı hesaptaki varlıklar arasındaki korelasyonların riski azaltıcı etkisi dikkate alınarak teminat bulunur. Ayrıca teminata kabul edilen varlıkların piyasa değeri olduğu gibi alınmaz; nakde çevrilmeleri gerektiğinde değerlerinde yaşanabilecek düşüşü yansıtmak için teminat değerlendirme katsayısı, yani bir tür değer kırpması uygulanır.

Teminat ilk savunma hattıysa, garanti fonu ikinci savunma hattıdır. Garanti fonu, merkezi karşı taraf hizmeti verilen bir piyasada takas yükümlülükleri yerine getirilmediğinde kullanılmak üzere Takasbank nezdinde tutulan, teminatların dışında kalan ve MKT üyelerinin katkı paylarıyla oluşturulan fondur. Buradaki sıralama önemlidir: bir üye temerrüde düştüğünde önce o üyenin kendi teminatı kullanılır, bu yetmezse üyelerin ortaklaşa oluşturduğu garanti fonu, en sonunda da Takasbank'ın kendi sermayesinden bu iş için tahsis edilen bölüm devreye girer. Teminatlar, garanti fonu ve sermayenin bu tahsisli bölümüyle korunabildiği için bu risklere karşılanmış riskler denir.

Bu koruma sisteminin hangi riske karşı kurulduğunu bilmek de bu kavramları öğrenmenin bir parçasıdır. Sistemin var oluş sebebi olan risk, karşı taraf kredi riskidir; bu, iki tarafa da yükümlülük getiren bir işlemde karşı tarafın, işlemin son ödemesinden önce temerrüde düşme riskidir. Bunun yanında piyasa riski, fiyat seviyelerindeki değişimlerden ve oynaklıktan kaynaklanır; içinde hisse senedi fiyat riski, kur riski, faiz oranı riski ve emtia riski gibi alt unsurları barındırır. Likidite riski ise piyasada yeterli derinlik bulunmaması nedeniyle bir pozisyonun piyasa fiyatından kapatılamaması ya da dengelenememesi riskidir. Takasbank bu riskleri ölçmek için sayısal yöntemlere başvurur. Riske maruz değer, elde tutulan bir portföyün belli bir dönemde ve belli bir olasılık seviyesinde uğrayabileceği en yüksek zararı tahmin eden değerdir. Stres testi, aşırı ama imkansız olmayan piyasa koşullarında finansal kaynakların bu riskleri karşılamaya yetip yetmediğini sınar. Geriye dönük test ise kullanılan risk ölçüm modelinin geçmiş verilerdeki performansını değerlendirir.

Son olarak, bu modülde sürekli karşınıza çıkacak pozisyon kavramlarını da yerli yerine oturtalım. Açık pozisyon, vadeli işlem ve opsiyon piyasalarında işlem, nakdi uzlaşma veya fiziki teslimatla henüz kapatılmamış pozisyonudur. Uzun pozisyon, sahibine vade geldiğinde dayanak varlığı önceden belirlenen fiyattan satın alma yükümlülüğü ya da hakkı veren pozisyonudur; kısa pozisyon ise satma yükümlülüğü ya da hakkı verendir. Bütün bu kavramlar ilk bakışta birbirinden bağımsız birer tanım gibi görünse de aslında tek bir hikâyeyi anlatır: piyasada işlem yapan tarafların birbirine güvenmek zorunda kalmadan, güçlü ve merkezi bir kurumun garantisi altında güvenle işlem yapabilmesinin hikâyesini. Bu temel kavramları bu bütünlük içinde kavradığınızda, modülün ileriki bölümlerindeki takas, temerrüt ve transfer süreçleri çok daha anlaşılır gelecektir.

4. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

4.2.1 - Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik

Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK): Kuruluşu, Ortaklık Yapısı, Görevleri ve Sorumluluğu

KISACA

Merkezi Kayıt Kuruluşu, kısa adıyla MKK, sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin işlemleri yürüten, bu araçları ve bunlara bağlı hakları elektronik ortamda üyeler ile hak sahipleri itibarıyla kayden izleyen ve söz konusu araçların merkezî saklamasını yapan bir kuruluştur. Özel hukuk tüzel kişiliğine sahip bir anonim şirket olarak örgütlenmiştir; yani bir kamu kurumu değil, sermaye piyasasının kendi kurumlarının ortak olduğu özel bir şirkettir. Kuruluşundan denetimine, gelirlerinden kâr payı dağıtımına kadar bütün çalışma çerçevesi "Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik" ile belirlenmiştir. Sermayesi 100 milyon TL olan MKK'nın payları A ve B grubu olmak üzere ikiye ayrılmıştır; güncel ortaklık yapısında Takasbank yaklaşık yüzde 64,9, Borsa İstanbul yaklaşık yüzde 30,1 ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği yüzde 5 paya sahiptir. Esas sözleşmeyi Sermaye Piyasası Kurulu onaylar ve her ortağın sahip olabileceği azami pay oranı bu sözleşmede sınırlandırılır. Bu konuyu çalışırken kavranması gereken en kritik ayrım, MKK'nın ortakları ile üyeleri arasındaki farktır: kuruluşa sermaye koyan ortaklar ile kaydi sistemde hesap tutup hizmetlerinden yararlanan üyeler birbirinden farklı gruplardır. Son olarak MKK ile üyeleri, kayıtların yanlış tutulmasından doğan zararlardan kusurları oranında sorumludur ve bu sorumluluk sözleşmeyle hafifletilemez; kuruluşun gözetim ve denetim mercii ise Sermaye Piyasası Kurulu'dur.

Sermaye piyasalarında işlem gören araçların bir zamanlar fiziki senetler hâlinde saklandığını ve el değiştirdiğini düşünün; bu yöntem hem güvenlik hem de hız bakımından ciddi zorluklar taşıyordu. İşte Merkezi Kayıt Kuruluşu, yani MKK, bu araçların kaydileştirilmesini, başka bir deyişle senede bağlı fiziki varlıklar yerine elektronik kayıtlarla izlenmesini sağlamak üzere kurulmuştur. Kuruluşun temel işlevini üç başlıkta toplayabiliriz: önce fiziki senetleri elektronik kayda dönüştürür, yani araçları kaydileştirir; ardından bu araçları ve onlara bağlı hakları hangi üyede ve hangi hak sahibinde durduğuyla birlikte elektronik ortamda kayden izler; son olarak da bu araçların merkezî saklamasını üstlenir. MKK, özel hukuk tüzel kişiliğine sahip bir anonim şirket biçiminde örgütlenmiştir; yani bir kamu kurumu değil, sermaye piyasasının kendi kurumlarının ortak olduğu özel bir şirkettir. Kuruluşun bütün çerçevesi, adından da anlaşılacağı gibi "Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik" ile çizilmiştir. Bu yönetmelik yalnızca kuruluşu değil, faaliyet ve çalışma esaslarını, üyeliği, denetimi, hatta gelirleri ile kâr payı dağıtımını da düzenler.

Şimdi ortaklık yapısına bakalım, çünkü buradaki ayrıntılar konunun belkemiğini oluşturur. MKK'ya Borsa İstanbul, Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulup faaliyet izni almış diğer borsalar, Takasbank ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği kurucu ortak olabilir. Kuruluşun sermayesi 100 milyon TL'dir ve bu sermayeyi temsil eden paylar A ile B grubu olarak ikiye ayrılmıştır. Güncel dağılıma göre en büyük ortak yaklaşık yüzde 64,9 payla Takasbank'tır; onu yaklaşık yüzde 30,1 ile Borsa İstanbul izler ve geri kalan yüzde 5'lik pay Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'ne aittir. Burada ince ama önemli bir ayrım var: bir

ortağın fiilen sahip olduğu pay oranı ile sahip olabileceği azami pay oranı aynı şey değildir. Esas sözleşme Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanır ve azami oranlar bu sözleşmede gösterilir. Güncel esas sözleşmeye göre Takasbank'ın payı yüzde 75'i, Borsa İstanbul'un payı yüzde 50'yi, Birliğin payı yüzde 10'u, diğer ortakların her birinin payı ise yüzde 5'i geçemez. Yani tavan oranlar ile bugünkü fiili oranları birbirine karıştırmayın; bunlar farklı şeylerdir. Ayrıca Kurul, esas sözleşmedeki kâr payı dağıtım oranlarına ve ortaklara tanınan imtiyazlara sınırlama getirebilir.

MKK'nın görev ve yetkileri yönetmelikte tek tek sayılmıştır ve bunları bir bütün olarak düşünmek akılda kalıcılığı artırır. Kuruluş her şeyden önce araçları kaydileştirir ve kayden izler, ancak görevleri bununla sınırlı değildir. Kayıtların üyeler itibarıyla tutarlı olup olmadığını sürekli izler; bir tutarsızlık ya da düzenlemelere aykırılık fark ederse ilgili üyeden gerekli düzeltmeyi ister ve durumu derhâl Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirir. Kayıtların gizliliğini sağlamak, kaydileştirilen araçların teslim alınıp Kurulca belirlenen esaslar çerçevesinde imha edilmesini yürütmek de onun işidir. Bunların yanında MKK, şirketler ile ortakları ve yatırımcıları arasındaki iletişimi kolaylaştıran elektronik bir platform kurar, sermaye piyasasına ilişkin verilerin tek bir noktada toplandığı elektronik bir veri bankası oluşturur ve payları kayden izlenen anonim ortaklıkların genel kurullarına elektronik ortamda katılım için gereken teknolojik altyapıyı sağlar. Lisanslı depolarca düzenlenen ürün senetlerinin kaydileştirilmesi, kitle fonlaması platformlarıyla kurulan entegrasyonlar üzerinden servis sağlanması ve üyeler arasında sistemin işleyişinden doğan uyuşmazlıklarda tahkim sisteminin kullanılmasına yardımcı olunması da bu görev listesinde yer alır. Nihayet 1 Nisan 2021 tarihinden itibaren, payları zaten kayden izlenen şirketler dışında kalan anonim şirketlerin hamiline yazılı pay sahiplerinin ve sahip oldukları paya ilişkin bilgilerin elektronik ortamda kayden izlenmesi işini de MKK üstlenmiştir.

Bu görevleri hakkıyla yerine getirebilmesi için MKK'nın belirli faaliyet şartlarını sağlaması gerekir. Kuruluşun muhasebe, kayıt, bilgi ve belge sistemiyle düzenli iş akışını ve haberleşmeyi karşılayacak yeterli bir organizasyona sahip olması, iç kontrol, iç denetim ve gözetim ile risk yönetimi birimlerini kurup işler hâlde tutması beklenir. Ayrıca bünyesindeki önemli varlıkların korunmasına yönelik güvenlik önlemlerini almış olmalı, işlemleri etkin, güvenilir ve kesintisiz yürütmek için gerekli bilgi işlem sistemlerini ve teknolojik altyapıyı kurmalı, bilgilerin tutarlılığını, güvenilirliğini, bütünlüğünü ve zamanında elde edilebilirliğini sağlayacak sistemsel ve yönetsel tedbirleri de almalıdır. Kısacası MKK, ülkenin bütün kaydi sisteminin güvenle döndüğü teknik ve kurumsal omurgadır; bu yüzden faaliyet şartları neredeyse tamamen güvenlik, süreklilik ve veri bütünlüğü üzerine kuruludur.

Burada önemli bir ayrım devreye giriyor: ortak olmak ile üye olmak bambaşka şeylerdir ve bu ikisini karıştırmamak konunun anahtarıdır. Ortaklar kuruluşu sermaye koyan Takasbank, Borsa İstanbul ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği iken; üyeler kaydi sistemde hesap tutan ve MKK'nın hizmetlerinden yararlanan kuruluşlardır. Dikkat edin, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği bir ortaktır ama MKK üyesi değildir ve kaydi sistemde hesabı yoktur. Üyeler arasında ihraççı kuruluşlar ve saklama hizmeti vermeye yetkili yatırım kuruluşları yer alır; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na ise talebi üzerine özel bir üyelik statüsü verilir ve yönetmeliğin üyelerin yükümlülüklerine, disiplin cezalarına, üyeliğin geçici durdurulması veya iptaline, gözetim ve denetime ilişkin hükümleri Merkez Bankası hakkında uygulanmaz. Üyelik için aranan şartlar arasında kayıt ve bilgi alışverişini kolaylaştıracak teknik donanım

ile güvenlik sistemine sahip olmak, gerektiğinde yanlış kayıttan doğacak zararlar için sorumluluk sigortası yaptırmak, işlemleri yürütecek yeterli sayıda ve nitelikte personel istihdam etmek ya da işlemlerini bir başka MKK üyesi aracılığıyla dolaylı ve sürekli biçimde yürüteceğini yazılı olarak bildirmek ve üyeliğe giriş ücretini yatırmak sayılabilir. İhraççının bir yatırım fonu olması hâlinde, ihraççı üyeler için öngörülen hükümler fon kurucularına, yabancı yatırım fonlarında ise fon temsilcilerine uygulanır.

Üyelik her zaman kalıcı değildir. Bir yatırım kuruluşunun faaliyetleri durdurulur veya mensup olduğu grup itibarıyla aranan üyelik koşullarını yitirip aykırılığı belirlenen sürede gidermezse üyeliği geçici olarak durdurulur ve MKK nezdindeki kayıtlara erişimi engellenir; böyle bir durumda kayıtlar üzerinde işlem yapma yetkisi geçici olarak MKK'ya ya da MKK'nın belirleyip Kurulun uygun gördüğü bir yatırım kuruluşuna geçer. Üyeliğin tümünden iptali ise MKK Yönetim Kurulu kararıyla gerçekleşir; iptal için ihraççılar bakımından kayden izlenen bir aracın kalmaması, yatırım kuruluşları bakımından ise bakiyeli hesap bulunmaması şartı aranır. Hakkında tazmin veya tedrici tasfiye kararı verilen yatırım kuruluşlarının kayıtları üzerindeki işlem yapma yetkisi, başka bir işleme gerek kalmaksızın Yatırımcı Tazmin Merkezi'ne devredilir; yetkinin MKK tarafından belirlenen bir üyeye devri hâlinde ise devralınan hesaplara üç ay boyunca ücret tahakkuk ettirilmez.

Son olarak mali hükümlere ve sorumluluğa geelim. MKK'nın ücret ve komisyonları hizmetin türüne göre farklı onay süreçlerinden geçer: tek sunucu olduğu temel hizmetlerin ücretleri yönetim kurulu kararıyla belirlenir ama Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayını gerektirir, hizmet elektronik kayıt tarafıyla ilgiliyse ayrıca Ticaret Bakanlığı'nın onayı da aranır; faydalanılması zorunlu olmayan temel hizmetlerde karar Kurulun bilgisine sunulur, diğer hizmetlerde ise yönetim kurulu kararı yeterlidir. Sorumluluk konusundaki temel kural şu şekilde işler: kayıtların yanlış tutulması yüzünden hak sahipleri bir zarara uğradığında, bu zarardan sorumluluk kusur oranıyla belirlenir ve taraflar aralarında yapacakları sözleşmeye koyacakları hükümlerle bu sorumluluğu ne hafifletebilir ne de büsbütün ortadan kaldıracaktır. Dolayısıyla "zarardan tamamen ve yalnızca MKK sorumludur" biçimindeki bir ifade yanlıştır; sorumluluk kusur oranında hem kuruluşa hem de ilgili üyeye aittir ve yönetim kurulu gerekli gördüğünde üyelerin sorumluluk sigortası yaptırmasına karar verebilir. Kuruluşun gözetim ve denetim mercii ise Sermaye Piyasası Kurulu'dur; nitekim yönetmeliğin adında "denetim esasları" ibaresinin bulunması da bu denetim ilişkisinin konunun merkezinde durduğunu gösterir. Bu konuyu çalışırken ortak, üye ve hesap sahibi kavramlarını birbirinden net biçimde ayırmanız, tavan pay oranları ile fiili oranları karıştırmamanız ve sorumluluğun kusur oranında paylaşıldığını akılda tutmanız, konunun bütün mantığını çözmenize fazlasıyla yeter.

4. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

4.2.2 · Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ II-13.1**Kaydileştirme ve Kayıtların Tutulması: II-13.1 Sayılı Tebliğ****KISACA**

Sermaye piyasası araçlarının artık kâğıt senet biçiminde değil, elektronik ortamda kayıt olarak tutulmasının temel kuralları II-13.1 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ ile belirlenir. Bu Tebliğ, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun kaydileştirmeye ilişkin hükümlerini uygulamaya taşıyan ayrıntı düzenlemedir ve işleyişin merkezinde Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) yer alır. Kanunun benimsediği temel ilke, sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihraç edilmesidir; hangi araçların kayden ihraç edileceğini, hangi hakların kayden izleneceğini ve kaydileştirmenin hangi araç türleri ile ihraççılar bakımından uygulanacağını Sermaye Piyasası Kurulu belirler. Kaydi araçlar, nama ya da hamiline yazılı olmalarına bakılmaksızın kural olarak hak sahibi adına açılmış isme hesaplarda izlenir; ancak Kurul, aracın türüne ve ihraççının veya üyenin niteliğine göre hesapların toplu tutulmasına da karar verebilir. Kaydileştirilmesine karar verilen araçların teslimi zorunludur: teslim edilen senetler kendiliğinden hükümsüz hâle gelirken, teslim edilmeyenler kaydileştirme kararından sonra borsada işlem göremez. Bütün bu kayıtlar MKK'nın oluşturduğu elektronik ortamda üyeleri eliyle tutulur; MKK ve üyeleri, kayıtların yanlış tutulmasından doğan zararlardan kusurları oranında sorumlu olup bu sorumluluğu sözleşmeyle hafifletemez.

Kaydileştirme, en yalın anlatımıyla, sermaye piyasası araçlarının fiziki bir kâğıt senet olmaktan çıkıp tümüyle elektronik kayıt hâline gelmesidir. Bir yatırımcı bir payı ya da bir borçlanma aracını aldığı anda artık elinde bir belge tutmaz; sahipliğini, elektronik bir sistemdeki bir kayıt gösterir. İşte bu kayıtların kim tarafından, hangi hesaplarda ve hangi kurallarla tutulacağını ayrıntılı biçimde ortaya koyan metin, II-13.1 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ'dir. Bu Tebliğ kendi başına yeni bir sistem icat etmez; 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer alan kaydileştirme hükümlerini alıp günlük uygulamanın ayrıntısına çevirir. Sistemin tam ortasında ise Merkezi Kayıt Kuruluşu, kısa adıyla MKK bulunur; kaydi araçlar ve bunlara bağlı haklar MKK tarafından izlenir, kayıtlar ise MKK'nın oluşturduğu elektronik ortamda MKK üyeleri eliyle tutulur.

Kanunun benimsediği temel ilkeyi baştan net kavramak gerekir: sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihraç edilmesi esastır. Yani asıl kural kâğıt senet basmak değil, aracı doğrudan elektronik bir kayıt olarak ihraç etmektir. Bu çerçevede hangi araçların kayden ihraç edileceğine, hangi hakların kayden izleneceğine ve kaydileştirmenin hangi araç türleri ile ihraççılar bakımından uygulanacağına Sermaye Piyasası Kurulu karar verir. Kurul, üyelik şartlarını kaybeden ihraççıların paylarının kayden izlenmesinin nasıl sona erdirileceğini de belirler. Buradaki incelik şudur: sistemin günlük işleyişini MKK yürütse bile, neyin kaydileştirileceği ve hangi hakların izleneceği gibi çerçeve kararlar Kurul'a aittir.

Peki bu kayıtlar kimin adına tutulur? Kural olarak kaydi araçlar, nama ya da hamiline yazılı olup olmadıklarına bakılmaksızın hak sahibi adına açılmış isme hesaplarda izlenir; yani her yatırımcının kaydi prensip olarak kendi adına açılmış bir hesapta görünür. Yine de Kurul, aracın türünü ve ihraççının ya da üyenin niteliğini göz önünde tutarak, kimi durumlarda hesapların hak sahibi adına ayrılmaksızın toplu biçimde tutulmasına izin verebilir. Özellikle yurt dışında yerleşik yatırımcıların araçlarının izlendiği global saklama hesapları bu istisnaya iyi bir örnektir. Dolayısıyla "her zaman herkes için ayrı hesap açılır" demek doğru olmaz; esas olan isme hesaptır, ama toplu hesap da mümkündür.

Kaydi sisteme geçişin en somut sonucu teslim yükümlülüğüdür. Kurul bir aracın kaydileştirilmesine karar verdiğinde, elinde hâlâ fiziki senet bulunanların bu senetleri belirlenen esaslar çerçevesinde teslim etmesi zorunludur. Burada iki ayrı sonucu birbirine karıştırmamak gerekir. Teslim edilen senetler kendiliğinden hükümsüz hâle gelir; çünkü sahiplik artık kâğıtta değil, elektronik kayıta gösterilmektedir. Teslim edilmeyen senetler ise hükümsüz sayılmaz, ancak kaydileştirme kararından sonra borsada işlem görmesi ve aracı kurumlar eliyle alınıp satılması mümkün olmaz. Kısacası teslim eden kişi elindeki değeri kayda dönüştürmüş olur; teslim etmeyen kişi ise değerini yitirmez ama onu borsada tedavül ettiremez.

Bu araçların hangi hesap yapısı içinde tutulduğu ise kaydi sistemin nasıl örgütlendiğini gösterir. MKK nezdinde hesaplar en genel çerçevede TCMB, ihraççılar, yatırım kuruluşları, merkezi takas kuruluşları ve Kurulca belirlenen diğer kuruluşlar itibarıyla açılır. İhraççı hesabı kendi içinde birkaç türe ayrılır: ihraca ilişkin geçici kayıtların satış süresince izlendiği havuz hesabı, borsada işlem görmeyen payların hak sahipleri itibarıyla tutulduğu ortak hesabı ve kaydi dönüştürme aşamasında hak sahibi ihraççı tarafından bilinmediğinde bu payların toplu izlendiği bilinmeyen ortak hesabı bunların başlıcalarıdır. Yatırım kuruluşu tarafında ise asıl önemli hesap yatırımcı hesabıdır; bu, hak sahibi adına açılan ve kaydi araçların izlendiği hesaptır. Merkezi Kayıt Sistemi her yatırımcıya yalnızca kendisine ait tek bir sicil numarası atar; aynı yatırımcı başka bir yatırım kuruluşunda da hesap açtırsa yeni bir numara verilmez, mevcut sicil numarası kullanılmaya devam eder. Bu tek sicil mantığı, bir kişinin tüm kaydi varlıklarının sistemde bütünlüklü izlenebilmesini sağlar.

Bu ana hesapların altında, belirli hukuki durumların izlenmesi için alt hesaplar açılır. Rehin, haciz, yatırımcı blokajı ve satış blokajı gibi işlemlerde bu işlemlere konu haklar, ana hesaba bağlı ayrı bir alt hesap açılmak suretiyle izlenir. Örneğin bir kaydi araç üzerinde teminat, rehin ya da intifa hakkı doğduğunda, bu hakkın kurulduğunu kanıtlayan belgeler ilgili üyeye sunulur; üye de bu durumu gecikmeksizin MKK kayıtlarına işler ve hak, ilgili alt hesapta görünür hâle gelir. Aynı biçimde araçlara ilişkin haciz ve tedbir talepleri de münhasıran MKK üyeleri tarafından, ilgili yatırımcı veya ortak hesabında ayrı bir alt hesap oluşturularak yerine getirilir.

Kaydi sistemde araçların yalnızca durağan biçimde saklanmadığını, üzerlerinde sürekli işlem yapıldığını da unutmayın. Bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarında yeni paylar ilgili hesaplara kaydedilir; mali hakların kullanımında ise kaydi araçlardan doğan faiz ve temettü ödemeleri, hak edildikleri ilk gün MKK'nın muhabir bankası olan Takasbank'a aktarılır ve buradan önce üye hesaplarına, ardından üyeler aracılığıyla hak sahiplerine ulaşır. Bir başka ince kural, hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesiyle

ilgilidir: bir kaydi araç üzerindeki hakkın üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde belirleyici tarih, o hakkın ilgili üyece MKK'ya elektronik ortamda bildirildiği tarihtir. Yani ölçüt, tarafların kendi aralarındaki anlaşmanın tarihi değil, kaydın MKK'ya bildirildiği andır.

Tüm bu düzenin güvenilirliği bir sorumluluk kuralıyla desteklenir. MKK ve üyeleri, kayıtların yanlış tutulması yüzünden hak sahiplerinin gördüğü zararlardan kusurları oranında sorumludur ve bu sorumluluğu, aralarında yapacakları sözleşmelere hüküm koyarak hafifletmeleri ya da tümüyle ortadan kaldırmaları mümkün değildir. Bu Tebliğin özünü kavramak istiyorsanız şu ayrımları birbirine karıştırmamanız yeterli olacaktır: kaydileştirme bir belgesizleştirme işlemidir; çerçeve kararları Kurul verir, işleyişi MKK yürütür; isme hesap esastır ama toplu hesap mümkündür; teslim edilen senet hükümsüzleşir, teslim edilmeyen senet ise yalnızca borsada işlem göremez hâle gelir; ve hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesinde belirleyici olan, kaydın MKK'ya bildirildiği tarihtir.

4. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

4.2.3 · Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik (4, 5 ve 6'ncı Bölümler)

Merkezi Takas Kuruluşları Genel Yönetmeliği: Üyelik, Takas Esasları ve Merkezi Karşı Taraf Uygulaması (4., 5. ve 6. Bölümler)

KISACA

Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun merkezi takas kuruluşlarını düzenleyen 77'nci ve merkezi karşı taraf uygulamasını düzenleyen 78'inci maddelerine dayanılarak çıkarılmış çerçeve nitelikli bir düzenlemedir. Bu derste yönetmeliğin dördüncü, beşinci ve altıncı bölümlerine odaklanıyoruz, çünkü takas sisteminin gündelik işleyişini asıl bu üç bölüm belirler. Dördüncü bölüm üyeliği düzenler; kimlerin nasıl üye olabileceğini, üyelik teminatını, üyelerin sorumluluğunu ve şartlarını kaybeden ya da yükümlülüğünü yerine getirmeyen üyelere uygulanacak tedbirleri anlatır. Beşinci bölüm takas esaslarını kurar; takas hizmetinin kapsamı, çok taraflı netleştirme, teslim karşılığı ödeme, üyelere alınacak teminatlar, garanti fonu ile takas kesinliği ve rehin hakkı burada yer alır. Altıncı bölüm ise merkezi karşı taraf uygulamasını, yani Takasbank'ın alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı konumuna geçerek takası garanti etmesini düzenler; başvuru ve izin süreci, mali sorumluluk, teminat ve malvarlıklarının ayrı izlenmesi ile garanti fonu ve risk yönetimi bu bölümün konusudur. Konuyu çalışırken aklınızda tutmanız gereken temel ayrım şudur: merkezi takas kuruluşu takasın teslim ve ödeme yükümlülüklerini yürüten kurumdur, merkezi karşı taraf ise bu takası bizzat üstlenerek tarafların karşısına geçen kurumdur. Bir üye temerrüde düştüğünde önce o üyenin kendi teminatına ve katkı payına başvurulması, kusursuz üyelerin ortak kaynaklarının ise en sona bırakılması, sistemin adaletini sağlayan altın kuraldır.

Sermaye piyasalarında bir alım satım emri gerçekleştiğinde iş aslında bitmiş olmaz; asıl kritik aşama, satılan kıymetin alıcıya teslim edilmesi ve bedelinin satıcıya ödenmesidir. İşte bu teslim ve ödeme sürecini güvenli biçimde yürüten kuruma merkezi takas kuruluşu diyoruz ve ülkemizde bu görevi Takasbank üstleniyor. Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik, 30 Mayıs 2013 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanmış olup 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 77 ve 78'inci maddeleri çerçevesinde bu kuruluşların nasıl çalışacağını çizen çerçeve düzenlemedir. Yönetmeliğin tamamı geniştir; ancak sistemin fiilî işleyişi dördüncü, beşinci ve altıncı bölümlerde şekillenir. Şimdi bunları sırayla, aralarındaki bağı kaybetmeden ele alalım.

Dördüncü bölümle başlayalım; bu bölüm üyeliği düzenler. Merkezi takas kuruluşu nezdinde üyeler ikiye ayrılır: doğrudan takas üyesi yalnızca kendisinin ve müşterilerinin takas işlemlerini yürütebilirken, genel takas üyesi bunlara ek olarak diğer piyasa üyelerinin takas işlemlerini de gerçekleştirmeye yetkilidir. Merkezi karşı taraf uygulamasında da benzer bir ayrım vardır: doğrudan MKT üyesi ve genel MKT üyesi. Burada tanımını iyi bilmeniz gereken bir kavram işlemci kuruluştur; işlemci kuruluş, Takasbank'ın merkezi karşı taraf olduğu bir piyasada işlem yapan ancak yükümlülüklerinin tasfiyesini bir genel MKT üyesi aracılığıyla gerçekleştiren kurumdur. Bu ilişkinin can alıcı noktası şudur: takası gerçekleştiren

genel MKT üyesi ile işlemci kuruluş, Takasbank'a karşı doğan yükümlülüklerden müşterek borçlu ve müteselsil kefil olarak birlikte sorumludur. Bölüm ayrıca üyelere uygulanacak tedbirleri de içerir. Bir üye üyelik şartlarını kaybederse Takasbank, üç ayı geçmemek üzere uygun bir süre içinde eksiklerin giderilmesini isteyebilir; ancak takas sisteminin güvenli ve kesintisiz işleyişini tehlikeye düşürecek önemli riskler ortaya çıkarsa Takasbank herhangi bir süre vermeksizin üyenin faaliyetlerini durdurmaya veya üyelikten çıkarmaya yetkilidir.

Beşinci bölüme, yani takas esaslarına geçelim. Bu bölüm takas hizmetinin kapsamını, taraflar arasındaki sözleşmeleri, takas sisteminin işleyişini, üyelere alınacak teminatları, garanti fonunu ve takas kesinliği ile rehin hakkını düzenler. İşleyişin temelinde iki ilke yatar. Birincisi, aynı gün valörlü işlemlerin takasında çok taraflı netleştirme yapılması esastır; yani bir üyenin aynı kıymetteki alış ve satışları mahsuplaşır ve ortaya tek bir net yükümlülük çıkar. İkincisi, teslim karşılığı ödeme ilkesidir; yükümlülüğünü yerine getirmeyen üyeye alacağı ödenmez, kısmi ifa hâlinde alacak yalnızca kapatılan borçla orantılı olarak ödenir. Tüm bu sürecin hukuki dayanağı takas kesinliği ilkesidir: takas talimat ve işlemleri, bir üyenin faaliyetlerinin geçici ya da sürekli durdurulması, hatta tasfiyeye girmesi hâlinde dahi geri alınamaz ve iptal edilemez. Teminatlar konusunda birkaç sayıyı mutlaka aklınızda tutun. Teminatlar başlangıç teminatı ve değişim teminatı olmak üzere ikiye ayrılır; başlangıç teminatı olası bir temerrütte pozisyon kapatılınca kadar geçecek sürenin riskini karşılamak için başlangıçta istenir, değişim teminatı ise pozisyonların güncel piyasa fiyatıyla değerlendirilmesinden doğan farkı kapatır. Teminatların hesaplanmasında asgari yüzde doksan dokuzluk tek taraflı güven aralığının kullanılması esastır, nakde dönüştürme süresi en az iki iş günü alınır ve volatilité hesabında kullanılan tarihsel veri, temin edilebildiği ölçüde en az on iki ayı kapsar. Bir başka kritik koruma da şudur: teminatlar ve garanti fonu katkı payları tevdi amaçları dışında kullanılamaz, kamu alacağı için dahi haczedilemez, rehnedilemez, idari mercilerin tasfiye kararlarından etkilenmez ve iflas masasına dâhil edilemez. Garanti fonuna gelince; üyelerin katkı payları normal katkı payı ile gerektiğinde istenecek ilave katkı payından oluşur ve talep edilebilecek ilave katkı payı normal katkı payını aşamaz. Fonun büyüklüğü de rastgele belirlenmez; en büyük açık pozisyona sahip üyenin tek başına temerrüdünde doğacak kaynak ihtiyacı ile ikinci ve üçüncü büyüklükteki üyenin birlikte temerrüdünde doğacak ihtiyaçtan hangisi büyükse, fon en az o kadar olmalıdır.

Şimdi altıncı bölüme, merkezi karşı taraf uygulamasına geliyoruz ve burada dikkatinizi bir ayrıma çekmek istiyorum. Merkezi takas kuruluşu takasın teslim ve ödemesini yürüten kurumdur; merkezi karşı taraf ise bir adım öteye geçerek işlemin her iki tarafının karşısına bizzat oturur, yani alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı rolünü üstlenir ve takasın tamamlanmasını taahhüt eder. Takasbank bu role iki yöntemle girebilir: esas olan açık teklif yöntemidir, burada Takasbank bir işlem eşleştiği anda tarafların arasına girer; piyasa yönergelerinde belirlenmişse sözleşme yenileme yöntemi de kullanılabilir, burada taraflar arasında yapılmış sözleşme takas tamamlanmadan iptal edilerek Takasbank her iki tarafla ayrı ayrı sözleşme yapar. Merkezi karşı taraf hizmetinde alınan teminatların mülkiyeti takas kuruluşuna geçer ve takas kuruluşu üyelerin müşterilerine olan yükümlülüklerinden sorumlu değildir. Bu bölüm ayrıca Takasbank'ın karşı taraf rolünden doğan riskleri yönetmesine ilişkin hükümleri de içerir; kuruluşun yeterli sermaye bulundurması, iç kontrol, risk yönetimi ve iç denetim

sistemlerini kurup işletmesi ve kullandığı risk modellerinin güvenilirliğini düzenli aralıklarla sınaması zorunludur. Bu bölümün belki de en kritik kısmı ise bir üyenin temerrüdü hâlinde başvurulacak kaynakların sırasıdır. Bir MKT üyesi temerrüde düştüğünde kaynaklar şu öncelik düzeniyle kullanılır: önce temerrüde düşen üyenin kendi teminatları, sonra o üyenin yatırılmış garanti fonu katkı payı, varsa sigorta poliçelerinden yapılacak tazminler, ardından Takasbank'ın karşılanmış riskler için tahsis ettiği sermaye, bunlar yetmezse temerrüde düşmemiş diğer üyelerin yatırılmış garanti fonu katkı payları, sonra bu üyelerden talep edilebilecek ilave katkı payları ve en son olarak Takasbank'ın kalan sermayesinden yaptığı taahhüt devreye girer. Bu sıralamanın mantığını tek cümleyle özetleyebiliriz: kusuru olan üye zararı önce kendi kaynaklarıyla karşılar, kusursuz üyelerin ortak fonuna ancak mütemerrit üyenin ve Takasbank'ın ilk halka kaynakları tükendikten sonra el atılır.

Bu üç bölümü birbirine bağlayarak bitirelim. Dördüncü bölüm sisteme kimin, hangi sorumlulukla gireceğini belirler; beşinci bölüm takasın nasıl, hangi teminat ve güvencelerle yürüyeceğini kurar; altıncı bölüm ise Takasbank karşı taraf rolünü üstlendiğinde devreye giren ek güvence ve risk yönetimi katmanını ekler. Çalışırken merkezi takas kuruluşu ile merkezi karşı tarafı birbirine karıştırmayın; her merkezi karşı taraf aynı zamanda bir merkezi takas kuruluşudur, ama her takas işlemi merkezi karşı taraf kapsamında değildir; bu rolün üstlenilip üstlenilmediği piyasa bazında değişir. Bir de teminat ile garanti fonunu ayrı tutun: teminat üyenin kendi pozisyonundan doğan riski karşılar, garanti fonu ise bir üyenin teminatı yetmediğinde devreye giren ortak güvence havuzudur. Bu ayrımları netleştirdiğinizde yönetmeliğin dördüncü, beşinci ve altıncı bölümleri kopuk kurallar olmaktan çıkıp tek bir mantıksal zincir hâline gelir.

4. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

4.2.4 · İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Takas Yönetmeliği

Takasbank Merkezi Takas Yönetmeliği: Merkezi Takasın Çerçevesi ve Temel Esasları

KISACA

Sermaye piyasasında bir alım satım emri "gerçekleşti" görüldüğünde işin görünmeyen ama en kritik kısmı henüz tamamlanmamıştır: satılan kıymetin alıcıya teslim edilmesi ve bedelinin satıcıya ödenmesi. Bu teslim ve ödeme taahhütlerinin güvenli biçimde sonuçlandırılmasına takas denir ve ülkemizde bu işi merkezi olarak İstanbul Takas ve Saklama Bankası, yani Takasbank yürütür. Takasbank'ın merkezi takas kuruluşu sıfatıyla nasıl çalışacağını belirleyen kurallar bütünü ise Takasbank Merkezi Takas Yönetmeliği'dir.

Bu yönetmeliği doğru yerleştirmek için mevzuatın katmanlarını görmek gerekir. En üstte 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu merkezi takas kuruluşlarını tanımlar; onun altında Sermaye Piyasası Kurulu'nun çıkardığı Genel Yönetmelik ortak çerçeveyi çizer; en somut düzeyde ise Takasbank kendi Merkezi Takas Yönetmeliği'ni hazırlayıp SPK onayına sunar. Yönetmelik; kimlerin üye olabileceğini, takasın hangi ilkelerle sonuçlanacağını, alınacak teminatları, garanti fonunu ve bir üye borcunu ödeyemediğinde işleyecek temerrüt sürecini düzenler. Aklınızda kalması gereken çekirdek fikir şudur: takas kesinliği ilkesi sayesinde tamamlanan takas talimatları geri alınamaz, üyeler yükümlülüklerini teslim karşılığı ödeme mantığıyla yerine getirir ve tüm bu yapının gözetim ile denetim mercii SPK'dır. Kısacası bu yönetmelik, piyasadaki alım satımın sözden sonuca dönüşmesini güvence altına alan operasyonel omurgayı tarif eder.

Bir yatırımcı borsada hisse aldığı anda ya da sattığında işlem ekranda saniyeler içinde "gerçekleşti" olarak görünür; ama işin asıl tamamlanması o an değil, sonrasında olur. Çünkü alıcının bedeli ödemesi, satıcının da kıymeti teslim etmesi gerekir. Bu teslim ve ödeme taahhütlerinin karşılıklı, güvenli ve düzenli biçimde yerine getirilmesine takas diyoruz. Şimdi bir düşünün: her alıcı doğrudan her satıcıyla tek tek hesaplaşmak zorunda kalsaydı, günde binlerce işlemin döndüğü bir piyasada kimin kime ne kadar borçlu olduğu içinden çıkılmaz hâle gelirdi. İşte bu karmaşayı ortadan kaldırmak için araya merkezi bir kuruluş girer ve ülkemizde bu görevi İstanbul Takas ve Saklama Bankası, kısaca Takasbank üstlenir. Takasbank'ın merkezi takas kuruluşu sıfatıyla nasıl çalışacağını belirleyen kurallar bütünü de bu dersin konusu olan Takasbank Merkezi Takas Yönetmeliği'dir.

Önce kavramın hukuki temelini oturtalım. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 77'nci maddesi merkezi takas kuruluşlarını tanımlar: bunlar, borsalarda ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören sermaye piyasası araçlarının teslimini, bedellerinin ödenmesini ve bu işlemlere bağlı teminat yükümlülüklerinin ifasını yürüten, anonim ortaklık biçiminde kurulmuş özel hukuk tüzel kişilikleridir. Bir merkezi takas kuruluşunun kurulmasına Kurulun teklifi üzerine ilgili Bakan izin verir; kuruluşun faaliyete geçmesi ise ayrıca Sermaye Piyasası Kurulu'nun iznine bağlıdır. Kurulduktan sonra da bu kuruluşun düzenleme, gözetim ve denetim mercii Kuruldur; yani Takasbank başıboş çalışmaz, attığı her adım SPK'nın çizdiği çerçevenin içindedir.

Asıl dikkat edilmesi gereken nokta ise bu yönetmeliğin mevzuat içindeki yeridir. En tepede Kanun durur. Onun hemen altında, 30 Mayıs 2013 tarihli ve 28662 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik bulunur; bu metin, bütün merkezi takas kuruluşları için ortak çerçeveyi çizer. Genel çerçeve kurulduktan sonra her kuruluşun kendi ayrıntılı kurallarını yazması ve bunu Kurulun onayına sunması beklenir. Takasbank da bu yükümlülüğü iki ayrı metinle karşılar: merkezi takas kuruluşu olarak faaliyetlerini düzenleyen Merkezi Takas Yönetmeliği ile alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı rolünü üstlendiği işlemleri düzenleyen ayrı bir Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği. En alt katmanda ise piyasa yönergeleri yer alır; teminat oranları, takas süreleri gibi her piyasaya özgü ince ayarlar bu yönergelerde belirlenir. Bu katmanlı yapıyı zihninizde net tutarsanız, bir soruda hangisinin çerçeve hangisinin uygulama olduğunu şaşırmasınız.

Peki bu yönetmelik neyi düzenler? Kabaca beş ana başlık sayabiliriz: üyelik, takas esasları, teminatlar, garanti fonu ve temerrüt. Üyelikten başlayalım. Takasbank'a; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Kanun uyarınca faaliyet gösteren yatırım kuruluşları ve Takasbank'ın önerip Kurulun kabul ettiği diğer kişiler, üyelik şartlarını sağlamaları koşuluyla üye olabilir. Üyeler kendi içinde ikiye ayrılır. Doğrudan takas üyesi yalnızca kendisinin ve müşterilerinin takas işlemlerini yürütebilirken, genel takas üyesi bunlara ek olarak başka piyasa üyelerinin takas işlemlerini de gerçekleştirebilir. Bu ayrımı önemseyin, çünkü bir kuruluşun piyasadaki sorumluluk alanını doğrudan belirler.

Takasın kendisine gelince, birkaç temel ilkeyi mutlaka bilmelisiniz. Bunların ilki takas kesinliğidir: tamamlanan takas talimatları ve ödeme işlemleri, bir üyenin faaliyetlerinin geçici veya sürekli durdurulması ya da tasfiyeye girmesi hâlinde bile geri alınamaz ve iptal edilemez. Bu ilke sistemin en can alıcı güvencesidir; olmasaydı hiç kimse bir işlemin gerçekten bittiğinden emin olamazdı. İkincisi merkezi takas zorunluluğudur: Takasbank'ın yetkilendirildiği bir piyasada, Kurulun getirdiği istisnalar dışında, bütün işlemlerin takası Takasbank nezdinde yapılır. Üçüncüsü netleştirmedir; aynı gün valörlü işlemlerde çok taraflı netleştirme esastır, yani bir üyenin aynı kıymetteki alımları ile satışları birbirine mahsup edilir ve geriye tek bir net borç ya da alacak kalır. Dördüncüsü ise teslim karşılığı ödeme prensibidir: yükümlülüğünü yerine getirmeyen üyeye alacağı ödenmez, borç kapatıldığı ölçüde alacak serbest bırakılır.

Bu ilkelerin yanında sistemin bir de risk kalkanı vardır. Takasbank üyelerden teminat alır; bu teminatlar başlangıç teminatı ile değişim teminatından oluşur. Başlangıç teminatı, bir temerrüt anı ile pozisyonların kapatılması arasındaki sürede uğranabilecek riski karşılamak için baştan istenir; değişim teminatı ise pozisyonların günlük değerlemesinden doğan farkları kapatmaya yarar. Teminat hesabında asgari %99'luk tek taraflı güven aralığının kullanılması, nakde dönüştürme süresinin en az 2 iş günü alınması ve volatilité hesaplarında mümkün olduğunca en az 12 aylık tarihsel verinin dikkate alınması esastır. Bir de garanti fonu vardır; bu, bir üye borcunu ödeyemediğinde ortaya çıkacak zararları karşılamak üzere üyelerin birlikte oluşturduğu bir havuzdur ve normal katkı payları ile gerektiğinde istenen ilave katkı paylarından meydana gelir. Burada aklınızda tutmanız gereken sınır şudur: talep edilebilecek ilave katkı payı, üyenin yatırılmış normal katkı payını aşamaz. Hem teminatlar hem de garanti fonu katkıları tevdi amaçları dışında kullanılamaz; kamu alacağı için bile haczedilemez, rehnedilemez ve iflas masasına dâhil edilemez.

Şimdi de sistemin en gergin anına, temerrüde bakalım. Bir üye yükümlülüğünü belirlenen sürede ve tam olarak yerine getirmemezse, ayrıca bir bildirim gerek kalmaksızın temerrüde düşmüş sayılır. Bu durumda Takasbank önce o üyenin işlem teminatına başvurur; teminat yetmez ve ilgili piyasa için garanti fonu oluşturulmuşsa üyenin garanti fonu katkı payına gidilir. Temerrüde düşen üyeden ayrıca temerrüt faizi tahsil edilir; bu faiz, borsanın repo pazarında, Merkez Bankası Bankalararası Para Piyasası'nda ve Takasbank Para Piyasası'nda oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranlarından en yüksek olanı esas alınarak hesaplanır.

Son olarak sık karıştırılan bir ayrımı netleştirelim: merkezi takas ile merkezi karşı taraf aynı şey değildir. Bunları birbirine karıştırmayın, çünkü Takasbank yetkilendirildiği her piyasada takas hizmeti verir; ama yalnızca bazı piyasalarda ayrıca merkezi karşı taraf rolünü üstlenir, yani alıcıya karşı satıcı ve satıcıya karşı alıcı konumuna geçerek takasın tamamlanmasını bizzat garanti eder. İki işlevin ayrı yönetmeliklerle düzenlenmesi de tesadüf değildir. Sınav açısından sizden beklenen şey işte bu çerçeveyi kavramanızdır: Takasbank'ın merkezi takas kuruluşu kimliğini, yönetmeliğin Kanun ve Genel Yönetmelik karşısındaki yerini, takas kesinliği ile teslim karşılığı ödeme gibi temel ilkeleri ve teminat, garanti fonu ile temerrüt zincirinin nasıl birbirine bağlandığını doğru biçimde ilişkilendirebilmenizdir.

4. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

4.2.5 · İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği

Merkezi Karşı Taraf (MKT) Uygulaması ve Takasbank MKT Yönetmeliği: Takasın Garantörü Olarak Takasbank

KISACA

Bir borsada alım satım gerçekleştiğinde, alıcının parayı ödeyeceğinden ve satıcının kıymeti teslim edeceğinden nasıl emin oluruz? Merkezi karşı taraf uygulaması, tam da bu güveni kurumsallaştıran mekanizmadır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 78. maddesine dayanan bu uygulamada Takasbank, gerçekleşen işlemde alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı konumuna geçer ve takasın tamamlanmasını bizzat taahhüt eder. Böylece taraflar birbirinin ödeme gücünü değil, yalnızca Takasbank'ı muhatap alır. Takasbank'ın bu rolü hangi kurallarla yürüteceği ise, Sermaye Piyasası Kurulu onayından geçen "İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği" ile belirlenir.

Bu konuda kavranması gereken ilk ayırım, merkezi takas ile merkezi karşı taraf arasındaki farktır. Takasbank her piyasada takas hizmeti sunar; ancak yalnızca Kurul'un zorunlu tuttuğu belirli piyasalarda, örneğin Pay Piyasası ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda, merkezi karşı taraf rolünü üstlenir, bazı piyasalarda ise üstlenmez. Bu rolü üstlendiğinde karşı tarafın kredi riskini fiilen kendi üzerine aldığı için, riski yönetmek üzere üyelerden teminat ve garanti fonu katkı payı toplar; bu varlıkların mülkiyeti Takasbank'a geçer. Bir üye yükümlülüğünü yerine getiremezse, zararın karşılanmasında önce o üyenin teminatına, sonra garanti fonu katkısına, en son ise Takasbank'ın sermayesine belirli bir öncelik sırasıyla başvurulur. Takasbank yalnızca üyelerine karşı sorumludur; üyelerin kendi müşterilerine olan yükümlülüklerinden sorumlu değildir.

Bir borsada iki taraf alım satım yaptığında, aslında görünmeyen bir soru vardır: Karşı taraf yükümlülüğünü yerine getirmemezse ne olur? Alıcı parayı ödemez ya da satıcı kıymeti teslim etmezse, işlem yarıda kalır ve dürüst taraf zarar görür. Merkezi karşı taraf uygulaması, tam olarak bu karşı taraf riskini ortadan kaldırmak için tasarlanmıştır. Bu uygulamada Takasbank, gerçekleşen işlemin ortasına girerek alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı konumuna geçer ve takasın tamamlanmasını bizzat taahhüt eder. Böylece piyasadaki taraflar artık birbirinin ödeme gücüne değil, yalnızca Takasbank'ın taahhüdüne güvenir. Takasbank'ın bu rolü hangi ilkelerle üstleneceği ve yürüteceği, Sermaye Piyasası Kurulu onayından geçen "İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği" ile düzenlenir.

Bu yönetmeliğin yasal dayanağını anlamak için önce iki kavramı birbirinden ayırmak gerekir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 77. maddesi merkezî takas kuruluşlarını, 78. maddesi ise merkezî karşı taraf uygulamasını düzenler. Takasbank her iki sığata da sahiptir: hem menkul kıymetlerin teslimi ve bedellerinin ödenmesine aracılık eden bir merkezî takas kuruluşudur, hem de belirli piyasalarda işlemleri garanti eden bir merkezî karşı taraftır. Merkezi takas ile merkezi karşı tarafı birbirine karıştırmayın; çünkü merkezi takasta Takasbank yalnızca teslim ve ödemeyi organize eden bir aracıdır, merkezi karşı tarafta ise işlemin bir yanı hâline gelerek karşı tarafın kredi riskini fiilen kendi üzerine alır.

Her merkezi karşı taraf aynı zamanda bir merkezi takas kuruluşudur; ancak her takas hizmeti merkezi karşı taraf hizmeti değildir.

Bu ayrımın somut sonucu şudur: Takasbank her piyasada takas hizmeti verse de, merkezi karşı taraf rolünü yalnızca Kurul'un bu uygulamayı zorunlu tuttuğu piyasalarda üstlenir. Örneğin Pay Piyasası, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası ve Takasbank Ödünç Pay Piyasası gibi piyasalarda Takasbank merkezi karşı taraftır; buna karşılık Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası, EPIAŞ'ın işlettiği Elektrik Piyasası ve Takasbank Para Piyasası gibi piyasalarda bu rolü üstlenmez, yalnızca takas ve saklama hizmeti sunar. Dolayısıyla "hangi piyasada Takasbank karşı taraf konumundadır" diye düşünürken, cevabın piyasadaki piyasaya geçtiğini hatırlamak gerekir.

Peki Takasbank işlemin ortasına tam olarak nasıl girer? Yönetmelik burada iki yöntem tanımlar. Esas olan "açık teklif yöntemi"dir; bu yöntemde Takasbank, bir işlem eşleştiği anda tarafların arasına girerek alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı konumuna geçer. İkinci yöntem "sözleşme yenileme yöntemi"dir; burada taraflar arasında yapılmış olan sözleşme, takas tamamlanmadan önce iptal edilir ve yerine Takasbank'ın her bir tarafla ayrı ayrı yaptığı sözleşmeler geçer. Sonuç her iki yöntemde de aynıdır: taraflar artık birbiriyle değil, Takasbank ile karşı karşıyadır.

Bu garantiyi verebilmek için Takasbank'ın karşısında güvenilir üyeler olmalıdır. Merkezi karşı taraf uygulamasında üyelik iki türdür: "doğrudan MKT üyesi" ve "genel MKT üyesi". Doğrudan üye yalnızca kendisinin ve müşterilerinin takas işlemlerini yürütebilirken, genel üye bunlara ek olarak başka kuruluşların, yani "işlemci kuruluş" denen tarafların takas işlemlerini de gerçekleştirebilir. Burada dikkat edilmesi gereken kritik bir sorumluluk kuralı vardır: işlemci kuruluş ile onun takasını yürüten genel MKT üyesi, Takasbank'a karşı doğan yükümlülüklerden müşterek borçlu ve müteselsil kefil olarak birlikte sorumludur.

Takasbank karşı taraf riskini üstlendiği için, bu riski disiplinli biçimde yönetmek zorundadır; işte yönetmeliğin kalbini oluşturan teminat ve garanti fonu düzeni buradan doğar. Üyeler aldıkları pozisyonlar karşılığında teminat yatırır ve bu teminatlar "başlangıç teminatı" ile "değişim teminatı"ndan oluşur. Başlangıç teminatı, bir temerrüt yaşandığında pozisyon kapatılıncaya kadar geçecek sürede maruz kalılabilecek riski karşılamak için baştan alınır; değişim teminatı ise pozisyonların piyasa fiyatıyla değerlendirilmesi sonucunda ortaya çıkan farkları karşılar. Teminatların hesaplanmasında yönetmelik nesnel asgari ölçütler koyar: kural olarak en az yüzde doksan dokuzluk tek taraflı güven aralığı kullanılır, nakde dönüştürme süresi en az iki iş günü olarak alınır ve volatilité hesabında kullanılan tarihsel veriler, temin edilebildiği ölçüde en az on iki aylık bir dönemi kapsar. Ayrıca müşteri pozisyon ve teminatları, üyenin kendi portföyüne ait olanlardan ayrı hesaplarda izlenir; bu ayırıştırma sayesinde bir üye temerrüde düştüğünde müşterilerinin teminat ve pozisyonları korunabilir ve gerektiğinde başka bir üyeye taşınabilir.

Teminatlar ilk savunma hattıdır; ikinci hat ise garanti fonudur. Merkezi karşı taraf uygulamasında, bir veya birkaç üyenin temerrüdü hâlinde bunların teminatını aşan zararları karşılamak üzere garanti fonu kurulması zorunludur. Fonun büyüklüğü rastgele belirlenmez: en büyük açık pozisyona sahip üyenin tek başına temerrüdünün doğuracağı kaynak ihtiyacı ile ikinci ve üçüncü büyük açık pozisyona sahip iki

üyenin birlikte temerrüdünün doğuracağı kaynak ihtiyacından hangisi büyükse, fon en az o büyüklükte olmalıdır. Üyelerin katkı payları "yatırılmış" ve "talep edilmesi hâlinde yatırılacak ilave" katkı paylarından oluşur; yatırılmış katkı payının kendisi de "sabit" ve "değişken" olmak üzere ikiye ayrılır. Burada akılda tutulması gereken sınır şudur: bir üyeden istenebilecek ilave garanti fonu katkı payı, o üyenin yatırılmış katkı payı tutarını aşamaz.

Bütün bu kaynaklar bir temerrüt anında gelişigüzel değil, belirli bir öncelik sırasıyla kullanılır; buna temerrüt şelalesi denir ve sıralama yönetmeliğin 36. maddesinde tanımlanır. Önce temerrüde düşen üyenin kendi hesaplarındaki ve teminat açığı oluşan müşteri hesaplarındaki teminatlarına başvurulur. Bunlar yetmezse sırasıyla o üyenin yatırılmış garanti fonu katkı payına, varsa sigorta poliçelerinden sağlanacak tazminlere ve Takasbank'ın karşılanmış riskler için ayırdığı sermayeye geçilir. Zarar hâlâ kapanmamışsa temerrüde düşmemiş diğer üyelerin yatırılmış garanti fonu katkı payları, ardından bu üyelere talep edilebilecek ilave katkı payları devreye girer; en son aşamada ise Takasbank kendi kalan sermayesinden taahhütte bulunur. Bu sıralamanın mantığı açıktır: zararı önce onu doğuran üye kendi kaynaklarıyla karşılar, ortak kaynaklara ve nihayet Takasbank'ın sermayesine ancak en sonda başvurulur.

Son olarak, merkezi karşı taraf uygulamasının sorumluluk sınırını iyi kavramak gerekir. Takasbank yalnızca üyelerine karşı sorumludur; üyelerin kendi müşterilerine olan yükümlülüklerinden sorumlu değildir. Ayrıca merkezi karşı taraf hizmeti kapsamında alınan teminatların ve garanti fonu katkı paylarının mülkiyeti Takasbank'a geçer, bu varlıklar tevdi amaçları dışında kullanılamaz ve kamu alacakları için dahi haczedilemez, rehnedilemez, iflas masasına dâhil edilemez. Bu güçlü koruma, Takasbank'ın verdiği takas garantisinin arkasındaki asıl güvencedir. Kısacası merkezi karşı taraf yönetmeliği, "işlemi kim garanti eder ve bu garantinin bedeli olan riski kim, hangi araçlarla yönetir" sorusunun ayrıntılı cevabıdır; karşı taraf olma, teminat toplama, garanti fonu kurma ve temerrüt şelalesini işletme adımlarını bir bütün olarak kavradığınızda bu yönetmeliğin mantığını da kavramış olursunuz.

4. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

4.2.6 · Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği III-56.1

Portföy Saklama Hizmeti ve Portföy Saklayıcıları (III-56.1 Sayılı Tebliğ)

KISACA

Portföy saklama hizmeti, kolektif yatırım kuruluşlarının, yani Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde kurulan yatırım fonları ile yatırım ortaklıklarının portföylerinde yer alan varlıkların güvence altında tutulmasını sağlayan sistemdir ve bu sistemin kurallarını III-56.1 sayılı Portföy Saklama Tebliği belirler. Buradaki temel mantık, fonu yöneten şirket ile fonun varlıklarını saklayan kurumun birbirinden ayrı olmasıdır; böylece yatırımcının varlığı, yöneticinin kendi malvarlığından bağımsız ve korunaklı kalır. Her kolektif yatırım kuruluşu için yalnızca tek bir portföy saklayıcısı belirlenebilir ve saklanan varlıklar, saklayıcının kendi hesaplarından ayrı olarak, kuruluşa aidiyeti açıkça belli olacak biçimde tutulur. Portföy saklayıcısı yalnızca varlığı elinde tutan bir depo değildir; katılma payı ihraç ve itfa işlemlerinin, değerlendirme esaslarının, gelir hesaplamalarının ve nakit akımlarının mevzuata uygunluğunu da izleyen bir kontrol merciidir. Bu hizmeti sadece Takasbank ile Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilen banka ve aracı kurumlar verebilir. Kapsam açısından önemli bir ayrım vardır: gayrimenkul yatırım ortaklıkları, altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve emeklilik yatırım fonları bu saklama zorunluluğunun dışındadır; buna karşılık gayrimenkul ve girişim sermayesi fonlarının varlıkları Tebliğ kapsamındadır. Son olarak saklayıcı, portföyün yönetiminden veya piyasadaki fiyat hareketlerinden doğan zararlardan değil, yalnızca kendi yükümlülüklerini yerine getirmemekten doğan zararlardan sorumludur.

Şimdi portföy saklama hizmetini konuşurken işe bu hizmetin neden var olduğunu anlayarak başlamak en sağlıklıdır, çünkü mantığı oturtmak konudaki ince ayrımları çözmeyi kolaylaştırır. Bir yatırım fonunu ya da bir yatırım ortaklığını düşünün; mevzuat bu ikisini birden kolektif yatırım kuruluşu, kısaca KYK olarak adlandırır. Bu kuruluşların portföyünde yatırımcılara ait ciddi bir varlık birikir ve bu varlığı fiilen yöneten bir portföy yönetim şirketi vardır. Peki yöneten şirket aynı zamanda varlığı da kendi elinde tutarsa ne olur? İşte tam bu riski ortadan kaldırmak için III-56.1 sayılı Portföy Saklama Tebliği, varlığı saklayan kurumu yöneten kurumdan ayırır. Yani yöneten ile saklayan farklı taraflardır; yatırımcının varlığı, portföy saklayıcısı denilen bağımsız bir kurumun nezdinde, saklayıcının kendi malvarlığından ayrı hesaplarda ve kuruluşa aidiyeti açıkça belli olacak şekilde tutulur. Buradan çıkan ilk kural nettir: her bir kolektif yatırım kuruluşunun portföyü için yalnızca tek bir portföy saklayıcısı belirlenebilir.

Kapsama girince ilk dikkat edilmesi gereken ayrım, ortaklık ile fon arasındaki farktır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ve emeklilik yatırım fonlarının portföylerindeki varlıklar bu Tebliğ çerçevesinde saklama zorunluluğuna tabi değildir; buna karşılık gayrimenkul fonları ile girişim sermayesi fonlarının varlıkları Tebliğ kapsamındadır. Bu ayrımı ortaklık ve fon kelimelerine dikkat ederek aklınızda tutun, çünkü aynı sektörü konu alan iki yapı burada farklı sonuç doğurur. Saklama hizmetinin içeriğine bakınca da saklayıcının iki tür varlıkla ilgilendiğini görürsünüz. Birincisi saklanabilir nitelikteki finansal varlıklardır; bunlar saklayıcının

kendi kayıtları altında bir hesaba kaydedilebilen ya da fiziken kendisine teslim edilebilen varlıklardır ve saklayıcı bunları doğrudan saklar. İkincisi bu niteliğe girmeyen diğer varlıklardır; bunlar için saklayıcı, varlığın gerçekten kuruluşa ait olduğunu doğrulamak ve mevcudiyetine ilişkin kayıtları güncel tutmakla yükümlüdür. Bu yüzden portföy saklayıcısını yalnızca bir kasa gibi düşünmek yanıltıcı olur; bu kurum aynı zamanda kuruluşun işlemlerinin mevzuata uygunluğunu izleyen bir kontrol merciidir.

Bu kontrol görevini biraz açmak gerekir, çünkü saklayıcının hangi işin yükümlüsü olduğunu, hangisinin ise olmadığını ayırt etmek konunun kalbini oluşturur. Portföy saklayıcısı öncelikle katılma payı işlemlerini denetler; yani katılma paylarının ihraç ve itfa edilmesinin mevzuata ve fon içtüzüğüne uygunluğunu sağlar. Ardından değerlendirme esaslarına bakar ve birim katılma payı ya da birim pay değerinin doğru esaslara göre hesaplandığını güvence altına alır. Talimatların mevzuata uygunluğunu kontrol eder, özellikle yatırım strateji ve sınırlamalarına ve kaldıraç limitlerine aykırı bir işlem olup olmadığını izler. Eğer aykırı bir işlem gerçekleştikten sonra fark edilirse saklayıcı önce düzeltilmesini talep eder; düzeltilmezse durumu en seri şekilde Kurul'a bildirir. Burada altını çizmek gereken nokta şudur: saklayıcı bu yükümlülüğünü yerine getirmediği için kuruluş zarara uğrarsa, o zarardan da sorumlu olur. Bunların yanında saklayıcı gelirlerin doğru kullanımını kontrol eder, nakit akımlarını izler ve varlık işlemlerinden doğan bedellerin uygun sürede aktarılmasını sağlar. Nakit yönetiminde iki farklı mutabakat sıklığını birbirine karıştırmamak gerekir: nakit akımlarına ilişkin mutabakat prosedürlerinin tamamının en az yılda bir kez kontrol edilmesi gerekirken, saklamaya konu varlıkların mutabakatı her gün yapılır.

Peki bu hizmeti kimler verebilir? Burada bir ayrımı net tutmak gerekir. Portföy saklama hizmetini yalnızca Takasbank ile Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilen banka ve aracı kurumlar verebilir. Yani yatırım ortaklığının kendisi saklayıcı olamaz; saklayıcı olabilecekler Takasbank, bankalar ve aracı kurumlardır. Yetkilendirilmek isteyen banka ve aracı kurumların Kurul'a başvurması ve belirli şartları taşıması gerekir. Bunların başlıcaları şöyle sıralanabilir: birincisi Takasbank ile MKK nezdinde saklama üyesi olmak, ikincisi iç kontrol prosedürleri ile risk yönetim sistemini kurmuş olmak, üçüncüsü çıkar çatışmalarını asgari düzeye indirebilecek bir organizasyon yapısı ile yeterli teknik donanım, yazılım ve personele sahip olmaktır. Bankalar için ek olarak, kendi mevzuatlarına göre sahip olmaları gereken asgari ödenmiş sermayeye sahip olmaları ve son bir yıl içinde bir ay veya daha uzun süreyle faaliyetlerinin durdurulmamış olması aranır; Kurul bu bankalar için ayrıca BDDK'nın uygun görüşünü alır. Ayrıca saklayıcı olacak kurumun genel saklama hizmeti vermek üzere de yetkilendirilmiş olması gerekir ve önemli bir sınırlama vardır: saklayıcı olarak hizmet veren bir aracı kurum, saklama hizmeti verdiği kuruluşa pay senedi alım satımına aracılık edemez.

Saklayıcının iç yapısına ve personeline dair de somut ölçütler vardır. Saklama hizmet birimi, saklayıcının diğer birimlerinden ayrılmış olmalıdır. Bu birimin yöneticisinin sermaye piyasası veya bankacılık alanında en az beş yıl tecrübesi ile Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 ve Türev Araçlar lisanslarına sahip olması, birimde çalışan ihtisas personelinin ise görev tanımına bağlı olarak en az Düzey 1 lisansına sahip olması gerekir. Saklayıcı ile portföy yönetim şirketi veya yatırım ortaklığı arasında imzalanan saklama sözleşmesi zorunludur ve bu sözleşmede saklayıcının sorumluluğunu daraltıcı hükümlere yer verilemez. Saklayıcının değiştirilmesi gündeme geldiğinde, ister şirket ister saklayıcı sözleşmeyi sona

erdirmek istesin, bu niyetin doksan gün önceden karşı tarafa ve Kurul'a gerekçesiyle bildirilmesi gerekir; ayrıca Kurul gerekli görürse saklayıcının değiştirilmesini kendisi de isteyebilir. Yeni sözleşme yürürlüğe girene kadar eski saklayıcının sorumluluğu da devam eder.

Sorumluluk konusunda bir ayrımı net tutmak gerekir, o yüzden altını çizerek geçelim. Portföy saklayıcısı, yükümlülüklerini yerine getirmemesi nedeniyle doğan zararlardan sorumludur; ancak portföyün yönetiminden ya da piyasadaki fiyat hareketlerinden kaynaklanan zararlardan sorumlu değildir. Yani fon değer kaybetti diye saklayıcıyı sorumlu tutamazsınız; saklayıcının sorumluluğu, kendi görevini savaştırmamasıyla ilgilidir. Alt saklayıcı kullanımı da benzer bir incelik taşır: yalnızca banka dışındaki portföy saklayıcıları, objektif bir nedene dayanarak, portföy yönetim şirketinin veya yatırım ortaklığının onayını almak ve etkin gözetime tabi tutmak koşuluyla, Kurul tarafından yetkilendirilmiş başka saklayıcılar nezdinde varlıkları saklatabilir. Ancak bu durumda dahi Tebliğ'de sayılan temel görevlerini devredemez ve alt saklayıcı, verdiği zararlardan asıl portföy saklayıcısıyla müteselsilen, yani birlikte ve zincirleme biçimde sorumlu olur.

Son olarak bağımsızlık, gizlilik ve denetim tarafını toparlayalım. Bağımsızlık ilkesi gereği saklayıcının yöneticileri ile temsile yetkili kişileri, portföyü yöneten şirkette ortak, yönetici ya da temsilci olamaz; bu yasak çift yönlüdür, yani portföy yönetim şirketinin ilgilileri de saklayıcıda aynı sıfatları taşıyamaz. Saklayıcının personeli, görevi dolayısıyla öğrendiği sırları açıklayamaz ve kendisinin veya üçüncü kişilerin menfaatine kullanamaz. Denetim tarafında ise varlıkların saklayıcı nezdindeki mevcudiyetini tespit etmek için yılda en az bir kez bağımsız denetim yapılır ve düzenlenen raporun bir örneği altı iş günü içinde Kurul'a iletilir. İç kontrol sisteminde saklama işleminin operasyonu ile kontrolü aynı kişide toplanamaz; iç kontrol elemanının en az üç yıl mesleki tecrübeye ve Düzey 3 lisansına sahip olması gerekir. Bütün bu düzenlemeyi tek cümlede toparlamak gerekirse, portföy saklama sistemi yatırımcının varlığını yöneticiden ayırıp bağımsız ve denetlenebilir bir kurumun güvencesine bağlamak için kurulmuştur; konudaki bütün ayrıntılar da hep bu ana fikrin birer parçasıdır.

4. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

4.3 - Borsa İstanbul A.Ş. 'de Payların Transfer, Takas ve Temerrüt İşlemleri

Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda Payların Takas, Temerrüt ve Transfer İşlemleri

KISACA

Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda bir alım satım emri eşleştiğinde iş henüz bitmiş sayılmaz; alıcının parayı ödemesi, satıcının da payları teslim etmesiyle işlemin nihai olarak kapatıldığı aşamaya takas denir. Pay Piyasası'nda takas, işlem gününü izleyen ikinci iş gününde, yani T+2'de tamamlanır ve yükümlülüğün takas tarihinden önce kapatılıp erken sonuçlandırılması mümkün değildir. Takasbank bu süreçte merkezi karşı taraf olarak girer ve takas beş temel prensip üzerine kuruludur: çok taraflı netleştirme, kaydi yani hesaben takas, borç kapatılmadan alacağın ödenmemesi anlamına gelen teslim karşılığı ödeme, işlemlerin Takasbank eliyle yapıldığı merkezi takas ve aynı gün valörlü ödeme. Üyeler nakit takas borçlarını takas günü saat 16:45'e kadar yatırmak zorundadır; bu saate kadar menkul kıymet ya da nakit yükümlülüğünü yerine getirmeyen üye, ayrıca bir bildirimle gerek olmaksızın temerrüde düşmüş sayılır ve gecikme tutarı üzerinden temerrüt faizi öder. Faiz hesabında gecikmenin aynı gün 17:30'a kadar mı yoksa daha sonra mı kapatıldığına bağlı olarak bir ya da üç katsayısı uygulanır. T+3 günü saat 11:00'a kadar hâlâ borcunu kapatamayan üye adına Borsa'da re'sen alım satım yapılarak borç kapatılır. Payların hesaplar arasında el değiştirmesi ise takastan ayrı bir işlemdir ve serbest virman ile şartlı virman yöntemleriyle yürütülür. Bu ders takasın işleyişini, temerrüdün sonuçlarını ve transfer yollarını bir bütün olarak açıklar.

Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda bir alım satım emri seans içinde karşı bir emirle eşleştiğinde iş henüz bitmiş olmaz. Alıcının parayı ödemesi, satıcının da payları teslim etmesi gerekir; işte bu karşılıklı yükümlülüklerin yerine getirilip işlemin nihai olarak kapatıldığı aşamaya takas denir. İşlemin gerçekleştiği anla takasın tamamlandığı an arasında geçen sürede tarafların birbirine karşı bir riski vardır ve bu riski üstlenip her iki tarafa da karşı taraf konumuna geçen kurum İstanbul Takas ve Saklama Bankası, yani Takasbank'tır. Takasbank Pay Piyasası'nda merkezi karşı taraf sıfatıyla hareket eder; alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı gibi konumlanarak bir tarafın yükümlülüğünü yerine getirememesi durumunda diğer tarafın alacağını güvence altına alır.

Pay Piyasası'nda takasın en temel kuralı zamanlamasıdır. Takas, işlem gününü takip eden ikinci iş gününde tamamlanır; bunu kısaca T+2 diye ifade ederiz. Yani bugün gerçekleşen bir işlemin takası iki iş günü sonra sonuçlanır. Burada dikkat edilmesi gereken iki ayrıntı vardır. Birincisi, yarım günlerde takas işlemi yapılmaz; yarım günde gerçekleşen işlemlerin takası bir önceki günün işlemleriyle birleştirilerek yarım günü izleyen ikinci iş gününde topluca yürütülür. İkincisi, erken takas mümkün değildir; taraflar yükümlülüklerini takas tarihinden önce kapatıp işlemi vaktinden evvel sonuçlandıramazlar.

Takasbank'ın pay takası hizmeti beş temel prensip üzerine kuruludur ve bu prensipleri birbirinden ayırt edebilmek önemlidir. Birincisi netleştirmedir: piyasada gün içinde yapılan tüm alım satımların her bir menkul kıymet bazında ve müşteri ile portföy ayrımı gözetilerek çok taraflı biçimde netleştirilmesi, sonuçta her üye için tek bir net borç ya da net alacak kalmasıdır. İkincisi teslim karşılığı ödeme

prensibidir; aracı kurum takas merkezine olan borcunu kapatmadıkça takastan olan alacağı kendisine ödenmez, böylece önce öde sonra al düzeni korunur. Üçüncüsü kaydi takastır; borçlar ve alacaklar fiziki kıymet ya da nakit el değiştirmeden, ilgili Takasbank ve MKK hesapları üzerinden hesaben kapatılır. Dördüncüsü merkezi takastır; Kurulca getirilen istisnalar dışında bütün işlemlerin takası Takasbank eliyle yapılır. Beşincisi ise aynı gün valörlü ödemedir; takas gününde borcunu kapatan üye aynı gün içinde alacağını alır ve günler arasında borç veya alacak geçişi yapılmaz.

Bu genel düzenin bir de istisnası vardır. Kurul ya da Borsa, bazı işlemlerin netleştirilmeden yükümlülüğün olduğu gibi yerine getirildiği brüt takasa tabi tutulmasına karar verebilir; bu uygulama piyasa, pazar, menkul kıymet veya yatırımcı bazında olabilir ve özellikle blok satış ile özel emir işlemleri netleştirmenin dışında bırakılabilir. Brüt takasta üye, satışı kadar kıymet borçlu ve karşılığı kadar nakit alacaklı olur; brüt takasa konu alacaklar takas süresinin tamamlanmasının ardından dağıtılır.

Takas sürecinin nasıl aktığına bakalım. İşlem günü, yani T gününde, üyelerin gerçekleştirdiği alım satımlara göre anlık takas pozisyonları oluşur ve seans boyunca güncellenir; gün sonunda portföy ve müşteri bazında net takas pozisyonları kesinleşir ve borçlu müşterilerin kıymetleri takas için blokeye alınır. Ertesi gün, yani T+1'de, sözleşme bilgilerindeki hatalar için düzeltme yapılır ve düzeltilmiş bilgilerle yeniden netleştirme yapılarak kesin takas talimatları oluşturulur. Takas günü olan T+2'de ise blokedeki kıymetler otomatik olarak serbestleşip takas havuz hesaplarına aktarılır ve üyeler takas borçlarını kapatır. Üyeler nakit takas borçlarını takas günü saat 16:45'e kadar Takasbank'taki ilgili hesaplara yatırmak zorundadır; bu borçlar EFT ile, Takasbank nezdindeki başka bir hesaptan virmanla ya da diğer piyasalardan olan alacakların mahsubuyla kapatılabilir. Bir üyenin nakit alacağını alabilmesi için ise menkul kıymet yükümlülüğünü de yerine getirmiş olması gerekir; bu da teslim karşılığı ödeme prensibinin işleyişteki karşılığıdır.

Şimdi temerrüde gelelim. Takas tarihinde saat 16:45'e kadar menkul kıymet veya nakit yükümlülüğünü yerine getirmeyen üye, ayrıca herhangi bir bildirim yapılmasına gerek olmaksızın temerrüde düşmüş sayılır ve temerrüt işlemleri Takasbank tarafından yürütülür. Temerrüde düşen üyeden, yerine getirilmeyen yükümlülük tutarı üzerinden temerrüt faizi tahsil edilir. Bu faiz; matrahın, faiz oranının, gecikilen gün sayısının ve bir katsayının çarpılıp üç yüze bölünmesiyle hesaplanır. Nakit borçlarında matrah gecikmeli kapatılan tutar, kıymet borçlarında ise adet ile işlem günü ağırlıklı ortalama fiyatının çarpımıdır. Faiz oranı olarak Borsa İstanbul Repo-Ters Repo Pazarı, TCMB Bankalararası Para Piyasası ve Takasbank Para Piyasası'nda oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranlarından en yüksek olanı kullanılır. Katsayı ise gecikmenin ne zaman kapatıldığına bağlıdır: yükümlülük takas gününde 17:30'a kadar, bu saat dahil olmak üzere yerine getirilirse katsayı bir, 17:31 ve sonrasında ya da izleyen günlerde yerine getirilirse katsayı üç olarak uygulanır. Tahakkuk eden temerrüt faizi ve diğer yasal yükümlülükler, temerrüdün kapandığı günü izleyen iş günü tahakkuk ettirilir ve tahakkuk tarihinden itibaren üç iş günü içinde ödenmelidir; ödenmezse takip eden iş günü üyenin serbest cari hesabından re'sen tahsil edilir.

Temerrüt kapanmazsa süreç sertleşir. T+3 günü saat 11:00'a kadar pay ya da nakit borcunu hâlâ kapatamayan aracı kurum adına, Borsa İstanbul'da Temerrüt Sırası açılarak aynı gün valörlü alış ya da satışlar yapılır ve borç re'sen kapatılır. Bu gecikmeden zarar gören, yani alacağını geç alan üyeye ise bir

tür tazminat olarak mağduriyet ödemesi yapılır; temerrüde düşen üyeden tahsil edilen temerrüt cezasının üçte ikisi, alacağını gecikmeli alan üyenin serbest cari hesabına aktarılır.

Son olarak transfer işlemleri, yani payların hesaplar arasında el değiştirmesi takastan ayrı bir konudur ve iki ana yolla yürür. Serbest virman kaydi ve fiziki olmak üzere ikiye ayrılır; kaydi serbest virmanda fon ve ortaklık hesaplarından Takas Ekranları üzerinden aktarım yapılırken, fiziki serbest virmanda Borsa İstanbul'da işlem görmeyen ve Takasbank'ta saklanan menkul kıymetler hesaplar arasında aktarılır. Otomatik oluşan virman kayıtları toplam satış miktarı kadardır ve netleştirilmez; kaydın tamamının gerçekleştirilmesi zorunlu olmayıp kısmi virman da mümkündür. Şartlı virman ise aracı kurumlara müşteri hesapları arasında kıymet ile nakdi eşanlı olarak transfer etme imkânı verir; normal ya da parçalı olabilir, üyeler farklı üyelerden olan şartlı virman alacaklarını yükümlülükleriyle ilişkilendirerek zincir kurabilir ve ileri valörlü talimat girilebilir. İleri valörlü talimatlar girildikleri tarihte eşleşir, ancak asıl gerçekleşmeleri valör tarihinde borçların kapanmasıyla olur.

Konuyu pekiştirmek için birkaç ayrımı net tutmakta fayda vardır. Takasın T+2'de, temerrüt halinde re'sen borç kapatmanın ise T+3'te gerçekleştiğini karıştırmayın. Temerrüt katsayısında 17:30 ile 17:31 arasındaki tek dakikanın katsayısı birden üçe çıkardığını, mağduriyet ödemesinin ise temerrüt cezasının üçte ikisi olduğunu aklınızda tutun. Beş takas prensibinin netleştirme, kaydi takas, teslim karşılığı ödeme, merkezi takas ve aynı gün valörlü ödeme olduğunu; müşteri önceliği gibi ifadelerin bu prensiplerden biri olmadığını hatırlayın. Son olarak takas ile transferi ayırın: takas bir işlemin ödeme ve teslim bacağının kapatılmasıdır, transfer ise payların virman yoluyla hesaplar arasında aktarılmasıdır.

4. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

4.4 · Borsa İstanbul A.Ş. 'de Borçlanma Araçlarının Transfer, Takas ve Temerrüt İşlemleri

Borçlanma Araçlarının Borsa İstanbul'da Takası ve Temerrüt İşlemleri

KISACA

Borçlanma araçları, yani devlet iç borçlanma senetleri, hazine bonoları, özel sektör tahvilleri, finansman bonoları ve benzeri sabit getirili kıymetler, Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası'nda alınıp satılır; bu alım satımların hem parasal hem de kıymet ayağının tamamlanması, yani takası ise Takasbank tarafından yürütülür. Bu konu tam olarak şunu anlatır: bir borçlanma aracı el değiştirdiğinde, o işlemin takası hangi pazarda hangi valör süresiyle, hangi kurallarla kapanır; yükümlülüğünü zamanında yerine getirmeyen üyeye ne olur ve piyasanın riski hangi teminat mekanizmasıyla yönetilir.

Aklınızda tutmanız gereken çekirdek bilgi şudur. Borçlanma Araçları Piyasası'nda işlemlerin takası kural olarak aynı gün, yani T+0 valörüyle tamamlanır; yabancı para ödemeli kıymetlerde ise bir iş günü sonra, T+1'de gerçekleşir. Takasbank bu takası üç temel prensip üzerine kurar: alacak ve borçların karşılıklı mahsup edilerek tek bir tutara indirildiği çok taraflı netleştirme, üyenin borcunu ödemediği alacağını alamamasını sağlayan teslim karşılığı ödeme ve borçların elden değil hesaben kapatıldığı kaydı takas. Üye, ceza görmeden yükümlülüğünü en geç saat 16:45'e kadar kapatmak zorundadır; bu saati kaçıran üye herhangi bir bildirim gerek kalmaksızın temerrüde düşmüş sayılır ve gecikmenin uzunluğuna göre artan bir temerrüt faizi öder. Konunun son halkası ise, üyelere alınan teminatların ve garanti fonunun bu temerrüt riskini nasıl karşıladığıdır.

Borçlanma araçları dendiğinde aklınıza devletin ve şirketlerin borçlanmak amacıyla ihraç ettiği sabit getirili kıymetler gelmelidir: devlet iç borçlanma senetleri, hazine bonoları, özel sektör tahvilleri, finansman bonoları, banka bonoları, kira sertifikaları ve benzerleri. Bu kıymetlerin organize piyasadaki alım satımı Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası'nda yapılır; işlem gerçekleştikten sonra alıcının parayı, satıcının da kıymeti karşı tarafa fiilen ulaştırması, yani takasın tamamlanması ise Takasbank'ın görevidir. Bu konunun bize anlattığı şey tam olarak budur: bir borçlanma aracı el değiştirdiğinde, o işlemin parasal ve kıymet ayağı hangi kurallarla, hangi sürelerde ve hangi hesaplar üzerinden kapanır; taraflardan biri yükümlülüğünü yerine getirmezse ne olur ve bütün bu sürecin riski nasıl yönetilir.

Önce piyasanın nasıl bölümlere ayrıldığına bakalım, çünkü uygulanan valör süreleri pazardan pazara değişir. Kesin Alım Satım Pazarı, kıymetin doğrudan alınıp satıldığı ana pazardır; burada devlet iç borçlanma senetlerinde doksan güne, diğer sermaye piyasası araçlarında ise otuz güne kadar ileri valörlü işlem yapılabilir. Repo ve Ters Repo Pazarı'nda, önceden belirlenen bir fiyattan geri alma ya da geri satma taahhüdüyle kıymet alınıp satılır; bu pazarda yedi güne kadar ileri valörlü işlem yapılabilir ve repo bitiş valörü en fazla bir yıl olabilir. Pay Senedi Repo Pazarı ise BIST 50 endeksine dahil paylar üzerinde repo yapılmasına imkan tanır. Uluslararası Tahvil Pazarı'nda Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi'nin ihraç ettiği eurotahviller işlem görür ve burada asgari bir, azami on beş gün ileri valörlü işlem mümkündür. Bunların yanında nitelikli yatırımcıya ihraç, taahhütlü işlemler ve gözaltı pazarları ile

Takasbank'ın merkezi karşı taraf olarak hizmet verdiği Borsa İstanbul Para Piyasası ve Swap Piyasası da aynı çatı altında yer alır.

Şimdi işin kalbine, takas prensiplerine geelim. Takasbank borçlanma araçları takasını üç temel ilke üzerine kurar. Birincisi netleştirmedir: bir üyenin gün içinde yaptığı tüm işlemlerden doğan borç ve alacakları, menkul kıymet bazında ve müşteri ile portföy ayrımı gözetilerek karşılıklı mahsup edilir ve tek bir net borca ya da net alacağa indirilir. Buna çok taraflı netleştirme denir ve amacı, üyelerin el değiştirmesi gereken para ve kıymet miktarını olabildiğince küçültmektir. Burada iki istisnayı hatırlamak önemlidir: Taahhütlü İşlemler Pazarı ile Uluslararası Tahvil Pazarı'ndaki işlemlerin takası netleştirilmeden, işlem bazında yapılır. İkinci ilke teslim karşılığı ödemedir; bu ilke gereği bir üye takas yükümlülüğünü yerine getirmediği takas alacağını da alamaz, yani para ile kıymet birbirine kilitlenmiştir ve taraflardan biri diğerine ödeme yapmadan mal kaçırılmaz. Üçüncü ilke kaydi takastır: borçlar elden kıymet ya da nakit teslimiyle değil, hesaplar arasında kayden, yani hesaben kapatılır. Şunu da ekleyelim ki, bir üyenin ters repoyla satın alıp elinde tuttuğu kıymetler bitiş valörüne kadar bloke bir hesapta tutulur ve netleştirmeye dahil edilmez.

Peki bu takas ne zaman tamamlanır? Borçlanma Araçları Piyasası'nda işlemlerin takası kural olarak aynı gün, yani T+0 valörüyle gerçekleşir; yabancı para ödemeli kıymetlerde ise bir iş günü sonra, T+1'de tamamlanır. İleri valörle yapılan işlemler ise kendi valör gününde takasa dahil edilir. Üyenin, ceza görmeden yükümlülüğünü kapatabileceği son an ise saat 16:45'tir. Bu saate kadar hem nakit takas borcunu ilgili hesaba yatırması hem de kıymet borcunu depo hesabından kapatması gerekir. Bir noktanın da altını çizelim: takas kesinliği ilkesi uyarınca, tamamlanan takas ve ödeme işlemleri, bir üyenin faaliyetinin durdurulması ya da tasfiyeye girmesi gibi durumlar dahil, geri alınamaz ve iptal edilemez. Bu kesinlik, sistemin bütününe duyulan güvenin temelidir; çünkü takası biten bir işlemin sonradan bozulabileceği bir dünyada hiçbir taraf karşısındakine güvenerek işlem yapamazdı.

Gelelim yükümlülüğünü zamanında yerine getirmeyen üyeye. Böyle bir üye, ayrıca herhangi bir bildirim yapılmasına gerek kalmaksızın temerrüde düşmüş sayılır; temerrüt işlemlerini de Takasbank yürütür. Ödenecek temerrüt faizinin ağırlığı, gecikmenin ne kadar sürdüğüne bağlı olarak bir katsayıyla belirlenir. Nakit ya da kıymet yükümlülüğünde, saat 16:46 ile 17:00 arasında kapatılan borç için katsayı 0,25 iken, 17:01 ile 18:45 arasında bu katsayı 0,50'ye çıkar; 18:45'ten sonrasına sarkan ya da valör tarihinden sonraya kalan yükümlülüklerde ise katsayı 3'e kadar yükselir. Görüldüğü gibi ceza, gecikme uzadıkça basamak basamak ve hızla artar. Temerrüt faizinin kendisi ise matrahın, yüzde cinsinden baz faiz oranının, katsayının ve geçen gün sayısının üç yüz altmış beşe bölünmüş halinin çarpımıyla hesaplanır; baz faiz olarak da Borsa İstanbul Repo-Ters Repo Pazarı, Takasbank Para Piyasası ve TCMB Bankalararası Para Piyasası'nda oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranlarından en yükseği esas alınır. Bir iş günü sonra, yani T+1 gününde borcunu hâlâ kapatamayan üye adına Borsa İstanbul'da Temerrüt Pazarı, yani Buy-in Market açılır ve aynı gün valörlü alım satımla borç re'sen kapatılır. Bu gecikmeden zarar gören alacaklı üye de mağdur bırakılmaz: kendisine, tahsil edilen temerrüt faizinin üçte ikisi tutarında bir mağduriyet ödemesi yapılır. Tahsil edilecek temerrüt faizlerine bir alt ve bir üst sınır uygulanır; fakat aynı gün içinde yerine getirilmeyen yükümlülüklerde üst sınır uygulanmaz. Son

olarak, tüm temerrüt cezalarının tahakkuk tarihinden itibaren üç iş günü içinde ödenmesi gerektiğini unutmayın.

Konunun son halkası, bütün bu temerrüt riskini daha baştan yönetmeye çalışan risk ve teminat sistemidir. Takasbank piyasada işlem öncesi, işlem anı ve işlem sonrası olmak üzere üç katmanlı bir risk yönetimi uygular; yani bir emir daha işleme dönüşmeden, işleme dönüşürken ve dönüştükten sonra teminat yeterliliği sürekli kontrol edilir. İşlem sonrası katmanda her saat başında, her hesap için portföy bazında bulunması gereken teminat yeniden hesaplanır. Borçlanma araçlarına özgü olan yöntem, Nakit Akım Teminatlandırma yöntemidir; bu yöntem kıymetlerin nakit akımlarını bir portföy gibi ele alıp verim eğrilerine uygulanan şok senaryoları üzerinden net bugünkü değer değişimini ölçerek gereken teminatı belirler. Bu hesaplamalarda güven düzeyi yüzde 99,50, elde tutma süresi ise iki gün olarak dikkate alınır. Bir hesabın teminatı yetersiz kalırsa üyeye teminat tamamlama çağrısı yapılır ve üyenin bu eksiği iki saat içinde gidermesi beklenir; bu süre içinde tamamlanmayan yükümlülük için yine temerrüt hükümleri devreye girer. Dahası, bir üyenin taşıdığı riskin tanımlı risk limitine oranı yüzde 200'ü aşarsa, teminat bakiyesine bakılmaksızın üyenin emir iletimi engellenebilir. Böylece piyasa, bir üyenin ödeyemez hale gelmesi durumunda zincirleme bir çöküş yaşamadan, alınan teminatlar ve garanti fonu sayesinde kendini korumuş olur. İşte transfer, takas ve temerrüt başlığının bütünü budur: kıymetin doğru pazarda doğru valörle el değiştirmesi, takasın üç prensiple ve saat 16:45 sınırıyla güvenle kapanması, geciken üyenin artan katsayılı cezayla karşılaşması ve tüm bu sürecin katmanlı bir teminat sistemiyle güvence altına alınması.

4. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

4.5 · Türev Araçlarda Takas, Uzlaşma ve Fiziki Teslim

Türev Araçlarda Takas ve Uzlaşma: Nakdi Uzlaşma, Fiziki Teslim ve Takasbank'ın Merkezi Karşı Taraf Rolü

KISACA

Türev araçlarda takas ve uzlaşma sürecinin merkezinde Takasbank yer alır. Takasbank, piyasada gerçekleştirilen işlemlerde açık teklif yöntemiyle merkezi karşı taraf konumundadır; alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı ise alıcı gibi davranarak takasın tamamlanmasını taahhüt eder. Burada gözden kaçırılmaması gereken ayrıntı, Takasbank'ın muhatabının işlemi yapan müşteri değil, o müşterinin bağlı olduğu üye olmasıdır; üye ile Takasbank arasındaki ilişkide teslim karşılığı ödeme prensibi işler. Bir türev sözleşmesi vade sonunda iki yoldan biriyle kapanır. Nakdi uzlaşmada dayanak varlık el değiştirmez, yalnızca sözleşmeden doğan kâr veya zarar nakit olarak hesaplara yansıtılır. Fiziki teslimatta ise dayanak varlığın kendisi teslim edilir ve bedeli ödenir. Vade sonunda kârda olan opsiyonlar ayrıca bir kullanım bildirimi gerekmesizin otomatik olarak kullanıma konu edilirken, kârda olmayan nakdi uzlaşmalı vadeli işlem sözleşmeleri seans içinde kapatılmazsa Takasbank tarafından vade sonu uzlaşma fiyatı üzerinden ters işlemle kapatılır.

Fiziki teslim, dayanak varlığın türüne göre farklı kanallardan sonuçlanır: pay senetleri Borsa Pay Piyasası üzerinden MKK'da, elektronik ürün senetleri şartlı virman sistemiyle, döviz muhabir bankalar aracılığıyla, devlet iç borçlanma senetleri ise Borsa Borçlanma Araçları Piyasası üzerinden tasfiye edilir. Kullanım kâr/zararı yalnızca nakdi uzlaşma halinde hesaplanır.

Bir türev işlemi VİOP'ta gerçekleştiği anda aslında hikâyenin sadece ilk yarısı tamamlanmış olur. Asıl kritik kısım, yani alınan pozisyonun karşı tarafının yükümlülüğünü yerine getireceğine dair güvence ve işlemin fiilen sonuçlandırılması, takas ve uzlaşma sürecinde gerçekleşir. Bu sürecin başrolündeki kurum Takasbank'tır ve buradaki rolünü doğru anlamak, konunun tamamını çözmenin anahtarıdır.

Takasbank bu işlemlerde, mevzuatta "açık teklif yöntemi" olarak adlandırılan mekanizmayla merkezi karşı taraf konumuna geçer. Bunun pratik karşılığı şudur: her alıcının karşısına satıcı, her satıcının karşısına da alıcı olarak bizzat Takasbank oturur ve takasın eksiksiz tamamlanacağını üstlenir. Böylece iki tarafın birbirini tanımasına ya da karşı tarafın ödeme gücünden emin olmasına gerek kalmaz; herkesin muhatabı Takasbank olur. Ancak burada üzerinde dikkatle durulması gereken bir ayrıntı vardır. Takasbank'ın doğrudan muhatabı işlemi yapan müşteri değil, o müşterinin bağlı olduğu üyedir. Takasbank tüm iş ve işlemlerde, işlemin müşteriye ait olup olmadığına bakmaksızın yalnızca ilgili üyeyi muhatap alır; üyelerin kendi müşterilerine karşı olan yükümlülüklerinden Takasbank sorumlu tutulamaz. Üye ile Takasbank arasındaki bu ilişkide teslim karşılığı ödeme prensibi geçerlidir ve üyenin açık pozisyonları, teminatları ile garanti fonu katkıları gün içinde birden fazla kez güncelleme işlemine tabi tutulabilir.

Şimdi işin kalbine geelim: bir türev sözleşmesi vade sonunda iki yoldan biriyle kapanır. Birincisi nakdi uzlaşmadır; burada dayanak varlığın el değiştirmesi söz konusu değildir, yalnızca sözleşmeden doğan kâr ya da zarar nakit olarak hesaplara yansıtılır. İkincisi ise fiziki teslimattır; bu durumda dayanak varlığın

kendisi, örneğin pay senedi, döviz, elektronik ürün senedi ya da devlet iç borçlanma senedi, gerçekten teslim edilir ve bedeli ödenir. Bir sözleşmenin hangi yöntemle sonuçlanacağı sözleşme tasarımıdır; burada dikkatle ayırt etmeniz gereken temel nokta da tam olarak budur.

Vade sonundaki işlemlerde iki mekanizmayı bilmek gerekir. Opsiyon tarafında sistem üyeden ayrı bir kullanım talebi beklemez: vade sonunda kârda kalan opsiyon pozisyonları kendiliğinden kullanıma sokulur, bu kullanımdan doğan kâr veya zarar hesaplara işlenir ve buna bağlı nakit ile kıymet borçları otomatik olarak yaratılır. Vadeli işlem tarafında ise mantık biraz farklı yürür. Nakdi uzlaşmalı ama kârda olmayan bir vadeli sözleşmeyi yatırımcı son işlem günü seans içinde kapatmayı ihmal ederse, gün sonu döngüsünde bu pozisyonu Takasbank vade sonu uzlaşma fiyatı üzerinden ters bir işlemle bizzat kapatır. Yani yatırımcı kapatmayı unutsa bile pozisyon açıkta kalmaz.

Fiziki teslimatta yükümlülükler ikiye ayrılır. Kıymet tarafında, vadeli işlem sözleşmeleri için son işlem günü açık pozisyonlar sözleşme bazında netleştirilerek üye bazında belirlenir; opsiyonlarda ise kullanıma konu olan talimatlar esas alınır. Bu kıymet takası Takasbank tarafından ve MKK nezdindeki hesaplar üzerinden hesap bazında yürütülür. Nakit tarafında ise ödenecek tutar, vadeli işlemlerde son işlem gününün uzlaşma fiyatı, opsiyonlarda ise sözleşmenin kullanım fiyatı esas alınarak hesaplanır.

Bu işlemlerin belirli bir takvime ve saate bağlı yürüdüğünü de akılda tutmak gerekir. Takas işlemleri resmi tatil günleri dışında hafta içi her gün, tam iş günlerinde gerçekleştirilir ve sistemde yapılan tüm işlemlerde sistem saati esas alınır. Öğleden sonranın resmi tatil olması nedeniyle yarım gün çalışıldığında ise takas süreleri ayrı bir takvime göre uygulanır; yani nema dağıtımından teminat yatırma-çekmeye, uzlaşma fiyatının ilanından fiziki teslimat son saatine kadar her adımın belirlenmiş bir zamanı vardır. Bu zaman disiplini önemlidir, çünkü bir yükümlülüğün kendisi için belirlenen son saate kadar yerine getirilmemesi çoğu zaman doğrudan temerrüdün başlangıcı anlamına gelir.

Fiziki teslimin nasıl sonuçlandığı, dayanak varlığın türüne göre farklı kanallardan yürür ve bu ayrımı bilmek önemlidir. Fiziki teslimatlı pay vadeli işlem sözleşmelerinde vade sonunda açık kalan pozisyonlar doğrudan teslimata tabi tutulur; kıymete ait alacak ve borçlar netleştirilerek Borsa Pay Piyasası üzerinden MKK nezdinde tasfiye edilir. Elektronik ürün senedi, yani ELÜS teslimatında borçlu üye yükümlülüğünü MKK sisteminde yerine getirir ve takas şartlı virman sistemiyle sonuçlandırılır. Döviz dayalı teslimatta net döviz borcu olan üye borcunu Takasbank'ın muhabir bankaları nezdindeki hesaplar aracılığıyla kapatır; döviz borcunu ödeyen üyenin Türk Lirası alacağı da serbest hesabına aktarılır. Devlet iç borçlanma senedine dayalı vadeli işlemlerde ise açık kalan pozisyonlar Borsa Borçlanma Araçları Piyasası üzerinden netleştirilerek takasa konu edilir. Burada pratik bir kısıt da vardır: döviz dayalı ve fiziki teslimata konu sözleşmelerde, yarım iş günlerinde ve teslimata konu dövizin tatil olduğu günlerde takas gerçekleştirilmez.

Uzlaşma yöntemi ile kâr/zarar hesabı arasındaki ilişkiyi de not etmek gerekir. Kullanım kâr/zararı yalnızca nakdi uzlaşma halinde hesaplanır; fiziki teslimatla son bulan opsiyon sözleşmelerinde ayrıca bir kullanım kâr/zararı hesaplanmaz, çünkü orada zaten dayanak varlığın kendisi el değiştirmektedir. Pozisyonlardan doğan kâr ve zararlar ise seans sonrasında belirlenen gün sonu uzlaşma fiyatlarına

göre kesinleşir ve işlemin gerçekleştiği günün, yani T gününün sonunda tüm hesaplara yansıtılır; kârların ilgili hesaplara dağıtımı ertesi güne sarkan bir takvim içinde yapılır.

Tüm bu takas ve uzlaşma işleyişi kendi başına duran bir mekanizma değildir; Takasbank'ın merkezi karşı taraf olarak taşıdığı riski yönetmesini sağlayan daha geniş bir çerçevenin içine oturur. Bu çerçevede işlem öncesi, işlem anı ve işlem sonrası olmak üzere üç katmanlı bir risk yönetimi, portföy bazında teminatlandırma, katılımı zorunlu bir garanti fonu ve ayrıntılı bir temerrüt süreci yer alır. Fiziki teslimatta temerrüt ise somut sürelerle bağlanmıştır: örneğin ELÜS'e dayalı sözleşmelerde takas yükümlülüğü vade sonunu takip eden beşinci işlem günü saat 17:00'a kadar, dövize dayalı sözleşmelerde ise vade sonunu takip eden ertesi ilk işlem günü saat 16:00'a kadar yerine getirilmezse üye temerrüde düşmüş sayılır. Teslimle yükümlü üyenin temerrüdünde esas olan da alacaklı üyeye kıymetin fiziken teslim edilmesidir.

Bu konuyu çalışırken aklınızda tutmanız gereken temel çıpalar şunlardır: Takasbank'ın açık teklifle merkezi karşı taraf oluşu ve muhatabının müşteri değil üye olması, teslim karşılığı ödeme prensibi, nakdi uzlaşma ile fiziki teslim arasındaki net ayrım, kârda olan opsiyonların otomatik kullanımı ile kârda olmayan nakdi uzlaşmalı vadeliilerin ters işlemlerle kapatılması, ve fiziki teslimin dayanak varlığına göre pay, ELÜS, döviz ve devlet iç borçlanma senedi kanallarından farklı biçimlerde sonuçlanması. Bu ayrımları netleştirdiğinizde, konunun geri kalan bütün ayrıntıları bu iskeletin üzerine kolayca oturur.

4. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

4.6 • Takasbank Teminat Yönetimi

Takasbank Teminat Yönetimi: Teminat Tipleri, Değerleme ve Garanti Fonu

KISACA

Takasbank, hizmet verdiği piyasalarda merkezi karşı taraf (MKT) olarak alıcı ile satıcının arasına girer ve her iki tarafın yükümlülüğünü de garanti eder. Bu garantiyi ayakta tutan asıl mekanizma teminat sistemidir; çünkü bir üye temerrüde düşse bile karşı tarafın alacağını zamanında alması gerekir. Takasbank'ın aldığı güvenceler üç ana başlıkta toplanır. Üyelik teminatı, üyenin Takasbank'a olan aidat, ücret ve komisyon gibi yükümlülüklerini karşılamak için alınır. İşlem teminatı, açık pozisyonların riskini karşılar ve kendi içinde başlangıç teminatı, değişim teminatı ve fiziki teslimat teminatı olarak üçe ayrılır. Garanti fonu ise bir veya birkaç üyenin temerrüdünde, zararın o üyelerin teminatını aşan kısmını karşılamak üzere kurulan ortak bir havuzdur. Teminata yalnızca kredi, likidite ve piyasa riski düşük varlıklar kabul edilir; her varlığın piyasa değeri, olası değer kaybını yansıtan bir değerleme katsayısıyla çarpılarak dikkate alınır. Nakit Türk lirasının değerleme katsayısı yüzde 100 iken diğer varlıklarda bu katsayı daha düşüktür. Üyenin yükümlülüğünü aşan ve serbestçe çekebileceği kısma serbest teminat denir. Son olarak bu teminatlar hukuken güçlü biçimde korunur: haczedilemez, rehnedilemez, iflas masasına dâhil edilemez ve Takasbank tarafından kendi varlıklarından ayrı izlenir. Bütün bu yapının amacı, tek bir üyenin temerrüdünü sistemin geneline yaymadan soğurabilmektir.

Takasbank'ın teminat yönetimini anlamak için önce onun piyasadaki rolünü hatırlamak gerekir. Takasbank, hizmet verdiği belirli piyasalarda merkezi karşı taraf, kısaca MKT olarak faaliyet gösterir. Bunun anlamı şudur: alıcı ile satıcı doğrudan birbirine güvenmek zorunda kalmaz, çünkü Takasbank her iki tarafın da arasına girerek işlemin sonuçlanacağını garanti eder. Peki bu garantiyi ne mümkün kılar? İşte tam da bu noktada teminat sistemi devreye girer. Bir üye yükümlülüğünü yerine getiremez, yani temerrüde düşerse, karşı tarafın alacağını yine de zamanında ödenebilmesi için önceden alınmış güvencelere ihtiyaç vardır. Takasbank'ın teminat yönetimi, bu güvencelerin hangi türlerde alınacağını, nasıl değerlendirileceğini ve nasıl korunacağını düzenleyen bütünsel bir yapıdır.

Takasbank'ın aldığı güvenceler üç ana başlık altında toplanır ve bu üçlüyü birbirinden ayırt etmek konunun kalbini oluşturur. Bunlardan ilki üyelik teminatıdır. Üyelik teminatı, bir MKT üyesinin Takasbank'a olan aidat, ücret, komisyon ve benzeri yükümlülüklerini kendisine verilen süre içinde yerine getirmemesi durumunda doğabilecek zararı karşılamak için alınır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) ile Borçlanma Araçları Piyasası ve Pay Piyasası'nda üyeler, Yönetim Kurulu'nun belirlediği üyelik teminatını Türk lirası olarak yatırır. Buna karşılık Ödünç Pay Piyasası'nda üyelik teminatı uygulaması bulunmaz. Şuna dikkat edin: üyelik teminatı üyenin işlemlerinden değil, üyelik ilişkisinden doğan borçlarını güvenceye alır; bu yüzden onu işlem teminatıyla karıştırmamak gerekir.

İkinci ve en kapsamlı başlık işlem teminatıdır. İşlem teminatı, açık pozisyonların taşıdığı riski karşılamak için alınır ve kendi içinde başlangıç teminatı, değişim teminatı ve fiziki teslimat teminatı olmak üzere üçe ayrılır. Başlangıç teminatı, pozisyonun ilk açıldığı anda talep edilir; amacı, bir temerrüt ortaya

çıktığında o andan pozisyonların kapatılmasına kadar geçecek sürede maruz kalınabilecek riski önceden karşılamaktır. Bu teminatın hesaplanmasında VİOP, Borçlanma Araçları Piyasası, Pay Piyasası ve Tezgâh Üstü Türev Araç Piyasası'nda BISTECH Marjin Yöntemi kullanılır; bu yöntem portföy bazlı bir risk yönetimi algoritmasına dayanır. Ödünç Pay Piyasası ile BİAŞ Para Piyasası'nda ise tarihsel benzetim esaslı Riske Maruz Değer, kısaca RMD yöntemi tercih edilir. Başlangıç teminatı parametreleri belirlenirken uyulması zorunlu asgari unsurlar da vardır: hesaplamada en az yüzde 99'luk tek taraflı güven aralığı kullanılır, elde tutma yani nakde dönüştürme süresi en az 2 iş günü olarak dikkate alınır ve volatilité hesaplamalarında, temin edilebildiği ölçüde en az 12 aylık tarihsel veri kullanılması gerekir.

İşlem teminatının ikinci türü değişim teminatıdır. Değişim teminatı, açık pozisyonların güncel piyasa fiyatlarına göre yeniden değerlendirilmesiyle doğan kâr veya zarar farklarını güvenceye bağlar; bu farklar hem gün içindeki risk hesaplama anlarında hem de istisnasız her gün sonunda yeniden hesaplanır. Üçüncü tür ise fiziki teslimat teminatıdır. Bu güvence, sözleşme vadeye ulaşip takas süreci işlemeye başladığında tarafın teslim yükümlülüğünü yerine getirememeye ihtimaline karşı devreye girer; tutarı, teslim konu dayanak varlıkta yaşanabilecek fiyat oynamalarına göre belirlenir. Başlangıç, değişim ve fiziki teslimat teminatlarını birbirine karıştırmayın; birincisi pozisyon açılırken peşin alınan güvence, ikincisi günlük değer değişimine göre güncellenen fark, üçüncüsü ise yalnızca fiziki teslim aşamasına özgü ek güvencedir.

Üçüncü ana başlık garanti fonudur. Garanti fonu, bir veya birkaç MKT üyesinin temerrüde düşmesi halinde oluşabilecek zararların, o üyelerin kendi teminatlarını aşan kısmı için kullanılmak üzere kurulan ortak bir havuzdur. Buradaki aşan kısım ifadesi kritiktir: garanti fonuna ancak temerrüt eden üyenin kendi teminatları tükendikten sonra başvurulur. Üyelerin yatıracığı katkı payı, en yüksek riske sahip üye ile ikinci ve üçüncü en yüksek riskli üyenin aynı anda temerrüdü halinde ortaya çıkacak toplam kaynak ihtiyacının, üyelere taşıdıkları risk oranında bölüştürülmesiyle belirlenir. Bu hesaplamada, açık pozisyonlardan kaynaklanan ve işlem teminatlarıyla karşılanamayan risk, yani karşılanmamış risk esas alınır. Yatırılmış garanti fonu, sabit yani asgari bir kısım ile değişken bir kısımdan oluşur. Asgari katkı payı tutarları piyasadan piyasaya değişir; örneğin bu tutar Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda 3.575.000 TL, SWAP Piyasası'nda 2.875.000 TL iken BİAŞ Para Piyasası'nda 50.000 TL'ye kadar iner. Zarar, diğer üyelerin yatırılmış garanti fonunu da aşacak boyuta ulaşırsa, temerrüt etmemiş üyelere ilave garanti fonu katkı payı talep edilmesi de mümkündür.

Şimdi teminata hangi varlıkların kabul edildiğine bakalım. Takasbank, teminat olarak alacağı varlıkları belirlerken kredi, likidite ve piyasa riski düşük olanlara öncelik ve ağırlık verir. Kabul edilen varlıklar nakit ve nakit dışı olmak üzere ikiye ayrılır; burada önemli bir ayrıntı, Türk lirası dışındaki tüm teminat unsurlarının hesaplamalarda nakit dışı varlık sayılmasıdır. Belirli varlıkların teminat içindeki payını sınırlamak için kompozisyon limitleri uygulanır; örneğin herhangi bir ihraççı veya bankaya ait kıymetlerin, belirli istisnalar dışında, kabul edilmiş teminatlar içindeki payı yüzde 25'i geçemez. Ayrıca üyeler, kendilerinin ya da bağlı oldukları sermaye grubunun ihraç ettiği menkul kıymetleri, yine belirli istisnalar dışında teminat olarak veremez. Piyasaların özelliğine göre asgari Türk lirası oranları da farklılaşır: VİOP'ta toplam teminat gereksiniminin en az yüzde 50'sinin Türk lirası olması gerekirken Pay

Piyasası'nda bu oran en az yüzde 10'dur; Borçlanma Araçları Piyasası ile BİAŞ Para Piyasası'nda ise asgari Türk lirası zorunluluğu bulunmaz.

Teminata kabul edilen varlıkların değeri sabit değildir; işte teminat değerlemesi tam da bunu yönetir. Buradaki temel ilke, teminata konu varlıkların öngörülen değerinin, bu varlıklar nakde çevrildiğinde beklenen tutarı karşılayacak seviyede olmasıdır. Bunu sağlamak için her varlığa bir teminat değerlendirme katsayısı atanır. Bu katsayı, birden; piyasa riski, likidite riski ve kredi riskinin toplamının çıkarılmasıyla hesaplanır, yani bir varlık ne kadar riskliyse katsayısı o kadar düşer. Katsayıların belirlenmesinde, finansal risklerin ölçümünde en yaygın yöntem olan Riske Maruz Değer yaklaşımı ve onun içinde de tarihsel benzetim yöntemi kullanılır. Takasbank bu değerlendirme katsayılarını Haziran ve Aralık aylarında yılda iki kez, kompozisyon limitlerini ise yılda bir kez gözden geçirir. Bir teminatın cari değeri, piyasa değerinin değerlendirme katsayısıyla çarpılmasıyla bulunur. Örneğin 1 doların 39 TL olduğu bir günde teminata getirilen 10.000 dolar, 10.000 çarpı 39 çarpı 0,90 işleminden 351.000 TL olarak dikkate alınır. Nakit Türk lirasının değerlendirme katsayısının yüzde 100, yani birebir olduğunu; döviz ve tahvil gibi varlıklarda ise katsayının daha düşük uygulandığını aklınızda tutun.

Son olarak üyenin serbestçe kullanabileceği teminata gelelim. Serbest teminat, üyenin yatırdığı değerlendirilmiş teminat tutarından, bulunması gereken başlangıç teminatının düşülmesi ve buna değişim teminatının işaretiyle göre eklenmesi ya da çıkarılmasıyla bulunur. Bunu somut bir örnekle görelim: teminat hesabında 2.000 TL bulunan bir yatırımcı, başlangıç teminatı 1.000 TL olan bir BIST 30 vadeli işlem sözleşmesini 10.000 TL'den aldığı anda, işlemten önce 2.000 TL'nin tamamını çekebilirken işlemten sonra yalnızca 1.000 TL'sini çekebilir; çünkü kalan 1.000 TL başlangıç teminatı olarak bloke olmuştur. Akşam yapılan kâr-zarar hesabında endeksin düşmesi nedeniyle 200 TL zarar ederse, bu zarar kullanılabilir teminatını azaltır ve söz konusu 200 TL ertesi iş günü kârda olan tarafa aktarılır.

Bütün bu teminatların hukuken güçlü biçimde korunması, konunun son ama en az diğerleri kadar önemli parçasıdır. Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca Takasbank'ın MKT faaliyeti nedeniyle aldığı teminatlar, tevdi amaçları dışında kullanılamaz, üçüncü kişilere devredilemez, kamu alacakları için bile haczedilemez, rehnedilemez, idari mercilerin tasfiye kararlarından etkilenmez, iflas masasına dâhil edilemez ve üzerlerine ihtiyati tedbir uygulanamaz. Ayrıca Takasbank bu teminatları kendi varlıklarından ayrı olarak izler ve müşteri teminatlarını her müşteri için ayrı alt hesaplarda takip eder. Teminat seviyesi gereken düzeyin altına düştüğünde üyeye elektronik bir sistem üzerinden teminat tamamlama çağrısı yapılır ve üyenin sorumluluğu bu çağrının kendisine ulaştığı anda başlar. Nakit Türk lirası teminatların zorunlu karşılık dışında kalan kısmı ise Takasbank tarafından mümkün olan en iyi koşullarla nemalandırılır. Tüm bu kurallar bir arada düşünüldüğünde Takasbank'ın teminat yönetiminin amacı nettir: tek bir üyenin temerrüdünü, sistemin bütününe yayılmadan ve diğer yatırımcıları mağdur etmeden soğurabilmek.



benzensor



DERS NOTLARI 2026 BASKISI

SPL DÜZEY 1 İyi çalışmalar

Bu ders notları benzensor tarafından ücretsiz hazırlandı; resmî kurum yayını değildir. Hata bildirimi: destek@benzensor.com

Okudun, sıra pekiştirmede
Şimdi çöz!

Okuduğun konuyu hemen soruyla pekiştir. benzensor uygulamasında konu anlatımı, soru bankası ve gerçek sınav simülasyonu bir arada.

