



benzensor



DERS NOTLARI 2026 BASKISI

SPL DÜZEY 2

70 Konuluk Ders Notları

SPL Düzey 2 konularının tamamı için benzensor'un hazırladığı özgün konu anlatımı notları.

KİTAPÇIK

Ders / bölüm	9
Konu anlatımı	70
Kelime	62.411

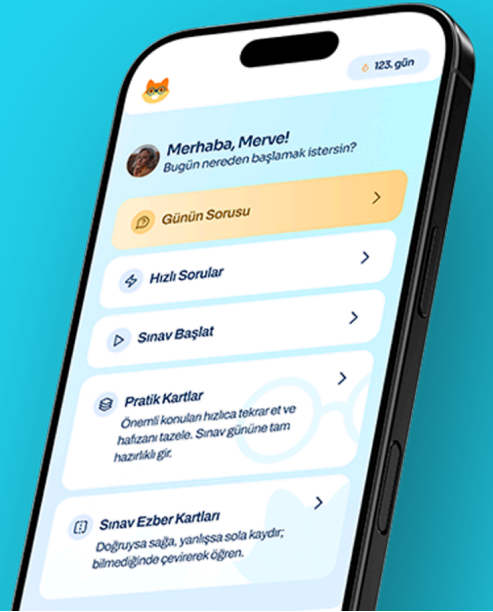
KAPSAM

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 2 ders notları · 2026 baskısı · 70 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 değişir

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	Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları	13/13
2	Sermaye Piyasası Araçları 1	5/5
3	Sermaye Piyasası Araçları 2	9/9
4	Yatırım Kuruluşları	6/6
5	Finansal Piyasalar	9/9
6	Takas, Saklama ve Operasyon İşlemleri	11/11
7	Finansal Yönetim ve Mali Analiz	9/9
8	Ticaret Hukuku	2/2
9	Muhasebe ve Finansal Raporlama	6/6

Bu kitapçık, sınav konu listesindeki tüm başlıkları kapsar.

İçindekiler

1. Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları

- 1.1 Sermaye Piyasası Kanunu
- 1.2.1 Özel Durumlar Tebliği II-15.1
- 1.3.1 Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1
- 1.4.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.1
- 1.4.2 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.5
- 1.4.3 Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği III-55.1
- 1.4.4 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1
- 1.4.5 Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.2
- 1.4.6 Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.3
- 1.4.7 Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.4
- 1.4.8 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.3
- 1.5.1 TSPB Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları
- 1.5.2 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. Sermaye Piyasası Araçları 2

- 3.1.1 İzahname ve İhraç Belgesi (İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği II-5.1.)
- 3.1.2 Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği II-5.2
- 3.2 Varlık Finansmanına İlişkin Menkul Kıymetler (Kavramsal Çerçeve, Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği III-58.1 ve Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği III-59.1)
- 3.3 Faizsiz Finans Araçları (Kavramsal Çerçeve ve Kira Sertifikaları Tebliği III-61.1)
- 3.4 Gayrimenkul Sertifikaları (Kavramsal Çerçeve ve Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği VII-128.2)
- 3.5 Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları (Kavramsal Çerçeve ve Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği VII-128.3)
- 3.6 Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları (Kavramsal Çerçeve ve Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları ile Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği VII-128.4)
- 3.7 Projeye Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği III-61/B.1
- 3.8 Sermaye Piyasası Araçlarının Teminatlı İhracına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ II-31/B.1

4. Yatırım Kuruluşları

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

5. Finansal Piyasalar

- 5.1.1 Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği ve İlgili Diğer Düzenlemeler
- 5.2 Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası (Piyasanın İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)
- 5.3 Borsa İstanbul A.Ş. Borçlanma Araçları Piyasası (Piyasanın İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)
- 5.4 Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası (Piyasanın İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)
- 5.5 Tezgahüstü Piyasalar
- 5.6 T.C. Merkez Bankası Piyasaları ve Bankalararası Piyasalar
- 5.7 Takasbank ve Borsa Para Piyasaları, Swap Piyasası ve Ödünç Pay Piyasası
- 5.8 Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu (İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)
- 5.9 Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu (İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)

6. Takas, Saklama ve Operasyon İşlemleri

- 6.1 Takas, Saklama ve Operasyon İşlemlerine İlişkin Temel Kavramlar
- 6.2.1 Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik
- 6.2.2 Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ II-13.1
- 6.2.3 Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik (4, 5 ve 6'nı Bölümler)
- 6.2.4 İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Takas Yönetmeliği
- 6.2.5 İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği
- 6.2.6 Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği III-56.1
- 6.3 Borsa İstanbul A.Ş. 'de Payların Transfer, Takas ve Temerrüt İşlemleri
- 6.4 Borsa İstanbul A.Ş. 'de Borçlanma Araçlarının Transfer, Takas ve Temerrüt İşlemleri
- 6.5 Türev Araçlarda Takas, Uzlaşma ve Fiziki Teslim
- 6.6 Takasbank Teminat Yönetimi

7. Finansal Yönetim ve Mali Analiz

- 7.1 Finansal Yönetimin Genel Esasları
- 7.2 Finansal Planlama
- 7.3 Sermaye Maliyeti
- 7.4 Sermaye Yapısı

- 7.5 İşletme Sermayesi Yönetimi
- 7.6 Yatırım Projelerinin Değerlemesi
- 7.7 Birleşme ve Devir
- 7.8 Finansal Analiz
- 7.9 Leasing, Faktöring ve Forfaiting

8. Ticaret Hukuku

- 8.1 Türk Ticaret Kanununun Ticaret Şirketlerine İlişkin Genel Hükümleri (Madde 124–210)
- 8.2 Türk Ticaret Kanununun Anonim Şirketlere İlişkin Hükümleri (Madde 329–562)

9. Muhasebe ve Finansal Raporlama

- 9.1 Muhasebenin Temel Kavramları, İlkeleri ve Genel Muhasebe
- 9.2.1 Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve
- 9.2.2 TMS/IFRS
- 9.2.3 Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği II-14.1
- 9.3.1 Temel Kavramlar
- 9.3.2 Bağımsız Denetime İlişkin Düzenlemeler

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.1 - Sermaye Piyasası Kanunu

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu: Araçtan Yaptırıma Piyasa Düzeni

KISACA

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, tasarruf sahipleriyle fon arayanları sermaye piyasası araçları üzerinden buluşturan sistemin hukuki omurgasını kurar. Birincil piyasada araç ilk kez satılarak ihraççıya kaynak sağlanır; ikincil piyasa ise daha önce ihraç edilmiş araçlara likidite, fiyat ve vade referansı kazandırır. Bu yapıda ihraççılar, yatırımcılar, sermaye piyasası araçları, uzman yardımcı kuruluşlar ve borsalar birbirini tamamlayan beş ana unsurdur.

Kanun çerçeve niteliğindedir: temel sınırları çizer, ayrıntılı kuralları düzenleme ve uygulamayı gözetme görevini Sermaye Piyasası Kuruluna verir. Menkul kıymetler, türev araçlar ve diğer sermaye piyasası araçları; ihraç ve halka arz süreçleri; kaydi sistem; halka açık ortaklıklar; yatırım hizmetleri; kolektif yatırım kuruluşları; takas, saklama ve borsa altyapısı bu bütünün başlıca parçalarıdır. Yatırımcı korunmasının merkezinde tam, zamanında ve doğru bilgilendirme bulunur. Halka arzda izahname, halka arz edilmeksizin satışta ihraç belgesi kullanılır; Kurul onayı belgedeki bilgilerin doğruluğuna garanti veya yatırım tavsiyesi anlamına gelmez.

Kanun yalnızca kuruluş ve işlem kuralları koymaz. Kurula denetim, aykırılığı giderme, faaliyeti sınırlama, yatırımcıları tazmin ve gerektiğinde suç duyurusunda bulunma yetkileri de tanır. Bilgi suistimali, piyasa dolandırıcılığı, usulsüz halka arz ve izinsiz faaliyet gibi fiiller cezai; düzenleme ve kararlara aykırılıklar ise koşullarına göre idari yaptırımla karşılanır. Böylece araçların ihraç edildiği andan piyasa işlemlerinin denetlenmesine kadar kesintisiz bir koruma düzeni oluşur.

Sermaye piyasası, tasarruf fazlası bulunan kesim ile orta ve uzun vadeli kaynağa ihtiyaç duyan kesim arasında sermaye piyasası araçlarının alım satımı yoluyla doğrudan finansman ilişkisi kurar. Bu piyasanın birincil ayağında araç ihraççı tarafından ilk kez satılır ve sağlanan fon reel kesime yönelir. İkincil piyasada ise önceden ihraç edilmiş araçlar yatırımcılar arasında el değiştirir. İhraççıya yeni kaynak aktarmayan bu ikinci aşama yine de vazgeçilmezdir; yatırımcıya elindeki aracı nakde çevirme imkânı verir, yeni ihraçların fiyatlandırılmasına dayanak oluşturur ve borçlanma araçlarının vadeleri için piyasa referansı sağlar. Spot piyasada kıymet ile bedel işlemin ardından el değiştirirken vadeli piyasada teslimi ileride yapılacak mal veya finansal araç üzerinde bugünden işlem kurulur.

Piyasanın yapısı beş unsur üzerinden okunabilir. Fon talep eden ihraççılar araç çıkararak kaynak toplar; yatırım fonları dışında gerçek kişiler ve tüzel kişiliği olmayan yapılar ihraççı olamaz. Fon arz eden yatırımcılar ise tasarruflarını getiri beklentisiyle araçlara yöneltir. Kurul, sunulacak korumayı farklılaştırmak amacıyla yatırımcıları sınıflandırabilir. Sermaye piyasası araçları fon aktarımının hukuki konusunu, aracı kurumlar ve diğer sermaye piyasası kurumları uzman hizmetleri, borsalar da düzenli alım satım ortamını oluşturur. Bu unsurların arasındaki ilişkinin niteliği araca göre ortaklık veya alacaklılık ilişkisi olabilir.

6362 sayılı Kanun, piyasa düzenleyen bir çerçeve kanundur. Emredici ana esasları ve hareket sınırlarını belirler; ayrıntılı ikincil düzenlemeleri tebliğ ve ilke kararlarıyla oluşturma yetkisini uzman otorite olan Sermaye Piyasası Kuruluna bırakır. Kurul aynı zamanda başvuruları sonuçlandırır, düzenlemelerin piyasadaki etkisini izler ve düzen bozucu fiillere karşı tedbir ile yaptırım uygular. Mevzuat düzeninde önce Kanun ve ona dayanan Kurul düzenlemeleri, ardından sermaye piyasasını ilgilendiren diğer özel düzenlemeler gelir. Genel hükümler ise sermaye piyasası mevzuatında konuya ilişkin hüküm bulunmaması ve ilgili özel kanunun uygulanacak rejimi açıkça ayırması hâlinde devreye girer. Kanunun hazırlanmasında yeni Türk Ticaret Kanunu ile anonim ortaklık hukukundaki dönüşüm, Avrupa Birliği düzenlemelerine uyum ve piyasaların giderek karmaşılaşan ihtiyaçları belirleyici olmuştur.

Kanunun uygulama alanı mutlak değildir. Merkez Bankası, onun işlemleri ve bünyesindeki sistemler kural olarak Kanun dışında tutulmuş, sermaye piyasası araçlarını konu alan teminat sözleşmeleri bu istisnanın dışında bırakılmıştır. Merkez Bankası, Hazine ve Maliye Bakanlığı ile kamu borç yönetimi mevzuatı uyarınca kurulan varlık kiralama şirketlerinin bazı ihraçlarında izahname ve ihraç limitleri uygulanmaz. Bankalar, sermaye piyasası aracı halka arz ettikleri veya sermaye piyasası faaliyeti yürüttükleri ölçüde Kanuna tabi olur; kuruluş, gözetim, muhasebe, bağımsız denetim ve bazı özkaynak konularında kendi özel mevzuatları geçerlidir. Sigorta şirketleri de kuruluş, gözetim, muhasebe ve bağımsız denetim standartları bakımından özel kanunlarına tabidir.

Sermaye piyasası aracı üst kavramdır ve menkul kıymetleri, türev araçları ve Kurulca bu kapsamda kabul edilen diğer araçları içerir. Menkul kıymetler ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlar; paylar ile tahvil ve benzeri borçlanma araçları temel örneklerdir. Bir menkul kıymeti alma veya satma hakkı veren varant gibi araçlar ise doğrudan ortaklık ya da alacaklılık hakkı vermedikleri için türev araç niteliğindedir. Türevlerin değeri menkul kıymet, döviz, faiz, kıymetli maden, mal, istatistik, kredi riski, enerji fiyatı veya iklim değişkeni gibi bir dayanağa bağlanabilir. Yatırım fonu katılma payı, gayrimenkul sertifikası ve kira sertifikası da diğer sermaye piyasası araçlarına örnek oluşturur.

Araçların ve bunlara bağlı hakların fiziki senet yerine elektronik kayıtla izlenmesi kaydi sistemdir. Merkezi Kayıt Kuruluşu kayıtları ihraççılar, aracı kuruluşlar ve hak sahipleri itibarıyla tutar; temel yöntem hak sahibi bazında izleme olmakla birlikte Kurul toplu hesap tutulmasına da karar verebilir. Kayıt sistemi kural olarak açıklayıcıdır, başka bir ifadeyle kayıt tek başına hakkı kurmaz veya sona erdirmez ve kayda güvenerek iyiniyetle hak kazanılması söz konusu olmaz. Bunun önemli sonucu, araç üzerindeki bir hakkın üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesinde MKK'ya yapılan bildirim tarihinin esas alınmasıdır. MKK ile üyeleri, kayıtların yanlış tutulmasından doğan zarardan kusurları oranında sorumludur.

Kayden izlenen sermaye piyasası araçlarını konu alan teminat sözleşmeleri yazılı yapılır. Araç mülkiyeti teminat alana geçirilebilir veya teminat verende bırakılabilir; sözleşmede açıklık yoksa mülkiyetin geçmediği kabul edilir. Temerrüt hâlinde şartları varsa araç ayrıca ihbar, süre verme ya da adli veya idari izin gereksizsin satılabilir veya değeri alacağı mahsup edilebilir. Değerlemede alacağın vade tarihi esas alınır ve alacağı aşan tutar teminat verene iade edilir. İhraçtan doğan yükümlülükler için kurulan teminat yönetiminde ise varlıklar teminat yöneticisinin kendi malvarlığından ayrı izlenir; yöneticinin borçları nedeniyle haczedilemez, rehnedilemez veya iflas masasına alınamaz.

İhraç, sermaye piyasası aracının halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satılmasıdır. Halka arzı ayıran unsur, her türlü yoldan yapılan genel çağrının belirsiz bir kitleye yönelmesi ve çağrının satışla tamamlanmasıdır. Yatırımcı bu ilişkide esas olarak bilgilendirilerek korunur; açıklamanın tam, zamanında ve doğru olması gerekir. Halka arzda ihraççı, garantör, araç, haklar ve riskler hakkında bilinçli değerlendirmeye elverişli bilgiler içeren izahname hazırlanır. Halka arz edilmeksizin satışta daha dar kapsamlı ihraç belgesi kullanılır. Kitle fonlaması ise izahname ve ihraç belgesi yükümlülüğünün dışında tutulmuştur. Kurulun izahnameyi onaylaması, bilginin tutarlı, anlaşılır ve standartlara göre eksiksiz sunulduğunu gösterir; bilginin doğruluğuna garanti veya araca ilişkin tavsiye değildir.

İzahnamede yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiden doğan zarardan önce ihraççı sorumludur. Zarar ihraççıdan karşılanamazsa halka arz edenler, lider aracı kurum, garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurları ile olayın gereklerine göre sorumlu tutulabilir. İzahnameye giren bağımsız denetim, derecelendirme veya değerlendirme raporlarını hazırlayanlar da kendi raporlarındaki yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden sorumludur. Satıştan önce ya da satış sırasında yatırım kararını etkileyebilecek yeni bir husus ortaya çıkarsa Kurula derhâl bildirim yapılır; onaylanan değişiklik yayımlanmadan önce talepte bulunan yatırımcıya, yayımı izleyen iki iş günü içinde talebini geri alma hakkı tanınır.

İhraççı kavramı halka açık ortaklıktan geniştir. Pay dışındaki bir aracı çıkaran tüzel kişi ihraççı olabilirken halka açık ortaklık mutlaka payları halka arz edilmiş veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıktır. Borsada işlem görenlerin yanında, ortak sayısı beş yüzü geçen anonim ortaklıklar da kendi paylarını halka arz etmiş kabul edilir. Halka açık ortaklıklarda kayıtlı sermaye sistemi, esas sözleşmede belirlenen tavana ve verilen yetkiye bağlı olarak yönetim kurulunun genel kuruldan ayrıca sermaye artırımları kararı almadan pay çıkarmasını sağlar; bu yetki en çok beş yıllık dönem için verilir. Yönetim kurulunun imtiyazlı pay çıkarma veya yeni pay alma hakkını sınırlama gibi özel yetkileri esas sözleşmede açıkça bulunmalı ve pay sahipleri arasında eşitsizlik yaratacak biçimde kullanılmamalıdır.

Ortaklık malvarlığını koruyan başlıca mekanizmalardan biri örtülü kazanç aktarımı yasağıdır. Halka açık ortaklıklar ve kolektif yatırım kuruluşları, ilişkili kişilerle emsale, piyasa teamülüne, basiret ve dürüstlük ilkelerine aykırı şartlarda işlem yaparak kârlarını veya malvarlıklarını azaltamaz; bunları korumak için beklenen faaliyeti yapmayıp ilişkili kişinin yararını artırmak da yasak kapsamındadır. Aktarılan tutarın kanuni faiziyle iadesi istenir ve ilişkili taraf işlemlerinin uygunluğunu gösteren belgeler en az sekiz yıl saklanır. Yönetim kontrolünün oy haklarının yarısından fazlasının edinilmesiyle veya yönetim kurulu çoğunluğunu seçtiren imtiyazla ele geçirilmesi, diğer ortaklara yönelik zorunlu pay alım teklifini doğurur. Yükümlülüğün yerine getirilmemesi hâlinde oy hakları donar ve idari para cezası uygulanabilir.

Kanun kurum yerine faaliyet merkezli bir izin anlayışı benimser. Emir iletimi ve gerçekleştirilmesi, portföy aracılığı, portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı, halka arza aracılık, çok taraflı sistem işletimi ve saklama başlıca yatırım hizmetleridir; bunların düzenli mesleki faaliyet olarak yürütülmesi Kurul iznine bağlıdır. Yan hizmetler ayrıca yetki belgesi gerektirmez, fakat yalnızca yan hizmet sunmak üzere yatırım kuruluşu kurulamaz. Kolektif yatırım kuruluşları halktan toplanan varlıkları riskin dağıtılması ve profesyonel yönetim ilkeleriyle portföye dönüştürür. Yatırım ortaklığı şirket, yatırım fonu ise tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığı modelidir; fon varlığı kurucu, yönetici ve saklayıcının malvarlığından ayrıdır.

Takas kuruluşları araç teslimini, bedel ödemesini ve teminat yükümlülüklerini yürütür. Merkezi karşı taraf olduğunda alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı rolünü üstlenerek takasın tamamlanmasını taahhüt eder; böylece karşı taraf temerrüt riski azaltılır. Borsalar anonim şirket şeklinde, özel hukuk tüzel kişisi olarak kurulur; kuruluşlarına Kurulun uygun görüşü üzerine Cumhurbaşkanı karar verir, faaliyete geçmeleri Kurul iznine bağlıdır. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ise üyeleri için meslek kuralı koyabilen, disiplin uygulayabilen öz düzenleyici kurumlardır.

Kanun, kripto varlık hizmet sağlayıcılarını da Kurulun düzenleme ve denetimi altına almıştır. Platformların ve saklama hizmeti sağlayanların kuruluşu ile faaliyete başlaması izne bağlıdır; bilgi sistemleri ve teknolojik altyapı için belirlenen ölçütlere uyum aranır. Kurul ayrıca belirli sermaye piyasası araçlarının kripto varlık olarak ihraç edilmesine ve elektronik ortam kayıtlarının MKK sistemiyle bütünleştirilmesine ilişkin esaslar belirleyebilir.

Düzenin son halkası denetim ve yaptırımdır. Kurul, Kanunun ve sermaye piyasasına ilişkin diğer hükümlerin uygulanmasını, her türlü faaliyet ve işlemi denetleyebilir; defterlere, elektronik kayıtlara ve bilgi sistemlerine erişebilir. Aykırılığın niteliğine göre giderim isteme, faaliyeti sınırlama veya durdurma, yetkiyi iptal etme, yatırımcıları tazmin, tedrici tasfiye ve iflas isteme gibi kademeli araçlar kullanabilir. Bilgi suistimali, kamuya açıklanmamış ve yatırım kararını etkileyebilecek bilgiyi kullanarak menfaat sağlamayı; piyasa dolandırıcılığı ise işlemlerle yanlış izlenim yaratmayı veya yanıltıcı bilgi yayarak menfaat elde etmeyi yaptırıma bağlar. Usulsüz halka arz, izinsiz sermaye piyasası faaliyeti, denetimi engelleme ve sır saklama yükümlülüğünü ihlal de Kanunda suç olarak düzenlenmiştir. Bu suçlarda soruşturma kural olarak Kurulun yazılı başvurusuna bağlıdır; Kurul ayrıca düzenlemelerine, standartlarına ve kararlarına aykırılıklar için idari para cezası uygulayabilir.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.2.1 - Özel Durumlar Tebliği II-15.1

Özel Durumlar Tebliği: İçsel Bilgi, Sürekli Bilgi ve Açıklama Düzeni

KISACA

Özel Durumlar Tebliği, sermaye piyasası aracının değerini veya fiyatını ya da yatırımcının kararını etkileyebilecek bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya nasıl açıklanacağını düzenler. Amaç yalnızca bilgi yayımlamak değil, yatırımcıların bilgiye hızlı ve eşit biçimde ulaşmasını sağlayarak güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir piyasa düzeni kurmaktır. Özel durumlar iki gruptur: henüz kamuya açıklanmamış ve yatırım kararını etkileyebilecek bilgi içsel bilgi; bunun dışında kalan bilgi, olay ve gelişmeler ise sürekli bilgidir.

İçsel bilgi ortaya çıktığında veya öğrenildiğinde ihraççı açıklama yapar. Açıklama sorumluluğu ihraççı dışındaki belirli pay ve imtiyaz sahiplerine de doğabilir. İhraççı, meşru çıkarını korumak için açıklamayı ancak yatırımcıyı yanıltmama ve gizliliği sağlayabilme koşullarıyla erteleyebilir; erteleme sebebi ortadan kalkınca bilgi, erteleme kararı ve gerekçesiyle birlikte açıklanır. Gizlilik bozulursa açıklama geciktirilemez.

Tebliğ, olağan dışı fiyat veya işlem hacmi hareketlerini, önemli haber ve söylentilerin doğrulanmasını, yönetim sorumluluğu bulunan kişilerin işlemlerini, sermaye ve oy hakkı eşiklerinin aşılmasını, genel kurul ile sermaye artırımları gelişmelerini ve pay dışındaki araçlara özgü olayları da açıklama düzenine bağlar. Açıklamalar kural olarak derhâl, Türkçe, doğru, tam, dolaysız, anlaşılır ve yeterli yapılır; reklam amacıyla kullanılamaz. Daha önce açıklanan bir olay değişirse güncellenir ve ilan edilen özel durumlar öngörülen süre boyunca ihraççının internet sitesinde erişilebilir tutulur.

Özel Durumlar Tebliği'nin çıkış noktası, yatırım kararını etkileyen bilginin yalnızca mevcut olmasının yeterli olmamasıdır. Bilgiye zamanında ve eşit biçimde erişilemediğinde bazı yatırımcılar diğerlerine göre üstünlük kazanır, fiyat oluşumu bozulur ve piyasanın güvenilirliği zedelenir. Tebliğ bu nedenle sermaye piyasası araçlarının değerini veya fiyatını ya da yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanma usulünü düzenler. Hedeflenen piyasa düzeni güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçidir. Açıklama yükümlülüğü de bilgiye hızlı erişim sağlayacak, yatırımcılar arasında eşit işlem ilkesini bozmayacak ve ihraççının mevcut durumuna ilişkin yanlış kanaat yaratmayacak biçimde yerine getirilir.

Özel durum kavramı içsel bilgi ile sürekli bilgiyi birlikte kapsar. İçsel bilgi, bir sermaye piyasası aracının değerini veya fiyatını ya da yatırımcının kararını etkileyebilecek ve henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay veya gelişmedir. Sürekli bilgi ise içsel bilgi tanımının dışında kalan bilgi, olay ve gelişmelerden oluşur. Ayrımın merkezinde bilginin henüz kamuya açıklanmamış olması ve yatırım kararı üzerindeki etkisi bulunur. Bununla birlikte iki bilgi türünde de açıklamanın hızlı, doğru, tam ve eşit erişime açık olması gerekir. Özel durum kamuya duyuruluncaya kadar bilgiyi bilenler gizliliği korumakla yükümlüdür; Kurul da gerekli gördüğünde ihraççıdan veya ilgili taraftan açıklama isteyebilir.

İçsel bilgi ortaya çıktığında veya ihraççı tarafından öğrenildiğinde, bu bilgi ile daha önce açıklanan hususlarda meydana gelen değişiklikler kamuya duyurulur. Bilgi ihraççının bilgisi dışında, ihraççının oy haklarında veya sermayesinde doğrudan ya da dolaylı olarak yüzde on veya daha fazla paya sahip olan ya da bu orandan bağımsız biçimde yönetim kurulu üyesi seçme veya aday gösterme hakkı veren imtiyazlı payların yüzde on veya daha fazlasını elinde bulunduran bir kişi tarafından öğrenilmişse açıklama ilgili kişi tarafından yapılır. İhraççının ana ortaklığı veya bağlı ortaklığındaki faaliyet, finansal yapı ya da yönetim ve sermaye ilişkisindeki değişiklik ihraççının durumunda önemli bir değişime yol açıyorsa açıklama yükümlülüğü yine ihraççıya aittir.

İçsel bilginin ihraççı veya onun adına hareket eden kişi tarafından işin ya da görevin olağan yürütülmesi sırasında üçüncü kişiye açıklanması da kamuyu aydınlatma sonucunu doğurur. Buna karşılık bilgiyi alan kişinin kanundan, esas sözleşmeden veya özel sözleşmeden doğan gizlilik yükümlülüğü varsa bu özel açıklama kuralı uygulanmaz. Buradaki mantık, sır saklama ödevi altındaki mesleki paylaşım ile belirli kişilere seçici bilgi aktarımını birbirinden ayırmaktır. Seçici paylaşım yatırımcılar arasındaki eşitliği bozabileceğinden bilgi kamuya da açılır; hukuken korunan gizli paylaşım ise açıklama zorunluluğunu tek başına doğurmaz.

İhraççı meşru çıkarlarının zarar görmesini önlemek için içsel bilginin açıklanmasını erteleyebilir, ancak üç koşul birlikte bulunmalıdır: erteleme meşru çıkarı korumalı, yatırımcıların yanıltılmasına yol açmamalı ve bilginin gizli tutulması sağlanabilmelidir. Sorumluluk ihraççıya aittir. Ertelene sebebi ortadan kalkar kalkmaz bilgi açıklanır; açıklamada erteleme kararı ile bu kararın temelindeki nedenler de belirtilir. Kurul, gerekçelerin yerindeliğini inceleyebilir. Ertelenen bilginin konusu olan olay hiç gerçekleşmezse açıklama yapılmayabilir.

Ertelene kararı pasif bir bekleme yetkisi değildir. İhraççı, listede bulunmayan kişilerin bilgiye erişmesini önleyecek etkin düzenekler kurmalı, bilgiye erişen kişilerin mevzuattan doğan yükümlülükleri kabul etmesini ve kötüye kullanımın yaptırımlarını bilmesini sağlamalıdır. Gizlilik artık korunamıyorsa açıklama yapılır. İş akdiyle veya başka bir bağla ihraççıya bağlı çalışan ve içsel bilgiye düzenli erişimi olan kişiler MKK'ya bildirilir. Değişiklikler en geç iki iş günü içinde güncellenir; liste MKK nezdinde korunur ve istenmesi hâlinde Kurul ile ilgili borsayla paylaşılır. İdari sorumluluğu bulunan kişiler aynı zamanda içsel bilgiye erişimi olan kişi kabul edilir.

Piyasa hareketleri de açıklama ihtiyacını tetikleyebilir. Sermaye piyasası aracının fiyatında veya işlem hacminde olağan piyasa koşullarıyla açıklanamayan değişim olduğunda ihraççı, ilgili borsanın talebi üzerine açıklama yapar. Açıklamada kamuya duyurulmamış özel durum bulunup bulunmadığı belirtilir ve varsa açıklanmamış hususlara yer verilir; geçerli bir erteleme kararı bu düzen içinde korunur. Böylece olağan dışı hareketin sebebi bilinen bir kurumsal gelişmeyse piyasa bilgilendirilir, böyle bir gelişme yoksa bu durum da açıkça ortaya konur.

Basın, yayın veya başka iletişim yollarıyla ilk kez duyurulan ya da önceki açıklamalardan farklı içerik taşıyan bir haber veya söylenti, aracın değerini, fiyatını veya yatırım kararını etkileyebilecek önemdeyse ihraççı bunun doğru veya yeterli olup olmadığı konusunda açıklama yapmak zorundadır. Haber şirketten kaynaklanmasa da yükümlülük doğabilir. Söylenti ertelenmiş içsel bilgiye ilişkinse

erteleme sebeplerinin ortadan kalktığı kabul edilir ve açıklama yapılır. Buna karşılık, zaten kamuya açıklanmış bilgilere dayanan yorum, analiz, tahmin ve geleceğe yönelik değerlendirmeler bu doğrulama yükümlülüğünün dışındadır. Tebliğ geleceğe yönelik değerlendirme açıklamasını zorunlu kılmaz; yapılması tercih edilirse belirlenen kurallara uyulur.

İdari sorumluluğu bulunan kişiler, bunlarla yakından ilişkili kişiler ve ihraççının gerçek veya tüzel kişi ana ortağı tarafından ihraççının paylarında ve bu paylara dayalı diğer araçlarda gerçekleştirilen işlemler, Tebliğdeki eşik ve hesaplama esasları çerçevesinde işlemi yapan tarafından açıklanır. İçsel bilgiye erişebilen veya ihraççının yönetiminde etkili olan kişilerin işlemlerinin görünür kılınması, seçici bilgi avantajına ve çıkar çatışmasına karşı kamuyu bilgilendirir. Pay dışındaki halka arz edilmiş araçlarda yapılan işlemler için de Tebliğ ayrı bir toplam tutar eşiğine dayanan açıklama düzeni kurar.

Sürekli bilgilerin önemli bir bölümü sermaye yapısı ve yönetim kontrolündeki değişikliklere ilişkindir. Bir kişi veya birlikte hareket eden kişiler, payları borsada işlem gören ihraççının sermayesindeki payı ya da toplam oy hakları bakımından yüzde beş, on, on beş, yirmi, yirmi beş, otuz üç, elli, altmış yedi veya doksan beş eşiklerinden birine ulaştığında ya da bunun altına düştüğünde açıklama yapar. Bir kurucuya ait yatırım fonları için de aynı eşikler uygulanır. Pay dışındaki araçları halka arz edilerek borsada işlem gören halka açık olmayan ortaklıklarda ise yüzde yirmi beş, elli ve altmış yedi eşikleri esas alınır. Doğrudan pay sahipliğinin belirli eşikleri geçmesine ilişkin açıklamayı MKK yapar; birlikte hareket, dolaylı sahiplik veya oy hakkına dayalı diğer durumlarda sorumluluk ilgili kişilerdedir.

Oy hakkı hesabı yalnızca pay sicilinde görünen doğrudan mülkiyete bakılarak yapılmaz. Oyları aynı yönde kullanmak üzere ortak politika sözleşmesi yapılan üçüncü kişilerin oyları, oy hakkının geçici devri, belirli koşullarda teminat veya intifa hakkından doğan oylar, kontrol edilen işletmelerin elindeki oylar, talimat bulunmadığında kendi iradesiyle kullanılabilen tevdi edilmiş veya vekâleten kullanılan oylar da hesaba katılabilir. Borsada işlem gören bir payı edinme hakkı veren araca sahip olunması nedeniyle potansiyel oy hakları eşiklere ulaşıyor, eşiği aşıyor veya altına düşüyorsa paya dayalı araç için ayrıca açıklama yapılır; hesaplamada kişinin mevcut oy hakları da dikkate alınır.

Eşik açıklaması, yükümlünün kimliğini, birlikte hareket edenleri, ihraççıyı, işlem tarihini, işleme konu payların nominal değerini ve işlem tutarını, işlem öncesi ile sonrasındaki pay veya oy oranlarını içerir. Dolaylı sahiplik varsa iştirak zinciri de belirtilir. Paya dayalı araç açıklamasında dayanak payın ihraççısı, aracın edinim veya elden çıkarma tarihi, potansiyel oy oranı, hakkın kullanılacağı dönem ve varsa vade veya itfa tarihi yer alır. Açıklama birden fazla kişinin sorumluluğundaysa yükümlülük kişilerden biri ya da ihraççı tarafından yerine getirilebilir; fakat bu yöntem diğer sorumluların eksik, hatalı veya yetersiz açıklamadan doğan sorumluluğunu kaldırmaz.

KAP'ta yayımlanan genel bilgiler de güncel tutulur. Payları borsada işlem gören ihraççıların sermayesinde doğrudan yüzde beş veya daha fazla paya ya da oy hakkına sahip kişileri gösteren tablo değişiklik olduğunda MKK tarafından derhâl güncellenir. İhraççının diğer genel bilgilerindeki değişiklikler en geç iki iş günü içinde işlenir. Payları borsada işlem gören ihraççılar ayrıca yatırımcı toplantılarına erişim, haber ve söylenti takibi, idari sorumluluğu bulunan kişilerin belirlenmesi, gizliliği

koruyan tedbirler ve geleceğe yönelik değerlendirmeler için en az esasları içeren bir bilgilendirme politikası oluşturur ve değiştiğinde günceller.

Genel kurulun tarih, saat, yer ve gündemine ilişkin karar; katılma hakkı ve oylar; kâr dağıtım kararı; toplantı tutanağı ve hazır bulunanlar listesi; toplantının yapılamaması ile yeni toplantı bilgisi; yeni pay ihracı, yeni pay alma hakkının kullanımı ve ilgili değiştirme işlemleri payları borsada işlem gören ihraççılarca açıklanır. Pay dışındaki araçları halka arz edenler bakımından ihraç tavanı, her tertip ihracın gerçekleşmesi, anapara, faiz veya kupon ödemesinde temerrüt, ihraç koşullarındaki yatırımcı hakkını etkileyen değişiklik, dönüştürme veya değiştirme hakkı, derecelendirme notu, garanti ve teminat değişiklikleri de açıklama kapsamındadır.

Açıklamaların dili Türkçedir; Kurul gerekli görürse Türkçenin yanında başka dilde de açıklama isteyebilir. Aracı borsada işlem gören ihraççılar ve borsada işlem gören kira sertifikalarının fon kullanıcıları açıklamayı ilgili KAP formuyla yapar. Borsada işlem görmeyen araçların ihraççıları ve fon kullanıcıları açıklamayı Kurula gönderir; Kurul bu açıklamayı internet sitesinde yayımlar. Kural, Tebliğde başka süre yoksa açıklamanın derhâl yapılmasıdır. Sermaye ve yönetim kontrolü eşiklerine ilişkin belirli bildirimler ise işlemi izleyen üçüncü iş günü saat dokuza kadar yapılır. İhraççı açıklama öncesinde işlemlerin geçici durdurulmasını borsadan isteyebilir.

Her açıklama yatırım kararına yardımcı olacak ölçüde zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılır ve yeterli olmalıdır. Miktar veya etkinin sayısal olarak belirlenebildiği durumda bunlara yer verilir; kesinleşmemiş olay açıklanıyorsa belirsizlik, çözüm için beklenen tarih ve gerekli koşullar belirtilir. Açıklama yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olamaz ve pazarlama ya da reklam amacıyla kullanılamaz. Önceden açıklanan özel durumda gelişme olursa bilgi sürekli güncellenir. Borsada işlem gören araçların ihraççıları açıklamayı en geç izleyen iş günü internet sitesine koyup beş yıl saklar; borsada işlem görmeyen araçların ihraççıları ise varsa internet sitelerinde en geç beş iş günü içinde yayımlar ve yine beş yıl erişimde tutar. Böylece özel durum açıklaması tek anlık bir bildirim değil, doğru bilginin eşit erişimle güncel tutulduğu sürekli bir kamuyu aydınlatma sürecine dönüşür.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.3.1 - Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1

Kurumsal Yönetim Tebliği: Pay Sahiplerinden Yönetim Kuruluna Bütünsel Uyum Düzeni

KISACA

Kurumsal yönetim, şirket üzerindeki güç ve denetimin pay sahipleri, yönetim kurulu, yöneticiler ve diğer menfaat sahipleri arasında hangi kurallarla kullanılacağını belirler. Bu düzenin temelinde mülkiyet ile yönetimin ayrılmasından doğan temsil sorunu bulunur. Adillik hak sahiplerine eşit yaklaşmayı, hesap verebilirlik yönetimin kararlarını açıklayabilmesini, şeffaflık önemli bilgilerin zamanında ve anlaşılır biçimde paylaşılmasını, sorumluluk ise şirket faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve etik değerlere uygun yürütülmesini gerektirir.

II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği, bu ilkeleri halka açık ortaklıklar bakımından uygulanabilir yükümlülüklerle dönüştürür. Payları borsada işlem gören ortaklıklar piyasa değeri ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri esas alınarak üç gruba ayrılır; zorunlu ilkelerin kapsamı bu gruplara göre farklılaşabilir. Zorunlu olmayan ilkelerde ise ortaklık, uyum durumunu ve ayrılma gerekçesini Kurumsal Yönetim Uyum Raporu ile açıklar; Kurumsal Yönetim Bilgi Formu mevcut uygulamaları veriye dayalı biçimde görünür kılar. Tebliğ ayrıca ilişkili taraf işlemlerinde değerlendirme ve bağımsız üye onayını, yatırımcı ilişkileri bölümünü ve üçüncü kişiler lehine verilen teminatları düzenler. Ek ilkeler dört alanda somutlaşır: pay sahiplerinin hakları, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahiplerinin korunması ve yönetim kurulunun yapısı ile çalışması. Böylece kurumsal yönetim, soyut bir iyi yönetim düşüncesi olmaktan çıkar; açıklama, denetim, bağımsızlık ve hesap verme mekanizmalarıyla işleyen bir sisteme dönüşür.

Kurumsal yönetimi yalnızca yönetim kurulunun nasıl çalışacağına ilişkin bir kurallar dizisi olarak görmek eksik kalır. Asıl mesele, şirket üzerindeki gücün kimler tarafından, hangi sınırlar içinde ve kimin yararı gözetilerek kullanılacağıdır. Modern anonim ortaklıkta sermayeyi sağlayan pay sahipleri ile günlük kararları alan yöneticiler çoğu zaman aynı kişiler değildir. Mülkiyet ile kontrolün ayrılması, profesyonel yönetimin uzmanlığından yararlanmayı mümkün kılarken yöneticinin kendi menfaatinin şirketin veya yatırımcının menfaatinin önüne koyması riskini de doğurur. Hakim ortağın bulunduğu yapılarda sorun farklı bir biçim alır; bu kez şirket üzerindeki etkin denetim artabilir, fakat azınlık pay sahiplerinin çoğunluk karşısında korunması gerekir. Kurumsal yönetim, hem dağınık ortaklık yapısındaki yönetici denetimi sorununa hem de yoğunlaşmış ortaklık yapısındaki azınlık sorununa cevap veren bir denge düzenidir.

Bu düzenin muhatapları yalnızca pay sahipleri değildir. Çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, yatırımcılar, kamu kurumları ve şirket faaliyetlerinden olumlu ya da olumsuz etkilenen diğer kesimler menfaat sahibi kavramı içinde düşünülür. Kurumsal yönetimin dört ana ilkesi bu ilişkilerin ortak ölçüsünü verir. Adillik, aynı durumdaki hak sahiplerine eşit davranılmasını ve özellikle azınlığın haklarını kullanabilmesini güvence altına alır. Hesap verebilirlik, yönetim kurulunun kararları ve sonuçları hakkında şirket tüzel kişiliğine ve pay sahiplerine açıklama yapabilmesini gerektirir. Şeffaflık, ticari sırlar dışında kalan önemli mali ve mali olmayan bilgilerin doğru, eksiksiz, zamanında, anlaşılır ve erişilebilir

biçimde duyurulmasıdır; yalnızca faaliyet sonunu değil, karar öncesini ve uygulama sürecini de kuşatır. Sorumluluk ise şirket adına yapılan işlerin mevzuata, esas sözleşmeye, şirket içi düzenlemelere ve etik değerlere uygun olmasını ve bu uygunluğun denetlenebilmesini ifade eder.

Türk hukukundaki kurumsal yönetim çerçevesi Türk Ticaret Kanunu ile Sermaye Piyasası Kanunu'nun birbirini tamamlayan hükümlerine dayanır. Türk Ticaret Kanunu; eşit işlem, bilgi alma ve inceleme, özel denetim, genel kurula katılma, oy kullanma, azlık hakları, riskin erken saptanması ve yönetim kurulunun özen yükümlülüğü gibi pek çok araçla genel şirketler hukuku zeminini kurar. Kanunun 1529'uncu maddesi, halka açık anonim şirketlerde ilkeleri, yönetim kurulunun açıklamasını ve derecelendirme esaslarını belirleme görevini Sermaye Piyasası Kuruluna bırakır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 17'nci maddesi de Kurula, halka açık ortaklıkların ilkelerin bir bölümüne veya tamamına uymasını zorunlu tutma, uyumsuzluğu giderecek kararları alma ve gerektiğinde hukuka aykırı işlemlere karşı dava veya ihtiyati tedbir yoluna başvurma yetkisi verir. II-17.1 sayılı Tebliğ, bu yetki zemini üzerinde kurumsal yönetim ilkelerini, ilişkili taraf işlemlerini ve tamamlayıcı yükümlülükleri bir araya getirir.

Tebliğdeki yükümlülüklerin ağırlığı her ortaklık için aynı değildir. Payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklar, toplam piyasa değerleri ile fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değeri dikkate alınarak üç gruba ayrılır. Hesaplamada Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarının son işlem günlerindeki kapanış fiyatları ile fiili dolaşım oranlarının ortalaması kullanılır; gruplar Kurul tarafından her yıl Ocak ayında yeniden belirlenir ve ilan edilir. Birinci grup, piyasa değeri ortalaması üç milyar Türk lirasını ve fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değeri ortalaması yedi yüz elli milyon Türk lirasını aşan ortaklıklardan oluşur. İkinci grup, birinci grup dışında kalıp aynı ölçütler bakımından sırasıyla bir milyar ve iki yüz elli milyon Türk lirası eşiklerini aşan ortaklıklardır; diğerleri üçüncü gruptadır. Üst gruba çıkan ortaklık, ilanı izleyen ilk genel kurul tarihi itibarıyla yeni grubun daha ağır ilkelerine uyum sağlar. İlk defa borsada işlem görmek için başvuran ortaklık ise liste ilan edilinceye kadar üçüncü grubun yükümlülüklerine tabidir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin bir bölümü zorunlu, bir bölümü gönüllüdür. Zorunlu ilkeye aykırılık basit bir açıklamayla giderilemez. Ortaklığın yeterli sayıda yönetim kurulu üyesi bulunduğu hâlde gerekli kararı almaması durumunda Kurul otuz günlük bir süre verebilir; uyum yine sağlanmazsa yönetim kurulunun toplanıp karar almasına yetecek sayıda, bağımsızlık ölçütlerini taşıyan üyeyi resen atayabilir. Gönüllü ilkelerde ise “uygula, uygulamıyorsan açıkla” yaklaşımı geçerlidir. Ortaklık, ilkeye uyup uymadığını, kısmen uyuyorsa hangi noktada ayrıldığını, uyumsuzluğun nedenini, doğurduğu çıkar çatışmalarını ve geleceğe dönük planını kamuya açıklar. Kurumsal Yönetim Uyum Raporunda her ilke için evet, kısmen, hayır, ilgisiz veya muaf cevaplarından biri kullanılır; kısmen ve hayır cevapları gerekçelendirilir. Kurumsal Yönetim Bilgi Formu ise uygulamaları bir arada gösteren veri tabanı işlevi görür. Bu iki şablon yıllık finansal rapor bildirim süresi içinde ve genel kuruldan en az üç hafta önce Kamuyu Aydınlatma Platformunda yayımlanır; yıl içindeki önemli değişiklikler de güncelleme şablonlarıyla duyurulur.

Tebliğin kurumsal yönetim ilkeleri dört ana alana yayılır. Birinci alan pay sahipleridir. Yatırımcı ilişkileri bölümü pay sahipliği haklarının kullanılmasını kolaylaştırır; gerekli bilgi ve belgeler kurumsal internet sitesinde güncel tutulur. Genel kurul ilanı ile birlikte ortaklık ve oy yapısı, imtiyazlar, önemli değişiklikler,

yönetim kurulu adayları, pay sahiplerinin gündem önerileri ve varsa esas sözleşme değişiklikleri açıklanır. Bu açıklama toplantıdan en az üç hafta önce yapılır. Genel kurulda gündem açık yazılır, pay sahiplerine eşit koşullarda konuşma ve soru sorma imkânı tanınır. Hemen cevaplanamayan ve ticari sır niteliğinde olmayan sorular yatırımcı ilişkileri bölümü tarafından en geç on beş gün içinde yazılı olarak cevaplanır; toplantıda sorulan sorular ve cevaplar otuz gün içinde internet sitesinde yayımlanır. Önemli işlemlerde bağımsız üyelerin çoğunluk onayı aranması, bağış politikasının genel kurula sunulması, oy hakkının kolay kullanılması, azlık haklarının genişletilebilmesi, öngörülebilir kâr dağıtım politikası ve payların devrini zorlaştıran uygulamalardan kaçınma da bu alanın tamamlayıcı parçalarıdır.

İkinci alan kamuyu aydınlatma ve şeffaflıktır. Kurumsal internet sitesi yalnızca zorunlu bildirimlerin depolandığı bir yer değildir; ticaret sicili bilgileri, ortaklık ve yönetim yapısı, imtiyazlar, esas sözleşme, finansal ve faaliyet raporları, genel kurul belgeleri, politikalar, etik kurallar ve sık sorulan sorular gibi yatırımcının kararını destekleyen içerikleri bir araya getirir. En az son beş yıllık bilginin korunması esastır. Yüzde beşten yüksek paya sahip gerçek kişi ortakları gösteren yapı en az altı ayda bir güncellenir. Faaliyet raporu da kamuoyunun şirketi doğru değerlendirebilmesine yetecek ayrıntıda hazırlanır; yönetim kurulu üyelerinin dış görevleri, bağımsızlık beyanları, komite çalışmaları, toplantılara katılım, önemli mevzuat değişiklikleri, davalar, çıkar çatışmaları, karşılıklı iştirakler ve sosyal sorumluluk faaliyetleri gibi bilgiler raporda yer alır.

Üçüncü alan menfaat sahipleridir. Şirket, çalışanların, müşterilerin, alacaklıların, tedarikçilerin ve diğer ilgili kesimlerin mevzuat veya sözleşmeden doğan haklarını korur; açık bir hukuki korumanın bulunmadığı durumda iyi niyet ve şirket imkânları ölçüsünde dengeli davranır. Hak ihlalinde etkili tazmin yolları oluşturulur, etik olmayan işlemlerin ilgili komitelere iletilebilmesi için bildirim mekanizmaları kurulur. Çalışanlar bakımından eşit fırsat, yazılı işe alım ölçütleri, eğitim, görev ve performans açıklığı, ayrımcılığın ve kötü muamelenin önlenmesi ile güvenli çalışma ortamı öne çıkar. Müşteri ve tedarikçi ilişkilerinde memnuniyet, taleplerin zamanında karşılanması, kalite ve ticari sırların korunması; toplumsal düzeyde ise insan haklarına saygı, çevresel sorumluluk ve yolsuzlukla mücadele esastır.

Dördüncü alan yönetim kuruludur. Kurul şirketin uzun vadeli çıkarını gözeterek risk, büyüme ve getiri arasında tedbirli bir denge kurar; stratejik hedefleri ve kaynak ihtiyacını belirler, yönetimin performansını denetler. Üye sayısı beşten az olamaz ve çoğunluk icrada görevli olmayan üyelerden oluşur. Bağımsız üyeler, icrada görevli olmayan üyeler arasından belirlenir; sayıları kurulun üçte birinden ve her durumda ikiden az olamaz. Bağımsızlık yalnızca unvana bağlı değildir. Adayın son beş yıldaki istihdam, ortaklık ve önemli ticari ilişkileri, mesleki yeterliliği, şirkete ayrabileceği zaman, son on yıldaki kurul görevleri ve başka şirketlerdeki üyelikleri birlikte değerlendirilir. Bağımsızlığını kaybeden üye durumu derhâl bildirir ve ilke olarak istifa eder; boşalan üyelik için kurul ile aday gösterme komitesinin belirli süreler içinde işlem yapması gerekir.

Yönetim kurulunun işlevleri komiteler aracılığıyla derinleşir. Denetimden sorumlu komite muhasebe, finansal açıklama, bağımsız denetim ve iç kontrol sistemlerini gözetir; bütün üyeleri bağımsızdır ve en az üç ayda bir toplanır. Kurumsal yönetim komitesi ilkelerin uygulanmasını, uyumsuzluk gerekçelerini ve doğan çıkar çatışmalarını inceler, yatırımcı ilişkileri bölümünü gözetir. Riskin erken saptanması

komitesi şirketin varlığını ve devamını tehdit eden riskleri belirler; aday gösterme komitesi yönetim kurulu ve üst yönetim adaylarına ilişkin sistemi, ücret komitesi ise uzun vadeli hedeflerle uyumlu ücretlendirme ölçülerini oluşturur. Genel müdür bu komitelerde görev alamaz. Bağımsız üyelerin ücretinde kâr payına, pay opsiyonuna veya şirket performansına dayalı ödeme kullanılamaz; çünkü ücret yapısının bağımsız karar verme yeteneğini zedelememesi gerekir.

Tebliğin ilişkili taraf işlemleri bölümü, çıkar çatışmasını işlem gerçekleşmeden önce yönetmeye çalışır. Yaygın ve sürekli olmayan varlık veya hizmet işlemlerinde önce yönetim kurulu kararı alınır. İlgili finansal büyüklüklere oranı yüzde beşi aşması beklenen işlem için değerlendirme yaptırılır; oran yüzde onu aşacaksa buna ek olarak bağımsız üyelerin çoğunluk onayı aranır. İlişkili yönetim kurulu üyeleri oy kullanamaz. Bağımsız çoğunluk onay vermezse konu gerekçeleriyle kamuya açıklanır ve ilişkili kişilerin oy kullanamayacağı genel kurulun onayına götürülür. Yaygın ve süreklilik arz eden ilişkili taraf işlemlerinde alışların satış maliyetine veya satışların hasılatı oranının yüzde onu aşması bekleniyorsa piyasa koşullarıyla karşılaştırmalı yönetim kurulu raporu hazırlanır. Böylece değerlendirme, bağımsız karar ve kamuyu aydınlatma birbirini tamamlar.

Tamamlayıcı hükümlerden yatırımcı ilişkileri bölümü, ortaklık ile yatırımcı arasındaki sürekli iletişimin kurumsal sahibidir. Bölüm doğrudan genel müdür, genel müdür yardımcısı veya eşdeğer idari sorumluluğu bulunan yöneticiye bağlı çalışır ve yılda en az bir kez yönetim kuruluna rapor verir. Yönetici kural olarak ileri düzey sermaye piyasası faaliyetleri ve kurumsal yönetim derecelendirme uzmanlığı lisanslarına sahip olmalı, menkul kıymet yatırım ortaklıkları dışında tam zamanlı çalışmalı ve kurumsal yönetim komitesinde yer almalıdır. Üçüncü grupta daha hafif lisans koşulları uygulanabilir. Yöneticinin ayrılması hâlinde otuz gün içinde yenisi görevlendirilir. Bölüm; yatırımcı yazışmalarını ve kayıtlarını tutar, bilgi taleplerini cevaplar, genel kurul belgelerini hazırlar ve sermaye piyasası yükümlülüklerinin yerine getirilmesini izler.

Bu bütün içinde II-17.1 sayılı Tebliğin mantığı açıkça görülür. Pay sahiplerinin bilgiye ve karara erişmesi, menfaat sahiplerinin korunması, yönetim kurulunda icra ile gözetimin ayrılması, bağımsız üyelerin çıkar çatışmalarında filtre görevi üstlenmesi, komitelerin denetimi uzmanlaştırması ve uyum raporlarının uygulamayı görünür kılması aynı hedefe hizmet eder. Kurumsal yönetim bu nedenle tek tek yükümlülüklerin toplamından daha fazlasıdır; şirket gücünü adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ekseninde sınırlayan, kararın alınmasından kamuya açıklanmasına kadar uzanan bütünsel bir yönetim düzenidir.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.1 - Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.1

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: Kurumsal Yapı, Portföy Disiplini ve Değerleme

KISACA

Gayrimenkul yatırım ortaklığı, gayrimenkullerden, gayrimenkul projelerinden, bunlara dayalı haklardan ve izin verilen diğer varlıklardan oluşan portföyü işletmek üzere kayıtlı sermaye sisteminde kurulan anonim ortaklıktır. Altyapı yatırım ve hizmetlerine özgülenmiş ortaklıklar ayrı bir faaliyet modeline tabidir. Her iki modelde de ortaklık, kendi tüzel kişiliği içinde malvarlığı edinir ve pay sahipleri ortaklık payı üzerinden yatırıma katılır.

Tebliğ, kuruluş veya dönüşüm şartlarını halka açılma taahhüdüyle birleştirir. Portföyün yönetimi ortaklığın yönetim kurulunun sorumluluğundadır; sermaye piyasası araçlarından oluşan bölüm için yetkili bir portföy yönetim şirketinden hizmet alınabilir. Gayrimenkul yatırımlarının ortaklık aktifindeki ağırlığı korunmalı, borçlanma ve teminatlar sınırlar içinde tutulmalı ve belirli işlemler bağımsız değerlemeye dayanmalıdır.

Ortaklık taşınmaz alıp satabilir, kiralayabilir, kiraya verebilir, projelere yatırım yapabilir ve belirli aynı hakları edinebilir. Buna karşılık inşaatı kendi personeliyle üstlenemez, taşınmazları ticari işletme gibi işletemez, sürekli kısa vadeli alım satım yapamaz ve mevzuatın izin vermediği kredi veya aracılık faaliyetlerine giremez. Böylece yatırım faaliyeti ile müteahhitlik, işletmecilik ve finansal aracılık birbirinden ayrılır.

Gayrimenkul yatırım ortaklığı, yatırımcının doğrudan bir taşınmazın paydaşı olması yerine, gayrimenkul ağırlıklı bir portföy işleten anonim ortaklığın payına sahip olmasını sağlayan sermaye piyasası kurumudur. Ortaklık kayıtlı sermaye sistemine tabidir ve gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar ile Tebliğin izin verdiği para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işletir. Tüzel kişiliğe sahip olması, onu gayrimenkul yatırım fonundan ayıran temel unsurlardan biridir: mülkiyet ve borçlar ortaklığın kendisine, yatırımcının hakkı ise sahip olduğu ortaklık payına bağlıdır.

Tebliğ iki ana faaliyet modelini ayırır. Genel modeldeki ortaklıklar gayrimenkul, proje ve haklardan oluşan geniş bir yatırım alanında faaliyet gösterir. Diğer model yalnızca altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulur. Altyapıya özgülenmiş bir ortaklık, bu amacın dışındaki gayrimenkul faaliyetlerine yönelmez; unvanı ve esas sözleşmesi de bu uzmanlaşmayı yansıtır. Portföy bileşimine ilişkin asgari oran genel modelde gayrimenkul yatırımlarının, altyapı modelinde ise altyapı yatırım ve hizmetlerinin ortaklık aktifindeki belirleyici ağırlığını korur.

Bir anonim ortaklık baştan gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak kurulabileceği gibi, mevcut bir anonim ortaklık esas sözleşmesini değiştirerek bu statüye dönüşebilir. Başvuruda kayıtlı sermaye sistemi, sermayenin ve özsermayenin yeterliliği, payların nakit karşılığı çıkarılması, kurucu ve yöneticilerin uygunluğu, ticaret unvanı ve esas sözleşmenin mevzuata uyumu birlikte değerlendirilir. Kuruluş veya dönüşüm, halka açılmadan süresiz kapalı kalma imkânı vermez. Belirlenen pay oranının halka arz

edileceğine ilişkin taahhüt, statünün yatırımcı tabanına açılmasını güvence altına alır. Süresi içinde halka arz yükümlülüğünü yerine getirmeyen ortaklık statüsünü sürdüremez ve esas sözleşmesini buna göre değiştirmek zorunda kalır.

Yönetim kurulu portföyün mevzuata, esas sözleşmeye ve yatırımcıların menfaatine uygun işletilmesinden sorumludur. Ortaklık kendi portföyünü yönetir; ancak sermaye piyasası araçlarından oluşan bölümün yönetimi veya bu bölüme ilişkin yatırım danışmanlığı için yetkili bir portföy yönetim şirketinden hizmet alabilir. Dışarıdan hizmet alınması yönetim kurulunun gözetim ve sorumluluğunu ortadan kaldırmaz. Gayrimenkul projelerinin geliştirilmesi, hukuki ve teknik inceleme, fizibilite ve proje kontrolü gibi uzmanlık gerektiren işlerde sözleşmeyle hizmet alınması mümkündür.

İzin verilen işlemlerin odağında yatırım amacı vardır. Ortaklık gelir veya değer artışı sağlamak üzere arsa, arazi, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, hastane, depo ve benzeri taşınmazları edinebilir; bunları satabilir, kiralayabilir veya kiraya verebilir. Gayrimenkule dayalı haklar tesis edebilir, belirli koşullarla projelere ve proje kapsamındaki bağımsız bölümlere yatırım yapabilir. Portföydeki taşınmazların işletme hizmetleri uzman işletmeci şirketlerden alınabilir. Bu yapı, taşınmazın yatırım varlığı olarak elde tutulmasıyla günlük ticari işletmenin yürütülmesini birbirinden ayırır.

Faaliyet yasakları bu ayrımı güçlendirir. Ortaklık kendi personeli ve ekipmanıyla inşaat yapamaz; proje geliştirme veya kontrol hizmetini üçüncü kişilere ticari faaliyet olarak sunamaz. Otel, hastane, alışveriş merkezi ya da benzeri varlıkları doğrudan ticari işletme biçiminde işletemez ve bu amaçla personel istihdam edemez. Portföyünden sürekli kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapması da mümkün değildir. Mevduat toplama, izinsiz aracılık, ödünç para verme veya olağan yatırım faaliyetini aşan kredi ilişkileri de ortaklığın faaliyet alanı dışında kalır.

Portföy sınırlamaları, unvandaki gayrimenkul vurgusunun ekonomik içeriğini korur. Genel modelde aktif toplamının çoğunluğu gayrimenkul yatırımlarından oluşur; altyapıya özgülenmiş modelde daha yüksek bir bölüm altyapı yatırım ve hizmetlerine ayrılır. Tek bir yatırımın veya ilişkili taraf işlemlerinin ortaklığı ölçüsüz riske sürüklememesi için ayrıca yoğunlaşma ve işlem sınırları uygulanır. Portföydeki para ve sermaye piyasası araçları likiditeyi yönetmeye yardımcı olabilir, fakat ortaklığın esas faaliyetinin yerini alamaz.

Borçlanma, teminat ve üçüncü kişiler lehine tasarruf da serbest bırakılmış alanlar değildir. Ortaklığın konsolide olmayan özsermayesine bağlı bir borçlanma sınırı bulunur. Portföy varlıkları üzerinde rehin, ipotek veya başka sınırlı ayni hak kurulması, kural olarak ortaklığın kendi finansmanı ve izin verilen işlemleriyle bağlantılı olmalıdır. Böylece pay sahiplerinin varlıkları, ortaklığın amacı dışındaki kişilerin borçlarını güvence altına almak için kullanılamaz.

Değerleme sistemi, taşınmaz işlemlerinin nesnel bir fiyat dayanağına bağlanmasını sağlar. Portföye taşınmaz veya hak alınması, bunların satılması ya da kiralanması, proje yatırımına başlanması ve dönem sonu değerlerinin belirlenmesi gibi durumlarda Kurulca yetkilendirilmiş bağımsız gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarından rapor alınır. İşlem değerlendirme sonucundan farklı bir bedelle yapılıyorsa bu farkın gerekçesi ve yatırımcı açısından önemi açıklanır. Aynı varlık için aynı değerlendirme kuruluşundan

kesintisiz yararlanılabilecek süre sınırlandırılmış, yeniden görevlendirme için bekleme dönemi öngörülmüştür; amaç uzun süreli bağımlılık görünümünü azaltmaktır.

Finansal raporlar, portföy bilgileri, değerlendirme raporları ve önemli işlemler kamuyu aydınlatma düzeni içinde açıklanır. İlişkili taraf işlemleri, portföy sınırlamalarına uyum ve değerlendirme sonuçları yönetim kurulunun gözetiminde izlenir. Sonuç olarak Tebliğ, gayrimenkul yatırım ortaklığını sıradan bir emlak işletmesinden ayırır: faaliyet anonim ortaklık yapısı, halka açıklık, portföy yoğunluğu, bağımsız değerlendirme, sınırlı borçlanma ve sürekli kamuyu aydınlatma esasları üzerine kuruludur.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.2 · Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.5

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları: Sabit ve Değişken Sermayeli Modeller

KISACA

Menkul kıymet yatırım ortaklığı, sermaye piyasası araçları ve izin verilen diğer varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıktır. Tebliğ iki farklı yapı öngörür. Sabit sermayeli ortaklıkta yatırımcı anonim ortaklık payına sahip olur; sermaye şirketler hukukundaki artırma ve azaltma usullerine tabidir. Değişken sermayeli ortaklıkta ise sermaye net aktif değere uyum sağlar ve yatırımcı payları talep üzerine ortaklığa iade edilebilir.

Sabit sermayeli model halka arz, lider sermayedar, portföy sınırlamaları, kâr dağıtımı ve kamuyu aydınlatma düzeniyle çalışır. Portföy ortaklıkça yönetilebileceği gibi yetkili bir portföy yönetim şirketine de bırakılabilir. Değişken sermayeli modelde kurucu payları yönetim yetkisini, yatırımcı payları ise ekonomik katılımı temsil eder; yatırımcı payları oy ve genel kurula katılma hakkı vermez. Bu modelde dışarıdan portföy yönetimi zorunludur.

Her iki yapıda da portföy çeşitlendirmesi, saklama, değerlendirme ve borçlanma kuralları yatırımcı varlığını korur. Mevduat toplama, izinsiz aracılık, ticari veya sınai faaliyet, amaç dışı kredi verme, açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemleri yasaktır. Temel ayrım, sabit sermayeli ortaklığın klasik halka açık şirket mantığıyla; değişken sermayeli ortaklığın ise günlük net aktif değer ve geri alım mekanizmasıyla işlemesidir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, profesyonel biçimde yönetilen bir menkul kıymet portföyüne ortaklık payı üzerinden katılma imkânı veren sermaye piyasası kurumlarıdır. Portföy; paylar, borçlanma araçları, yatırım fonu katılma payları, türev araçlar, mevduat, katılma hesabı ve Tebliğin izin verdiği diğer varlık ve işlemlerden oluşabilir. Kurumun anonim ortaklık niteliği, yatırımcının doğrudan portföydeki her varlık üzerinde hak sahibi olması yerine ortaklığın payına sahip olması sonucunu doğurur.

Tebliğ sabit sermayeli ve değişken sermayeli iki yatırım ortaklığı modeli kurar. Sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklığı kayıtlı sermaye sistemindeki anonim ortaklıktır. Çıkarılmış sermayesi, şirketler hukukundaki sermaye artırımı veya azaltımı yapılmadıkça değişmez. Yatırımcı payı borsada oluşan fiyattan el değiştirir; ortaklık, yatırımcının payını her talepte net aktif değer üzerinden geri almak zorunda değildir. Bu nedenle payın piyasa fiyatı ortaklığın pay başına net aktif değerinden farklılaşabilir.

Sabit sermayeli ortaklık baştan bu statüde kurulabilir veya uygun bir anonim ortaklık esas sözleşmesini değiştirerek statüye dönüşebilir. Kayıtlı sermaye sistemi, sermaye ve özsermaye yeterliliği, nakden çıkarılmış paylar, uygun kurucular ve yöneticiler, lider sermayedar ve belirli payların halka arz edileceğine ilişkin taahhüt kuruluş düzeninin parçalarıdır. Halka arzın öngörülen sürede gerçekleştirilmemesi, ortaklığın bu statüde faaliyet hakkını kaybetmesine yol açar. Lider sermayedar, yönetim kontrolü ve mali yeterlilik bakımından ortaklığın kurumsal devamlılığında özel sorumluluk üstlenir.

Sabit sermayeli ortaklığın portföyü yönetim kurulu sorumluluğunda ortaklık bünyesinde yönetilebilir veya sözleşmeyle yetkili bir portföy yönetim şirketine devredilebilir. Dışarıdan hizmet alınması, yönetim kurulunun mevzuata uyum ve gözetim sorumluluğunu kaldırmaz. Portföy yönetiminin ortaklık içinde yapılması halinde lisanslı portföy yöneticileri, iç kontrol ve risk yönetimi düzeni gerekir. Portföy yönetim şirketine bırakılması halinde ise sözleşme, görev ayrımı ve raporlama ilişkisi açıkça kurulmalıdır.

Portföy çeşitlendirmesi, tek bir ihraççıya veya ilişkili gruba aşırı bağımlılığı önler. Bir ihraççının araçlarına yapılabilecek yatırım, portföyün belirli bir bölümüyle sınırlanır; yüksek oranlı yatırımların toplamı için de ayrıca üst sınır uygulanır. İlişkili taraflardan alınan varlıklar, mevduat ve katılma hesapları, yatırım fonları, türev araçlar, ödünç işlemleri ve teminatlar kendi sınır ve koşullarına tabidir. Türev işlemler portföyün yatırım stratejisi ve risk yönetimiyle uyumlu olmalı, açık pozisyon ortaklığın mali yapısını aşan kaldıraç yaratmamalıdır.

Sabit sermayeli ortaklık sıradan bir finansman şirketi gibi davranamaz. Başkalarının varlıklarını kendi adına portföy yönetimi amacıyla kabul edemez; mevduat toplayamaz, ticari, sınai veya zirai faaliyette bulunamaz ve aracılık faaliyeti yürütemez. Portföy dışındaki kişilere kredi veremez, portföy varlıklarını amacı dışında teminat gösteremez, açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamaz. Bu yasaklar ortaklık kaynaklarının yalnızca kolektif yatırım amacıyla kullanılmasını sağlar.

Kâr dağıtımı sabit sermayeli modelde yatırımcının ortaklık payından doğan ekonomik hakkıdır. Net dağıtılabilir dönem kârının Tebliğde belirlenen asgari bölümü pay sahiplerine dağıtılır. Portföy değeri, pay başına net aktif değer, finansal tablolar ve önemli gelişmeler kamuyu aydınlatma düzenine göre açıklanır. Payların borsada işlem görmesi yatırımcıya likidite sağlarken, bağımsız saklama ve finansal raporlama portföyün varlığını ve değerini denetlenebilir kılar.

Değişken sermayeli yatırım ortaklığında ekonomik mekanizma farklıdır. Ortaklığın sermayesi, her zaman net aktif değerine eşit olacak biçimde değişir. Pay ihracı sermayeyi artırır, yatırımcı paylarının ortaklığa iadesi ise sermayeyi azaltır; klasik anonim ortaklıklardaki sermaye artırma ve azaltma prosedürleri bu günlük değişime aynı şekilde uygulanmaz. Birim pay değeri net aktif değer yatırımcı paylarının sayısına bölünmesiyle hesaplanır. Böylece yatırımcının giriş ve çıkışı borsadaki arz ve talepten çok portföyün hesaplanan değeriyle ilişkilendirilir.

Bu modelde iki pay grubu vardır. Kurucu payları ortaklığın kuruluşuna, yönetimine, genel kuruluna ve oy hakkına bağlanan kurumsal paylardır. Yatırımcı payları ise portföyün ekonomik sonucuna katılmayı sağlar; oy hakkı vermez ve sahipleri genel kurula katılmaz. Yatırımcı, ihraç belgesindeki esaslara göre payını ortaklığa iade edebilir. Ortaklığın geri alım yükümlülüğü, likidite yönetimini ve portföy değerinin düzenli hesaplanmasını merkezi hâle getirir.

Değişken sermayeli ortaklığın portföy yönetimi yetkili bir portföy yönetim şirketi tarafından yapılır. Borçlanma araçları, pay senetleri, kıymetli madenler, para piyasası araçları, katılım esaslı varlıklar veya farklı varlık sınıflarına göre çeşitli portföy türleri oluşturulabilir. Her tür, unvanı ve yatırım stratejisiyle

uyumlu asgari portföy bileşimini korur. Varlıklar portföy saklayıcısında tutulur; net aktif değer, ihraç ve iade işlemleri saklayıcının kontrol işleviyle birlikte yürütülür.

Sabit ve değişken sermayeli modellerin ortak amacı, yatırımcı tasarruflarını uzman yönetim, çeşitlendirme ve gözetim altında sermaye piyasasına yöneltmektir. Fakat hukuki ve ekonomik çalışma biçimleri aynı değildir. Sabit sermayeli ortaklıkta yatırımcı borsada işlem gören şirket payının sahibi olarak piyasa fiyatı riskini taşır. Değişken sermayeli ortaklıkta yatırımcı payı net aktif değer esaslı ihraç ve iade düzenine bağlıdır; yönetim hakları kurucu paylarında toplanır. Bu ayrım, halka açıklık, likidite, fiyat oluşumu ve kurumsal yönetim hükümlerinin neden iki modelde farklılaştığını açıklar.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.3 · Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği III-55.1

Portföy Yönetim Şirketleri: Yetkilendirme, Organizasyon ve Müşteri Menfaati

KISACA

Portföy yönetim şirketi, ana faaliyeti yatırım fonlarını kurmak ve yönetmek olan kayıtlı sermaye sistemindeki anonim ortaklıktır. Şirket, faaliyet iznine bağlı olarak yatırım ortaklıklarının, emeklilik yatırım fonlarının ve yabancı kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerini de yönetebilir; bireysel portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı yapabilir. Sınırlı faaliyetli şirketler ise yalnızca belirli fon türlerine veya müşteri gruplarına hizmet verir.

Kuruluş izni tek başına faaliyete başlama yetkisi sağlamaz. Şirketin sermaye ve özsermaye şartlarını koruması, portföy saklama sözleşmelerini kurması, yeterli yönetici ve lisanslı personeli istihdam etmesi, iç kontrol, risk yönetimi, teftiş ve fon hizmet birimini oluşturması gerekir. Dışarıdan hizmet alınması sorumluluğu şirkette bırakır.

Portföy yöneticisi müşteri varlıklarını kendi malvarlığından ve diğer müşterilerin varlıklarından ayrı izler; emirleri adil biçimde gerçekleştirir, çıkar çatışmalarını önler ve müşteriye işlem ya da performans konusunda yanılmaz. Şirket mevduat toplayamaz, izinsiz aracılık veya amaç dışı ticari faaliyet yapamaz, müşteriye garanti getiri vaat edemez ve portföy varlıklarını kendi yararına kullanamaz. Organizasyon, sermaye yeterliliği ve davranış kuralları birlikte yatırımcı güvenini korur.

Portföy yönetim şirketi, kolektif ve bireysel portföylerin profesyonel yönetimini kurumsal bir izin ve gözetim düzenine bağlayan sermaye piyasası kurumudur. Ana faaliyet, yatırım fonlarının kurulması ve yönetilmesidir. Şirket ayrıca Kuruldan gerekli izinleri alarak yatırım ortaklıklarının, emeklilik yatırım fonlarının ve yabancı kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerini yönetebilir; bireysel portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı sunabilir. Bu faaliyet alanı, müşteri varlıkları üzerinde mülkiyet edinmekten değil, sözleşmeyle verilen yönetim yetkisini müşteri hesabına kullanmaktan doğar.

Şirket kayıtlı sermaye sisteminde anonim ortaklık olarak kurulur. Payların tamamı nama yazılı ve nakit karşılığı olmalı, pay bedelleri tam ödenmeli, ortaklık yapısı açık ve izlenebilir olmalıdır. Kurucu ve önemli pay sahiplerinin mali gücü, itibarı ve mevzuatta aranan uygunluk şartları incelenir. Ticaret unvanı faaliyet konusunu göstermeli, esas sözleşme yalnızca izin verilen işlerle uyumlu olmalıdır. Kuruluş izni, kurumsal yapının kurulmasına izin verir; portföy yönetim faaliyetine fiilen başlanabilmesi için ayrıca faaliyet izni gerekir.

Kuruluş kararından sonra şirket, öngörülen süre içinde faaliyet iznine başvurur. Başvuruda sermaye ve özsermaye yeterliliğinin sürmesi, saklayıcılarla gerekli sözleşmelerin yapılması, faaliyetlerin gerektirdiği mekân ve teknik altyapının kurulması, genel müdür ve yeterli sayıdaki uzman personelin atanması aranır. İç kontrol, risk yönetimi, teftiş ve fon hizmet birimleri faal olmalıdır. Eksik organizasyonla müşteri varlığı yönetilemeyeceği için izin incelemesi yalnızca belgelerin varlığına değil, işleyen bir kontrol ortamına yönelir.

Tebliğ tam yetkili modelin yanında sınırlı faaliyetli portföy yönetim şirketlerine de izin verir. Bu şirketler faaliyetlerini yalnızca yabancı kolektif yatırım kuruluşlarına veya yurt dışında yerleşik kişilere, yalnızca girişim sermayesi yatırım fonlarına, yalnızca gayrimenkul yatırım fonlarına ya da gayrimenkul ve girişim sermayesi fonlarının birlikte yönetimine özgüleyebilir. Faaliyet alanının daralması bazı organizasyon ve sermaye gereklerini etkileyebilse de yatırımcı menfaatini koruma, dürüst davranma ve etkin risk yönetimi yükümlülüklerini ortadan kaldırmaz.

Yönetim kurulu şirketin faaliyetlerinin mevzuata uygun yürütülmesinden, yeterli organizasyonun kurulmasından ve iç sistemlerin gözetiminden sorumludur. Genel müdür günlük yönetimi yürütür; portföy yöneticileri yatırım kararlarını alır ve uygular. Yönetici ve uzman personel için eğitim, mesleki deneyim, lisans ve itibar koşulları aranır. Fon hizmet birimi fon muhasebesi, birim pay değeri, katılma payı işlemleri ve raporlama gibi operasyonları yürütür. Bu birim şirket içinde kurulabileceği gibi izin verilen biçimde dışarıdan da alınabilir.

İç kontrol sistemi, işlemlerin mevzuata, sözleşmelere ve şirket prosedürlerine uygunluğunu günlük iş akışı içinde izler. Risk yönetimi, yönetilen portföylerin piyasa, kredi, likidite, operasyon ve yoğunlaşma risklerini ölçer ve limitlere uyumu takip eder. Teftiş birimi ise iç kontrol ve risk yönetiminden bağımsız değerlendirme yapar. Görevlerin ayrılması önemlidir: yatırım kararını alan, işlemi kaydeden, değerlemeyi kontrol eden ve uygunluğu denetleyen kişilerin aynı yetki zincirinde sınırsız biçimde birleşmesi önlenir.

Dışarıdan alınabilecek bilgi teknolojisi, fon hizmeti, araştırma, danışmanlık veya başka destek hizmetleri yazılı sözleşmeye bağlanır. Hizmet sağlayıcının yeterliliği, iş sürekliliği, gizlilik ve Kurulun bilgiye erişimi güvence altına alınır. Şirket, bir işi dışarıya vermekle yatırımcıya ve Kurula karşı sorumluluğunu devretmiş olmaz. Yönetim kurulu hizmetin niteliğini, sağlayıcının performansını ve oluşabilecek çıkar çatışmalarını izlemeye devam eder.

Kolektif portföy yöneticiliğinde şirket, fonun veya ortaklığın yatırım stratejisine ve sınırlarına uyar; varlıkları portföy saklayıcısında tutar ve işlemleri yatırımcıların ortak menfaatini gözeterek gerçekleştirir. Bir fonun varlığı şirketin malvarlığından ve diğer fonlardan ayrıdır. İşlem dağıtımı, emirlerin birleştirilmesi ve aracı kuruluş seçimi belirlenmiş ilkelere dayanmalıdır. Aynı anda birden fazla portföy için işlem yapıldığında, uygun fiyat veya miktarın belirli müşterilere sistematik avantaj sağlayacak biçimde dağıtılması yasaktır.

Bireysel portföy yöneticiliğinde müşterinin mali durumu, yatırım amacı, risk ve getiri tercihi ile bilgi ve tecrübesi belirlenir. Yönetim sözleşmesi, hizmetin kapsamını, yatırım sınırlamalarını, ücretleri, raporlamayı ve sona erme koşullarını açıklar. Müşterinin varlıkları şirket adına kaydedilemez ve şirketin borçları için kullanılamaz. Şirket müşteriye belirli bir getiriye garanti edemez; geçmiş performansı gelecekte kesin sonuç doğuracakmış gibi sunamaz.

Yatırım danışmanlığı, belirli sermaye piyasası araçları hakkında müşteriye kişisel öneri sunulmasıdır. Önerinin müşterinin ihtiyacıyla uyumlu olması, kullanılan bilgi ve varsayımların açıklanması ve çıkar çatışmalarının yönetilmesi gerekir. Genel nitelikli piyasa yorumları ile kişiye özgü tavsiye birbirinden

ayrılır. Dağıtım ve tanıtım sırasında ürünün riskleri saklanamaz, ücretler eksik gösterilemez ve müşterinin kararını bozacak yanıltıcı karşılaştırmalar yapılamaz.

Şirket çalışanları mesleki özen, doğruluk, tarafsızlık ve sır saklama ilkelerine uyar. Şirket veya çalışan, müşteri emrinden önce kendi hesabına işlem yaparak avantaj sağlayamaz; müşteriye ait fırsatı kendisine yöneltemez. Çıkar çatışması tamamen önlenemiyorsa niteliği ve kaynağı müşteriye açıklanır, fakat açıklama kötü uygulamayı meşrulaştırmaz. İlişkili taraflarla işlemler rayiç koşullarda ve müşteri yararı korunarak yürütülür.

Sermaye yeterliliği yönetilen portföy büyüklüğüyle birlikte değerlendirilir. Özsermaye belirlenen alt sınırın altında kalamaz; yönetilen portföy arttıkça ilave özsermaye veya mesleki sorumluluk güvencesi gerekebilir. Pay devirleri, kontrol değişiklikleri ve önemli ortaklık yapısı değişimleri Kurul iznine veya bildirimine tabidir. Finansal tablolar bağımsız denetim ve raporlama düzeni içinde izlenir.

Faaliyet yasakları şirketin rolünü sınırlar. Portföy yönetim şirketi mevduat toplayamaz, müşteriye kredi vererek finansman kurumu gibi çalışamaz, izinsiz aracılık yapamaz ve portföy yönetimiyle ilgisiz ticari veya sınai faaliyete giremez. Kendi mali ihtiyacı için ancak izin verilen dar çerçevede borçlanabilir. Müşteri varlıklarını kendi borcuna karşı teminat gösteremez. Böylece portföy yönetim şirketi, müşteri malvarlığını elinde tutan bir banka ya da alım satıma taraf olan bir tacir değil; yetkisi, organizasyonu ve davranış kuralları sıkı biçimde belirlenmiş bir vekil ve profesyonel yönetici olarak konumlanır.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.4 · Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1

Yatırım Fonları: Ayrı Malvarlığı, Şemsiye Yapı ve Katılma Payı Mekanizması

KISACA

Yatırım fonu, portföy yönetim şirketinin yatırımcılardan katılma payı karşılığında topladığı varlıkları inançlı mülkiyet esasına göre işlettiği, tüzel kişiliği bulunmayan ayrı bir malvarlığıdır. Fon varlığı kurucunun, yöneticinin ve saklayıcının varlığından ayrıdır; bu kişilerin borçları için haczedilemez, ihtiyati tedbire konu edilemez ve iflas masasına girmez. Yatırımcı fona katılma payıyla iştirak eder.

Fonlar kural olarak şemsiye fon çatısı altında ihraç edilir. Borçlanma araçları, hisse senedi, kıymetli maden, fon sepeti, para piyasası, katılım, değişken, serbest, garantili ve koruma amaçlı türler yatırım stratejisi ve portföy bileşimine göre ayrılır. Her alt fonun varlık ve yükümlülükleri diğerlerinden bağımsız izlenir.

Katılma payının itibari değeri yoktur; birim fiyat fon toplam değerinin dolaşımdaki pay sayısına bölünmesiyle hesaplanır. Portföyde ihraççı, grup, mevduat, türev ve diğer varlık sınırlamaları uygulanır. Kurucu yönetimden, portföy saklayıcısı varlıkların korunması ve işlemlerin kontrolünden sorumludur. Serbest fonlar yalnız nitelikli yatırımcılara satılır; garantili fon sonuç için garantöre, koruma amaçlı fon ise en iyi gayret ilkesine dayanır.

Yatırım fonu, çok sayıda yatırımcının tasarrufunu tek bir portföyde birleştirirken bu portföyü kurucunun ticari malvarlığından ayıran kolektif yatırım modelidir. Fon, portföy yönetim şirketi tarafından içtüzükle kurulur ve tüzel kişiliği yoktur. Yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para ve diğer varlıklar, yatırımcılar hesabına inançlı mülkiyet esasına göre yönetilir. Kurucu hukuken fonu temsil eder; fakat fon varlığını kendi yararına kullanamaz.

Ayrı malvarlığı ilkesi yatırımcı korumasının merkezindedir. Fon portföyü kurucunun, portföy yöneticisinin ve portföy saklayıcısının malvarlığından ayrılır. Bu kuruluşların yönetiminin kamu kurumlarına devredilmesi veya iflası hâlinde bile fon varlığı başka amaçla kullanılamaz. Kamu alacağı için dahi haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dahil edilemez. Kurucunun üçüncü kişiye olan borcu, fonun aynı kişiden alacağıyla mahsup edilemez.

Kurucu fonu temsil eder, katılma payı sahiplerinin haklarını korur ve faaliyetlerin içtüzük ile izahnameye uygun yürütülmesini sağlar. Portföy yönetimi kurucu tarafından veya sözleşmeyle başka bir yetkili portföy yönetim şirketince yapılabilir. Portföy saklayıcısı varlıkları saklar, mülkiyet kayıtlarını izler, katılma payı ihracı ve iadesi ile fon toplam değeri hesaplarını kontrol eder. Yönetim ile saklamanın ayrılması, yatırım kararını alan kuruluşun varlıklar üzerinde denetimsiz tasarrufta bulunmasını önler.

Fon bilgilendirme düzeni şemsiye fon içtüzüğü, izahname ve yatırımcı bilgi formundan oluşur. İchtüzük, kurucu, saklayıcı ve yatırımcı arasındaki temel hukuki ilişkiyi kurar. İzahname fonun stratejisini, risklerini, ücretlerini ve işleyişini ayrıntılandırır. Yatırımcı bilgi formu ise karar vermek için gerekli temel bilgileri kısa

ve karşılaştırılabilir biçimde sunar. Bu belgelerdeki önemli değişiklikler yürürlüğe girmeden önce ilan edilir; yatırımcıya değişikliği öğrenme ve gerekiyorsa fondan çıkma imkânı tanınır.

Yatırım fonları kural olarak bir şemsiye fon çatısında oluşturulur. Şemsiye fonun kendisi ortak bir içtüzük sağlar; yatırım stratejisi ve malvarlığı ise ona bağlı her fon için ayrı kurulur. Bir alt fonun varlıkları ve borçları diğer alt fonlara aktarılamaz. Kuruluş giderleri dışında ortak masraflar alt fonların büyüklüğüne göre paylaşılır. Bu düzen, aynı kurucu altında farklı stratejilerin idari olarak birlikte, ekonomik olarak ayrı yürütülmesini sağlar.

Fon türü, portföyün hangi varlıklarda yoğunlaşacağını gösterir. Borçlanma araçları fonu borçlanma araçlarında, hisse senedi fonu ortaklık paylarında, kıymetli madenler fonu altın ve diğer kıymetli madenlerde, fon sepeti fonu diğer fon ve borsa yatırım fonu paylarında belirlenen asgari yoğunluğu korur. Para piyasası fonunun portföyü kısa vadeli ve likit araçlardan oluşur; kalan vade ile ağırlıklı ortalama vade ayrıca sınırlandırılır. Katılım fonu faizsiz finans ilkelerine uygun varlıklarla çalışır. Bu türlerden birine girmeyen fon değişken fon olarak adlandırılır.

Hisse senedi yoğun fon, genel bir hisse senedi fonu sınıflandırmasından farklı bir vergi ve yatırım çerçevesine bağlıdır. Portföyünün belirli bir yüksek oranı devamlı olarak Borsa İstanbul'da işlem gören ihraççı paylarından oluşur; menkul kıymet yatırım ortaklığı payları hesaplama dahil edilmez. Türev işlemler nedeniyle oluşan pay pozisyonları da belirlenen usulle dikkate alınır. Unvan ve fiili portföy bileşimi arasındaki uyum dönemsel değil sürekli korunmalıdır.

Katılma payının itibari değeri bulunmaz. Birim pay fiyatı, fon toplam değerinin dolaşımdaki katılma payı sayısına bölünmesiyle belirlenir. Fon toplam değeri hesaplanırken portföy varlıkları değerlendirilir, diğer varlık ve alacaklar eklenir, borçlar düşülür. Katılma payı satışında yatırımcı bu değere göre fona girer; iadede pay fona döner ve karşılığı yatırımcıya ödenir. İşlem saatleri, valör, fiyat açıklama zamanı ve giriş çıkış komisyonları izahnamede gösterilir.

Portföy sınırlamaları çeşitlendirmeyi somutlaştırır. Tek bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yapılabilecek yatırım fon toplam değerinin belirli bölümüyle sınırlıdır; yüksek ağırlıklı ihraççıların toplamı için ek sınır bulunur. Aynı grubun araçları, mevduat ve katılma hesapları, diğer fonların payları, borsa dışı işlemler, yapılandırılmış araçlar ve ödünç işlemleri ayrı kurallara tabidir. Mevduatın farklı bankalara dağıtılması gerekir. Portföy sınırı piyasa hareketi gibi kurucunun iradesi dışındaki nedenle aşılsa, uygunluk belirlenen sürede yeniden sağlanır.

Fon portföyüne açığa satış veya kredili menkul kıymet işlemiyle sınırsız risk yüklenemez. Türev araçlar yatırım stratejisiyle uyumlu olmalı ve toplam açık pozisyon fon toplam değerini aşmamalıdır. İşlemlerin karşı tarafı, sözleşmenin niteliği, teminatı ve borsada ya da borsa dışında yapılması ayrıca değerlendirilir. Likidite, değerlendirme ve karşı taraf riski, yalnız nominal yatırım tutarına bakılmadan risk yönetim sistemi içinde izlenir.

Serbest fonlar yalnız nitelikli yatırımcılara satılır ve genel fonlara uygulanan birçok portföy sınırlamasından istisna tutulabilir. Bu esneklik sınırsızlık anlamına gelmez; strateji, riskler, kaldırma, değerlendirme ve işlem esasları fon belgelerinde açıklanır. Birim pay değeri daha seyrek hesaplanabilse

de en az öngörülen dönemlerde yatırımcıya bildirilir. Pazarlama ve dağıtım yapan kuruluş, alıcının nitelikli yatırımcı olduğunu doğrular.

Garantili ve koruma amaçlı fonlarda yatırımcının başlangıç yatırımının belirli kısmının veya getirisinin korunması hedeflenir. Garantili fonda taahhüt, fon dışındaki uygun bir garantörün verdiği garantiye dayanır. Koruma amaçlı fonda ise hukuken bağlayıcı bir üçüncü kişi garantisi yoktur; portföy yönetimi en iyi gayret ilkesiyle koruma hedefine yönelir. Bu fark, tanıtım belgelerinde açıkça belirtilmeli ve koruma amaçlı fon garanti varmış gibi sunulmamalıdır. Her iki yapıda da asgari vade ve özel değerlendirme düzeni bulunur.

Fon toplam gider oranı, yönetim ücreti dahil fon varlığından karşılanan maliyetleri sınırlar. Kurucu, günlük hesaplanan giderlerin sınırı aşması hâlinde aşan tutarı fona iade eder. Finansal tablolar, fiyat raporları, portföy dağılımı ve önemli değişiklikler KAP ve kurucunun internet sitesi üzerinden açıklanır. Fonun devri, birleştirilmesi, dönüşümü veya tasfiyesi yatırımcı haklarının devamlılığını ve varlıkların düzgün nakde çevrilmesini sağlayan özel usullere bağlıdır. Böylece yatırım fonu, yalnız bir yatırım stratejisi değil; ayrı malvarlığı, profesyonel yönetim, bağımsız saklama, fiyatlama ve kamuyu aydınlatmadan oluşan bütünlüklü bir hukuki yapıdır.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.5 · Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.2

Borsa Yatırım Fonları: Endeks Takibi, Birincil Piyasa ve Borsa Fiyatı

KISACA

Borsa yatırım fonu, katılma payları Borsa İstanbul'da işlem gören ve portföyü bir endeksin performansını izlemek üzere yönetilen, tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığıdır. Yatırımcı borsada pay alıp satarken yetkilendirilmiş katılımcılar belirli büyüklükteki payları portföy sepeti veya nakit karşılığında oluşturabilir ve fona iade edebilir. Bu nedenle fonun birincil piyasa mekanizması ile payların işlem gördüğü ikincil piyasa birlikte çalışır.

Katılma payının fon toplam değerinden türetilen birim değeri ile borsada oluşan piyasa fiyatı aynı olmak zorunda değildir. Oluşturma ve geri alım işlemleri, fiyat farkından yararlanan işlemler yoluyla iki değer birbirine yaklaşmasına yardım eder. Fon, endeksi tam kopyalayabilir, örnekleme yapabilir, aynı endeksi izleyen yabancı borsa yatırım fonlarını kullanabilir veya izin verilen sentetik yöntemlere başvurabilir.

Portföyün endekse uyumu, izleme farkı ve izleme hatasıyla değerlendirilir. Endeksin niteliğine göre ihraççı sayısı, tek varlık ağırlığı, yabancı fon, türev, swap, nakit ve borçlanma sınırları uygulanır. Günlük portföy dağılımı, gösterge niteliğindeki değer, birim pay değeri ve önemli sapmalar açıklanır. Borsa likiditesi ile portföyün bağımsız saklanması yatırımcı korumasının iki tamamlayıcı yönüdür.

Borsa yatırım fonu, yatırım fonunun ayrı malvarlığı ve profesyonel yönetim özelliklerini borsada gün içi işlem gören bir katılma payıyla birleştirir. Fon bir portföy yönetim şirketi tarafından içtüzükle kurulur, tüzel kişiliği bulunmaz ve katılma payları Borsa İstanbul'da işlem görür. Temel yatırım amacı, Kurulca uygun görülen bir endeksin performansını yatırımcılara yansıtmaktır. Fonun unvanı ve yatırım stratejisi hangi endeksi izlediğini açıkça gösterir.

Borsa yatırım fonu şemsiye fon çatısı altında kurulmaz. Fon içtüzüğü, izahname ve yatırımcı bilgi formu yatırım stratejisini, izlenen endeksi, oluşturma ve geri alım düzenini, ücretleri ve riskleri açıklar. Kurucu fonu temsil eder ve portföyün mevzuata uygun yönetiminden sorumludur. Portföy varlıkları bağımsız saklayıcıda tutulur; saklayıcı, katılma payı oluşturma ve geri alım işlemleri ile fon değerinin hesaplanmasında kontrol görevi üstlenir.

İşleyiş iki piyasa katmanına dayanır. İkincil piyasada yatırımcılar katılma paylarını borsada diğer yatırımcılardan alır veya onlara satar; işlem fiyatı arz ve talebe göre gün içinde değişir. Birincil piyasada ise kurucuyla sözleşme yapan yetkilendirilmiş katılımcılar, asgari işlem birimi kadar katılma payını oluşturur veya fona iade eder. Küçük yatırımcı genellikle borsa işlemi kullanırken, büyük tutarlı sepet değişimi yetkilendirilmiş katılımcılar üzerinden gerçekleşir.

Oluşturma işleminde yetkilendirilmiş katılımcı, ilan edilen portföy kompozisyonundaki varlıkları veya izin verilen durumda bunların nakit karşılığını fona teslim eder; karşılığında yeni katılma payları alır. Geri alımda süreç tersine döner: asgari işlem birimindeki katılma payları fona verilir, karşılığında portföy

sepeti veya nakit alınır. İşlemlerin aynı, nakdi veya karma yöntemle yapılabilmesi fon belgelerinde belirlenir. Teslim, saklama ve kayıt adımları eş zamanlı güvenceyle yürütülür.

Katılma payının iki farklı değeri vardır. Birim pay değeri, fon toplam değerinin dolaşımdaki katılma payı sayısına bölünmesiyle hesaplanır. Borsa fiyatı ise alıcı ve satıcı emirlerinin karşılaşmasıyla oluşur. Piyasa fiyatı birim pay değerinin üzerine çıktığında, yetkilendirilmiş katılımcı portföy sepetini fona verip yeni pay oluşturarak bu payları borsada satabilir. Piyasa fiyatı birim değer altına düştüğünde ise borsadan pay toplayıp fona iade ederek sepeti alabilir. Bu işlemler fiyat farkını azaltma yönünde çalışır, ancak iki değer her an tamamen eşit olacağını garanti etmez.

Fon endeksi farklı yöntemlerle izleyebilir. Tam kopyalamada endekste varlıklar endeksteki ağırlıklarına yakın oranlarda portföye alınır. Örnekleme yönteminde, endeksin risk ve getiri özelliklerini temsil edecek daha sınırlı bir varlık grubu kullanılır. Bazı fonlar aynı endeksi izleyen yabancı borsa yatırım fonlarına yatırım yapabilir. Sentetik yöntemde ise endeks getirisi swap veya diğer türev sözleşmelerle elde edilir; bu yöntem karşı taraf ve teminat riskini ayrıca gündeme getirir.

Portföyün büyük bölümü izlenen endeks kapsamındaki varlıklardan veya Tebliğin o strateji için eşdeğer kabul ettiği araçlardan oluşmalıdır. Pay endekslerinde yeterli sayıda ihraççı bulunması ve tek bir ihraççının portföyde aşırı ağırlık kazanmaması gerekir. Borçlanma aracı, kira sertifikası ya da gayrimenkul sertifikası endekslerinde de asgari ihraççı sayısı ve tek ihraççı sınırları uygulanır. Yabancı borsa yatırım fonlarını kullanan yapılarda portföyün birden fazla fona dağıtılması ve tek bir yabancı fonda yoğunlaşmaması aranır.

Endeks takibinin başarısı yalnız fon getirisinin pozitif olmasına bakılarak ölçülmez. İzleme farkı, fonun belirli dönemdeki getirisiyle endeks getirisinin farkıdır. İzleme hatası ise bu farkın zaman içindeki değişkenliğini gösterir. Yönetim ücreti, işlem maliyeti, nakit tutma, vergi, örnekleme ve oluşturma işlemlerinin zamanlaması izleme farkı yaratabilir. İzahnamede hedeflenen azami izleme hatası belirtilir; gerçekleşen sonucun sınırı aşması hâlinde nedenler ve alınacak önlemler açıklanır.

Türev araçlar ve swap işlemleri yatırım stratejisinin uygulanması veya riskten korunma amacıyla kullanılabilir. Açık pozisyon fon toplam değerini aşamaz; borsa dışı sözleşmenin karşı tarafı mali yeterlilik ve derecelendirme şartlarını sağlamalıdır. Tek bir swap karşı tarafına maruz kalma, fonun toplam değerinin belirli bir oranıyla sınırlandırılır. Nakit kredi, repo ve ödünç işlemleri de likidite ihtiyacının endeks takibini bozacak kalıcı bir finansmana dönüşmesini önleyen oranlara tabidir.

Fonun payları borsada işlem gördüğü için gün içi şeffaflık özel önem taşır. Bir sonraki oluşturma ve geri alım işlemlerinde kullanılacak portföy kompozisyonu ilan edilir. Gösterge niteliğindeki net aktif değer, yatırımcının borsa fiyatını portföyün yaklaşık güncel değeriyle karşılaştırmasına yardımcı olur. Günlük fon toplam değeri, birim pay değeri, dolaşımdaki pay sayısı ve portföy dağılımı kamuya açıklanır. Endeks yöntemindeki değişiklik, izleme sorunu, işlemlerin durdurulması veya önemli karşı taraf olayı gecikmeden duyurulur.

Piyasa yapıcılık, alım ve satım kotasyonlarıyla ikincil piyasa likiditesini destekleyebilir; ancak piyasa yapıcının bulunması fiyat veya likidite garantisi değildir. Olağanüstü piyasa koşullarında portföy

varlıklarının fiyatlanamaması, ilgili piyasaların kapanması veya oluşturma sepetinin teslim edilememesi işlemlerin geçici durdurulmasına yol açabilir. Bu durumda kurucu, borsa ve saklayıcı arasındaki koordinasyonla yatırımcıların eşit işlem görmesini sağlar.

Borsa yatırım fonu klasik yatırım fonundan özellikle alım satım kanalı ve fiyat oluşumu bakımından ayrılır. Klasik fonda yatırımcı çoğunlukla kurucu veya dağıtıcı üzerinden açıklanan birim pay fiyatıyla işlem yapar. Borsa yatırım fonunda ise yatırımcı gün içinde borsa fiyatından işlem görür; büyük ölçekli oluşturma ve geri alım süreci arka planda pay arzını portföy varlıklarına bağlar. Bu ikili mekanizma, endeks takibi, çeşitlendirme, borsa likiditesi ve şeffaf fiyat karşılaştırmasını tek yapıda birleştirir.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.6 • Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III–52.3

Gayrimenkul Yatırım Fonları: Nitelikli Yatırımcı, Taşınmaz Portföyü ve Aynı İşlemler

KISACA

Gayrimenkul yatırım fonu, nitelikli yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan varlıklarla gayrimenkul ağırlıklı portföy işletmek üzere portföy yönetim şirketi tarafından kurulan, kural olarak tüzel kişiliği bulunmayan ayrı malvarlığıdır. Tapu, ticaret sicili ve sınırlı resmî sicil işlemlerinde fon adına işlem yapılabilmesi için tüzel kişiliği varmış gibi kabul edilir. Fon toplam değerinin en az yüzde sekseni gayrimenkul yatırımlarından oluşur.

Fon taşınmaz alabilir, satabilir, kiralayabilir, kiraya verebilir ve gayrimenkule dayalı haklar edinebilir. Kendi personeliyle inşaat yapamaz, taşınmazları ticari işletme olarak işletemez, sürekli kısa vadeli alım satım yapamaz ve yurt dışında taşınmaz faaliyetine giremez. Konut ağırlıklı projelere yatırım yapmak üzere kurulan proje gayrimenkul yatırım fonları ise izin, teminat ve müteahhit şartlarına bağlı özel bir modeldir.

Katılma payları yalnız nitelikli yatırımcılara satılır ve yatırımcılar arasında devredilebilir. Satış ve iade nakden veya belirli koşullarla taşınmaz ya da hakların aynı devriyle yapılabilir. Bağımsız değerlendirme, tapu tescili, saklayıcı kontrolü, kredi sınırı, yıllık fiyatlama ve yatırımcı bilgilendirmesi; likit olmayan taşınmaz portföyünde hakların korunmasını sağlar.

Gayrimenkul yatırım fonu, yatırımcıların doğrudan taşınmaz edinmeden profesyonel yönetilen bir gayrimenkul portföyüne katılmasını sağlar. Fon, yetkili portföy yönetim şirketi tarafından içtüzükle kurulur ve katılma payları yalnız nitelikli yatırımcılara satılır. Fonun kural olarak tüzel kişiliği yoktur; malvarlığı kurucunun, yöneticinin ve saklayıcının malvarlığından ayrıdır. Bununla birlikte tapu ve ticaret sicilinde fon adına tescil yapılması ile ortağı olacağı şirketlerin belirli kuruluş, sermaye artırımı ve pay devri işlemleri bakımından fon tüzel kişiliğe sahip sayılır.

Ayrı malvarlığı koruması, kurucunun veya saklayıcının mali durumuyla fon yatırımını birbirinden ayırır. Fon varlığı başka amaçla kullanılamaz, kamu alacağı dahil haczedilemez, ihtiyati tedbire konu edilemez ve iflas masasına alınamaz. Kurucunun üçüncü kişiye borcuyla fonun alacağı mahsup edilemez. Tapu ve diğer resmî sicil işlemlerinde kurucu ile portföy saklayıcısını temsil eden yetkililerin birlikte imzası aranır; böylece fon adına taşınmaz tasarrufu tek taraflı bir yetkiye bırakılmaz.

Fon bilgilendirme dokümanları içtüzük ve ihraç belgesinden oluşur. İchtüzük kurucu, saklayıcı ve katılma payı sahipleri arasındaki temel hukuki ilişkiyi; ihraç belgesi ise yatırım stratejisini, fon süresini, payların satış ve iadesini, ücretleri ve riskleri düzenler. Satıştan önce yatırımcıyla fon ihraç sözleşmesi kurulur. Fon belirli bir taşınmaza, projeye, sektöre yatırım yapmak üzere sınırlandırılabilir; bu yoğunlaşma adı, ihraç belgesi ve fiili portföyüyle uyumlu olmalıdır.

Kurucunun yönetim kurulunda gayrimenkul yatırımı deneyimine sahip üye bulunur ve fon için yatırım komitesi oluşturulur. Komitede genel müdür ile gayrimenkul değerlendirme konusunda gerekli deneyim

ve lisansa sahip kişi yer alır. Yatırım kararları, taşınmazın hukuki durumu, beklenen gelir, finansman yapısı, likidite ve değerlendirme sonuçları birlikte incelenerek alınır. Risk yönetim sistemi piyasa ve operasyon riskine ek olarak finansman ve likidite risklerini de kapsar. Dışarıdan portföy yönetimi veya uzmanlık hizmeti alınması kurucunun sorumluluğunu kaldırmaz.

Fonun esas portföy kuralı, toplam değerinin en az yüzde sekseninin gayrimenkul yatırımlarından oluşmasıdır. Taşınmazlar, gayrimenkule dayalı haklar ve gayrimenkul faaliyetinin belirleyici olduğu belirli ortaklık payları bu hesapta Tebliğdeki esaslara göre dikkate alınır. Kalan bölüm, likidite yönetimi ve yatırım amacıyla izin verilen para ve sermaye piyasası araçlarında değerlendirilebilir. Sınırı uyum hesap dönemi sonunda kontrol edilir; arıza aykırılıkta Kurulun uygun görmesiyle düzeltme süresi tanınabilir.

Fon alım satım kârı veya kira geliri amacıyla arsa, arazi, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, depo ve benzeri taşınmazları satın alabilir, satabilir, kiralayabilir ve kiraya verebilir. Üst hakkı ve devre mülk irtifakı gibi hakları edinebilir veya belirli koşullarda tesis edebilir. Portföye alınan yapıların kullanım izni ve mülkiyet durumu kural olarak tamamlanmış olmalıdır. Üzerinde ipotek ya da değerini etkileyen taksit bulunan taşınmazlar içtüzükte açıklanmak ve toplam değer içindeki sınırı aşmamak şartıyla portföye girebilir.

Faaliyet yasakları fonun yatırımcı adına portföy işleten niteliğini korur. Kurucu ve yönetici inşaatı kendi personeliyle üstlenemez, proje geliştirme veya kontrol hizmetini üçüncü kişilere sunamaz. Fon taşınmazı otel, hastane, alışveriş merkezi veya benzeri ticari işletme gibi doğrudan işletemez; işletme, güvenlik, temizlik, pazarlama ve benzeri hizmetleri sözleşmeyle uzman şirketlerden alır. Sürekli kısa vadeli gayrimenkul ticareti yapamaz, yurt dışında taşınmaz alıp satamaz veya kiralayamaz. Sermaye piyasası araçlarında açığa satış, kredili işlem ve korunma amacını aşan türev pozisyon da yasaktır.

Proje gayrimenkul yatırım fonu, bağımsız bölümlerin toplam brüt alanının yarıdan fazlası konut kullanımına ayrılmış projelere yatırım için kurulan özel türdür. Unvanında proje gayrimenkul yatırım fonu ifadesi yer alır. Portföyü proje arsaları, gayrimenkul projeleri ve izin verilen sınırlı nakit araçlarından oluşur. Projenin izinleri, onaylı projesi ve inşaatı başlama belgeleri bağımsız değerlendirme kuruluşunca doğrulanır; proje uygun sigorta, teminat mektubu, hakediş sistemi veya Kurulca kabul edilen başka güvenceyle desteklenir.

Proje fonu kendi arsasında proje geliştirebilir, hasılat paylaşımı veya kat karşılığı sözleşmeyle başka kişilerin arsalarındaki projelere katılabilir, üst hakkı edinebilir veya devam eden projeden konut niteliğinde bağımsız bölüm alabilir. İnşaat işi fon tarafından yapılmaz; gerekli yetki grubundaki müteahhit, tarafların hak ve borçlarını ayrıntılı düzenleyen sözleşme imzalanır. Müteahhit seçimi ve sözleşme koşulları kurucu yönetim kurulunca onaylanır. Hasılat paylaşımından doğan fon hakları, istisnalar dışında uygun teminatla korunur.

Katılma paylarının itibari değeri yoktur ve birim değer fon toplam değerinin pay sayısına bölünmesiyle hesaplanır. Değer en az yılda bir kez belirlenip yatırımcıya bildirilir. Pay satışı ve iadesi fonun likit olmayan yapısına uygun dönemlere bağlanabilir; sürekli fonda iade yalnız fon sonunda yapılabilir.

Gerekli likidite sağlanamıyor ve taşınmaz satışı yatırımcıyı zarara uğratacaksa kurucu, Kurula bilgi vererek geri alımı sınırlı süre erteleyebilir.

Pay ihracı ve iadesi nakdin yanında aynı yöntemle de yapılabilir. Taşınmaz, proje kapsamındaki bağımsız bölüm veya gayrimenkule dayalı hak fona devredilecek ya da fondan yatırımcıya verilecekse mevcut pay sahiplerinin mutabakatı, saklayıcı teyidi ve bağımsız değerlendirme gerekir. Fona girişte esas alınan değer değerlendirme sonucunun üzerinde; çıkışta esas alınan değer ise sonucunun altında olamaz. Devir kısıtı doğuran veya değerini etkileyen ağır takyidatlı varlıkların aynı girişte kullanılması yasaktır.

Katılma payları MKK nezdinde hak sahibi bazında izlenir. Yalnız nitelikli yatırımcılar arasında devredilebilir; devir ihraç sözleşmesiyle kurucu veya yöneticinin onayına bağlanabilir ya da tamamen sınırlandırılabilir. Satış ve dağıtım yapan kuruluş yatırımcının niteliğini kanıtlayan belgeleri toplar ve saklar. Farklı para birimi veya haklara sahip pay grupları oluşturulabilir, ancak her grubun fiyatlama ve hakları ihraç belgesinde açıkça gösterilir.

Fon, toplam değerinin belirlenen bölümüne kadar kredi veya faizsiz finansman kullanabilir; borçla bağlantılı rehin ve sınırlı aynı haklar fonun finansmanı dışında üçüncü kişileri desteklemek için kurulamaz. Kredi koşulları ve geri ödeme bilgileri yatırımcılara bildirilir. Taşınmaz alımı, satımı, kiralanması, ipotek tesisi, aynı pay işlemleri ve dönem sonu değerleri bağımsız gayrimenkul değerlendirme raporuna dayanır. Aynı varlık için aynı kuruluşun kesintisiz görevlendirilmesi süreyle sınırlandırılır.

Periyodik finansal raporlar, değerlendirme raporları, yatırım işlemleri ve ilişkili kişiler hakkında yatırımcı ile saklayıcı bilgilendirilir. Fon için KAP sayfası açılır; ticari sırlar korunarak içtüzük, ihraç belgesi ve finansal raporlar yayımlanır. Fon başka bir fonla birleşemez veya başka bir türe dönüştürülemez. Böylece gayrimenkul yatırım fonu, nitelikli yatırımcıya özgü esnek sözleşme yapısını ayrı malvarlığı, yoğun gayrimenkul portföyü, aynı işlem kontrolü ve bağımsız değerlendirmeyle dengeler.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.7 · Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.4

Girişim Sermayesi Yatırım Fonları: Kaynak Taahhüdü, Girişim Yatırımı ve Çıkış

KISACA

Girişim sermayesi yatırım fonu, nitelikli yatırımcılardan para veya iştirak payı toplayarak gelişme ve katma değer üretme potansiyeli taşıyan girişim şirketlerine yatırım yapan, süreli ve tüzel kişiliği bulunmayan ayrı malvarlığıdır. Fon toplam değerinin kural olarak en az yüzde sekseni girişim sermayesi yatırımlarından oluşur; portföy tek bir girişim yatırımında yoğunlaşabilir.

Fon girişim şirketine doğrudan veya özel amaçlı yapılar üzerinden ortak olabilir, borçlanma aracı ve kira sertifikası alabilir, borç ile sermaye finansmanını birleştiren sözleşmeler kurabilir ve belirli diğer girişim fonu veya ortaklıklarına yatırım yapabilir. Ortaklık hakkı veren yatırımlar pay sahipliği sözleşmesine; karma finansman vade, getiri ve paya dönüşüm koşullarını gösteren özel sözleşmeye dayanır.

Katılma payları yalnız nitelikli yatırımcılara satılır. Yatırımcılar farklı tarihlerde ödenecek kaynak taahhüdü verebilir; ihraç, iade ve devir şartları fonun uzun vadeli ve likit olmayan yapısına göre sözleşmeyle düzenlenir. Yatırım komitesi, bağımsız saklama, dönemsel değerlendirme, yatırım sınırlamaları ve yatırımcı bildirimini fon yönetimini denetlenebilir kılar. Girişim sermayesi yatırımı dışındaki varlıklar likidite ve risk yönetimini destekler, fakat fonun ana faaliyetinin yerini alamaz.

Girişim sermayesi yatırım fonu, gelişme potansiyeli taşıyan şirketlere uzun vadeli sermaye ve yapılandırılmış finansman sağlamak amacıyla nitelikli yatırımcı kaynaklarını bir araya getirir. Fon, portföy yönetim şirketi, girişim sermayesi portföy yönetim şirketi veya gayrimenkul ve girişim sermayesi alanında yetkili portföy yönetim şirketi tarafından içtüzükle ve belirli süre için kurulur. Tüzel kişiliği yoktur; yatırımcılar fon malvarlığına katılma payıyla katılır.

Fon varlığı kurucunun, yöneticinin ve saklayıcının malvarlığından ayrıdır. Bu kuruluşların borçları için haczedilemez, ihtiyati tedbire konu edilemez ve iflas masasına girmez. Fonun şirketlere ortak olması, sermaye artırımı ve pay devri yapması gibi ticaret sicili işlemlerinde fon sınırlı olarak tüzel kişiliğe sahip sayılır. Resmî sicil işlemleri kurucu ile portföy saklayıcısının yetkililerinin birlikte imzasıyla yapılır.

Bilgilendirme dokümanları fon içtüzüğü ve ihraç belgesinden oluşur. İchtüzük kurucu, saklayıcı, yönetici ve pay sahipleri arasındaki temel ilişkiyi; ihraç belgesi fonun süresini, stratejisini, satış şartlarını ve risklerini belirler. Katılma payı satılmadan önce yatırımcıyla fon ihraç sözleşmesi imzalanır. Sözleşme açık ve anlaşılır olmalı, yatırımcının haklarını ağır biçimde zedeleyen tek taraflı hükümler veya ispat yükünü yatırımcıya bırakan kayıtlar içermemelidir.

Kurucu fonu temsil eder ve yatırımcı haklarını korur. Portföy başka bir yetkili yöneticiye bırakılabilir, hatta farklı bölümler için birden fazla portföy yöneticisi görevlendirilebilir; ancak kurucunun gözetim sorumluluğu sürer. Girişim yatırımlarına ilişkin kararlar yatırım komitesinde alınır. Komitede girişim

sermayesi deneyimi olan yönetim kurulu üyesi, genel müdür ve gerekli eğitim ile deneyime sahip uzman bulunur. Kararlar deftere kaydedilir ve fon süresini izleyen dönemde de saklanır.

Girişim şirketi, büyüme ve katma değer üretme potansiyeline sahip, operasyonel veya ticari performansı finansal ya da kurumsal destekle geliştirilebilecek şirkettir. Şirket Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olmalıdır; yurt dışında kurulu şirketler ancak Türkiye'deki bağlı ortaklık ve iştirak varlıklarının belirleyici olduğu koşullarda kapsama girer. Fon kural olarak anonim veya limited şirkete yatırım yapar. Türkiye'deki limited şirketin ilk yatırımdan sonra öngörülen sürede anonim şirkete dönüşmesi gerekir.

Gayrimenkul ağırlıklı veya esas işi müteahhitlik olan şirketler girişim şirketi sayılmaz. Teknoloji geliştirme bölgeleri, kuluçka merkezleri, teknoloji transfer yapıları ve ilgili araştırma geliştirme faaliyetleri için kurulmuş şirketlere ilişkin özel istisnalar korunur. Bu ayırım, gayrimenkul projesini finanse eden fon ile yenilikçi veya büyüme odaklı işletmeye sermaye sağlayan fonun faaliyet alanlarını birbirine karıştırmamayı amaçlar.

Fon girişim şirketine pay devri veya sermaye artırımını yoluyla doğrudan ortak olabilir, şirketin kurucusu olabilir ya da özel amaçlı şirket ve uygun yabancı kolektif yatırım yapıları üzerinden dolaylı yatırım yapabilir. Halka açık girişim şirketinin borsada işlem görmeyen paylarını edinebilir. Başka girişim sermayesi yatırım fonlarının katılma paylarına ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği araçlara yatırım yapabilir. Girişim şirketinin halka açılması, daha önce edinilmiş payların niteliğini hemen ortadan kaldırmaz; borsada işlem başladıktan sonra alınan ilave paylar farklı değerlendirilir.

Finansman yalnız ortaklık payı edinmekten ibaret değildir. Fon halka açık olmayan girişim şirketinin borçlanma araçlarını veya fon kullanıcısı olduğu kira sertifikalarını alabilir. Borç ve sermaye finansmanını birleştiren yapılandırılmış finansman sağlayabilir; bu durumda vade, getiri ve paya dönüşüm koşullarını içeren sözleşme gerekir. İleri tarihte ortak olma hakkı veren sözleşmeler, pay satın alma opsiyonu primleri ve belirli avans veya vadeli pay işlemleri de şartları sağladığında girişim sermayesi yatırımı kabul edilir.

Ortaklık hakkı veren yatırım, fon ile girişim şirketinin yönetim kontrolüne sahip mevcut ortakları arasında pay sahipliği sözleşmesine bağlanır. Sözleşmede şirketin yönetimi ile tarafların hak ve yükümlülükleri bulunur; önalım, birlikte satış, satışa zorlama, temettü politikası, alım satım opsiyonları ve fondan çıkış yöntemleri ayrıca düzenlenebilir. Fon şirketin tüm paylarını alır veya yönetim kontrolünü tek başına sağlarsa pay sahipliği sözleşmesi yerine pay devri sözleşmesi yeterli olabilir.

Fon toplam değerinin kural olarak en az yüzde sekseni girişim sermayesi yatırımlarından oluşur. Tek bir girişim yatırımında yoğunlaşmayı engelleyen genel bir sınır yoktur; fonun portföyü tek şirkete bağlı olabilir. Bunun yüksek risk doğurduğu yatırımcıya belgelerde gösterilmelidir. Doğrudan KOBİ yatırımları belirli ağırlığı aşarsa asgari girişim yatırımı oranı daha düşük uygulanarak KOBİ finansmanı teşvik edilir. Diğer girişim fonlarına ve ilişkili yatırımcıların kontrolündeki şirketlere yapılan yatırımlar ayrıca sınırlandırılır.

Nitelikli yatırımcılar fona bir defada para koymak yerine farklı tarihlerde ödenecek kaynak taahhüdü verebilir. Toplam taahhüdün asgari büyüklüğü ve tahsil süresi ihraç düzeninde belirlenir; tahsil edilen kaynak öngörülen süre içinde yatırımlara yöneltilir. Ödeme planı, alt ve üst taahhüt tutarları ve taahhüdün yerine getirilmemesinin sonuçları fon ihraç sözleşmesinde yer alır. Her ödeme karşılığında yatırımcıya aktarılacak pay sayısı, ilgili fiyat raporundaki pay değerine göre hesaplanır.

Katılma payları yalnız nitelikli yatırımcılara satılır ve MKK nezdinde hak sahibi bazında izlenir. İhraç nakit veya değerlendirme yapılmış girişim şirketi payları karşılığında olabilir. İade de sözleşmedeki koşullarla nakit ya da iştirak payı devri yoluyla gerçekleştirilebilir. Fonun uzun vadeli yatırımlarından zararlı zamanda çıkış yapılmasını önlemek için geri alım sınırlı süre ertelenebilir; payların yalnız fon sonunda iade edilmesi de kararlaştırılabilir. Nitelikli yatırımcılar arasındaki devir kurucu onayına bağlanabilir veya yasaklanabilir.

Girişim yatırımları en az hesap dönemi sonunda değerlendirilir. Kapalı nitelikteki fonlarda yatırım komitesinin uygun standarttaki raporu ve yönetim kurulu kararı kullanılabilir; diğer fonlarda yatırım tutarı ve dönemine göre Kurulca uygun görülen değerlendirme kuruluşundan rapor alınması gerekir. Fiziken saklanamayan ortaklık haklarının varlığını ve fona aidiyetini gösteren bilgi ve belgeler saklayıcı nezdinde tutulur. Yatırım ve çıkıştan önce gerekli belgeler saklayıcıya iletilir.

Girişim sermayesi yatırımı dışındaki portföy bölümü likidite ve risk yönetimine hizmet eder. Açığa satış, kredili menkul kıymet işlemi ve ödünç alma yasaktır. Türev araçlar yalnız döviz, faiz ve piyasa riskinden korunmak için kullanılabilir; açık pozisyon sınırlandırılır. Fon belirlenen oran dahilinde kredi veya faizsiz finansman kullanılabilir ve repo yapılabilir. Ücret, performans ücreti ve gider üst sınırı ihraç sözleşmesinde açıklanır; performans ücreti yatırımcıya önceden bildirilir ve saklayıcı tarafından kontrol edilir.

Yatırım, ilişkili kişiler, değerlendirme, olağanüstü durum ve finansal rapor bilgileri yatırımcılara ve gerekli yerlerde KAP'a açıklanır. Ticari sırlar korunabilse de fon belgeleri ve finansal raporlar erişilebilir tutulur. Fonun sonunda varlıklar nakde çevrilir veya belgelerde izin verilen yöntemle dağıtılır ve yatırım fonlarına ilişkin tasfiye hükümleri kıyasen uygulanır. Böylece GSYF, likit piyasa araçlarına odaklanan klasik fondan farklı olarak sabırlı sermaye, sözleşmeye dayalı yönetime katılım ve planlı çıkış mekanizması üzerine kurulur.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.8 · Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.3

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları: Şirket Yapısı, Portföy ve Yatırımcıya Açılma

KISACA

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı, girişim şirketlerine ve izin verilen diğer varlıklara yatırım yapmak üzere kurulan veya esas sözleşme değişikliğiyle dönüşen, kayıtlı sermaye sistemindeki anonim ortaklıktır. Fon modelinden farklı olarak tüzel kişiliği, yönetim kurulu, genel kurulu, özsermayesi ve ortaklık payları vardır. Girişim yatırımlarının aktif toplamındaki asgari ağırlığı korunur.

Ortaklık doğrudan veya özel amaçlı yapılar üzerinden girişim şirketine ortak olabilir; girişim şirketinin borçlanma araçlarını alabilir, karma borç ve sermaye finansmanı sağlayabilir ve belirli girişim fonu ya da ortaklıklarına yatırım yapabilir. Pay sahipliği sözleşmeleri şirket yönetimi, yatırımcı hakları ve çıkış yollarını düzenler. Portföy yönetimi veya danışmanlık dışarıdan alınsa da yönetim kurulunun sorumluluğu sürer.

GSYO payları halka arz edilebilir veya yalnız nitelikli yatırımcılara satılabilir. İki modelde lider sermayedar, pay devri, halka açıklık, portföy ve kamuyu aydınlatma şartları farklılaşır. Ortaklık amaç dışı teminat veremez; borçlanması, giderleri, ilişkili taraf yatırımları ve tek ihraççı riskleri sınırlandırılır. Kuruluş sonrası yatırım yapma ve payları yatırımcıya açma sürelerine uyulmaması, GSYO statüsünün kaybına kadar uzanan sonuçlar doğurur.

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı, büyüme potansiyeli taşıyan şirketlere sermaye ve yapılandırılmış finansman yöneltten, kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıktır. Başlangıçtan itibaren bu amaçla kurulabilir veya mevcut bir anonim ortaklık esas sözleşmesini değiştirerek GSYO'ya dönüşebilir. Portföyünde girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları, para piyasası işlemleri, mevduat ve katılma hesapları ile izin verilen diğer varlık ve haklar bulunabilir.

GSYO'nun tüzel kişiliği ve özsermayesi vardır. Yatırımcı, ayrı bir fon malvarlığının katılma payını değil, anonim ortaklığın payını edinir. Yönetim kurulu şirketi yönetir ve temsil eder; genel kurul ortaklık iradesini oluşturur. Girişim sermayesi yatırım fonunda kurucu ile fon malvarlığı arasındaki ilişki belirleyiciyken GSYO'da şirket organları, ortaklık sermayesi, kâr dağıtımı ve pay sahipliği hakları ön plandadır.

Kuruluş veya dönüşüm için ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminde olması, sermaye ve özsermaye şartlarını sağlaması, paylarının nakit karşılığı çıkarılıp tam ödenmesi, uygun esas sözleşme ve ticaret unvanına sahip olması gerekir. Kurucular, önemli ortaklar, yönetim kurulu üyeleri ve genel müdür mali güç, itibar, belirli suçlardan mahkûm olmama ve işlem yasağı bulunmaması gibi uygunluk ölçütlerine tabidir. Esas sözleşmedeki sonraki değişiklikler de Kurulun uygun görüşünü gerektirir.

Halka arz modelinde lider sermayedar kurumsal devamlılığın dayanağıdır. Yönetim kontrolünü sağlayan ve sermayede asgari payı bulunan lider sermayedarın mali yeterliliği ile faaliyet tecrübesi ayrıca incelenir. Gerçek kişi lider sermayedar için ilgili alanlarda deneyim ve malvarlığı; tüzel kişi lider

sermayedar için faaliyet geçmiş, bağımsız denetimli finansal tablolar, özsermaye ve aktif büyüklüğü koşulları aranır. Ortaklığın unvanında bir kişinin adı veya bağlantı izlenimi kullanılıyorsa o kişi lider sermayedar olmalıdır.

Kuruluş veya dönüşüm tamamlandıktan sonra ortaklık faaliyet için gerekli mekân, donanım, organizasyon, genel müdür ve personeli oluşturur. Girişim portföyünü yönetecek yeterli uzman bulunmalıdır. Para ve sermaye piyasası araçları belirli büyüklüğü aştığında bu bölüm lisanslı portföy yöneticileriyle şirket içinde yönetilir ya da yetkili portföy yönetim şirketinden hizmet alınır. Hizmet alımı, yönetim kurulunun portföy sınırları, raporlama ve kamuyu aydınlatma sorumluluğunu ortadan kaldırmaz.

Girişim şirketi Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak, büyüme potansiyeli ve kaynak ihtiyacı bulunan şirkettir. Ürün, yöntem, sistem, hizmet veya üretim tekniği geliştirme kapasitesine sahip olabilir ya da yönetim, teknik veya sermaye desteğiyle ticari hedeflerini gerçekleştirebilir. GSYO anonim ve limited şirketlere yatırım yapabilir; yatırım tarihinde limited olan şirket öngörülen sürede anonim şirkete dönüşmelidir. Bu dönüşümün takibi yönetim kurulunun sorumluluğundadır.

GSYO girişim şirketine sermaye artırım veya pay devriyle doğrudan ortak olabilir, uygun özel amaçlı şirketler ve yabancı kolektif yatırım yapıları üzerinden dolaylı yatırım yapabilir. Girişim şirketinin borçlanma araçlarını, diğer girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının araçlarını ve girişim sermayesi yatırım fonlarının paylarını edinebilir. Halka açık girişim şirketinin borsada işlem görmeyen payları ile gelişen işletmeler piyasasındaki şirket payları da şartları içinde yatırım alanına girer.

Borç ve sermaye finansmanının birleştiği yapılandırılmış finansman, GSYO'nun şirketi yalnız özkaynakla finanse etmesine alternatif sağlar. Tarafların hakları, vade, getiri ve paya dönüşüm koşulları yazılı sözleşmede belirlenir. Ortaklık hakkı sağlayan yatırımda GSYO ile girişim şirketinin yönetim kontrolüne sahip mevcut ortakları pay sahipliği sözleşmesi yapar. Şirket yönetimi, tarafların hak ve borçları, önalım, birlikte satış, satışa katılma, temettü ve çıkış seçenekleri bu sözleşmede düzenlenebilir.

GSYO portföyünün temel sınırı, girişim sermayesi yatırımlarının bireysel finansal tablodaki aktif toplamının en az yüzde elli birini oluşturmasıdır. KOBİ niteliğindeki girişim şirketlerine doğrudan yatırımlar belirli ağırlığı aşarsa oran daha düşük uygulanabilir. Tek ihraççının sermaye piyasası araçları, danışmanlık veya portföy yönetim şirketlerine iştirak, yabancı kolektif yatırım kuruluşları, halka açık girişim şirketleri, karma finansman ve mevduat için ayrı üst sınırlar vardır. Yönetim kontrolüne sahip ortaklar ile yöneticilerin kontrol ettiği şirketlere yatırım yasağı çıkar çatışmasını sınırlar.

Faaliyet alanı yalnız portföy yatırımıyla sınırlı değildir. Ortaklık portföyündeki girişim şirketlerinin yönetimine katılabilir ve onlara danışmanlık verebilir. Girişim sermayesi alanında uzman danışmanlık şirketlerine veya belirli portföy yönetim şirketlerine ortak olabilir. Buna karşılık üçüncü kişiler lehine teminat, kefalet, rehin veya ipotek veremez. KOBİ niteliğindeki portföy şirketleri ve yatırım finansmanı için verilen pay teminatları gibi açıkça sayılan istisnalar bu genel yasağın dışındadır.

GSYO portföy şirketine örtülü kazanç aktarımı yasağına aykırı olmamak üzere kısa vadeli işletme sermayesi finansmanı sağlayabilir; ancak bu kaynak girişim sermayesi yatırımı sayılmaz. Portföyünü

döviz, faiz ve piyasa riskinden korumak için türev işlemlere taraf olabilir. Borçlanma da vadeye göre sınırlandırılır: kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlar, bağımsız denetimli özsermayeye bağlı farklı tavanlara tabidir. Amaç kaldıraçla girişim yatırımı riskinin sınırsız büyütülmesini önlemektir.

Halka arzı seçen GSYO, kuruluş veya dönüşüm tescilinden sonra belirlenen süre içinde en az bir girişim yatırımı yapar, portföyünü Tebliğe uygun oluşturur ve çıkarılmış sermayesinin asgari bölümünü halka arz etmek üzere Kurula başvurur. Halka açıldıktan sonra asgari halka açıklık sürekli korunur ve paylar borsaya kote edilir. Lider sermayedarın yönetim kontrolünü sağlayan belirli payları halka arzı izleyen kilitlenme süresinde devredilemez.

Alternatif modelde paylar yalnız nitelikli yatırımcılara satılır. Bu ortaklıklarda lider sermayedar zorunlu değildir; payların tamamı nama yazılı ve MKK nezdinde kaydedilir. Paylar satıştan sonra da yalnız nitelikli yatırımcılara devredilebilir ve bu niteliği taşımayan kişiye yapılan devir pay defterine kaydedilmez. Bu model bazı portföy, ara dönem denetimi, gider ve kamuyu aydınlatma kurallarında esneklik sağlar; buna karşılık yatırımcı çevresi kapalı tutulur.

Her iki satış modelinde de ortaklık kuruluş veya dönüşüm sonrasında en az bir girişim yatırımı yapma ve paylarını öngörülen sürede yatırımcıya açma yükümlülüğüne uyar. Süresinde başvurmayan veya şartları sağlayamadığı için başvurusu onaylanmayan ortaklığın GSYO olarak faaliyet hakkı sona erer. Esas sözleşmesini statü dışına çıkacak biçimde değiştirmemesi, Türk Ticaret Kanunu uyarınca sona ermiş sayılmasına kadar gidebilir.

Pay devirleri ortaklığın kontrolü ve yatırımcı niteliği bakımından izlenir. Halka arz veya nitelikli yatırımcıya satış öncesinde belirli oranın üzerindeki paylar ile imtiyazlı payların devri Kurul iznine tabidir. Sonraki dönemde yönetim kontrolünü sağlayan imtiyazlı payların devri yine izne bağlıdır. Yeni kontrol sahibinin kurucularda aranan uygunluk şartlarını sağlaması gerekir. Kurallara aykırı devir pay defterine kaydedilemez ve yapılan kayıt hükümsüzdür.

Girişim yatırımları, değerlendirme raporları, önemli sözleşmeler, portföy yönetimi ve danışmanlık kararları, büyük aktif değişiklikleri ve ilişkili taraf ücretleri belirlenen sürelerde Kurula veya KAP'a açıklanır. Finansal tablolarda portföy sınırları, borç sınırı ve gider oranı ayrıca gösterilir. Para ve sermaye piyasası araçları saklama sözleşmesiyle Takasbank'ta saklanır. Borsada işlem gören GSYO statüden çıkmak isterse belirli pay sahiplerine pay alım teklifi ve ayrıntılı yönetim kurulu raporu gibi ek korumalar uygulanır.

Bu yapı, girişim sermayesi yatırımı anonim ortaklık disipliniyle birleştirir. GSYO yatırım yaptığı şirketin büyümesine yönetim ve finansman desteği sağlayabilir; fakat ortaklarının parasını amaç dışı teminat, aşırı borç veya ilişkili taraf aktarımıyla riske atamaz. Halka arz veya nitelikli yatırımcı modeli seçimine göre değişen kurallar, yatırımcı kitlesinin niteliğiyle kamuyu aydınlatma ve kurumsal yönetim yoğunluğunu dengeler.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.5.1 • TSPB Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları

TSPB Meslek Kuralları: Kurumsal Davranış, Müşteri Güveni ve Piyasa Disiplini

KISACA

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, yatırım hizmeti sunmaya yetkili kuruluşlar ile Kurulca uygun görülen sermaye piyasası kurumlarının üye olduğu kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşudur. Birlik Meslek Kuralları, üye kurumların birbirleriyle, müşterileriyle, çalışanlarıyla ve kamu kurumlarıyla ilişkilerinde güveni ve meslek disiplinini koruyan kurumsal davranış düzenidir. Kurallar; dürüst ve adil davranma, bağımsızlık ve tarafsızlık, mesleki özen, saydamlık, kaynakların etkin kullanımı, rekabet ile toplumsal yararı gözetilmesi ve suç gelirleriyle mücadele ilkelerine dayanır.

Müşteri ilişkisinde kurum, müşteriye tanır ve bilgileri güncel tutar; talimatları açık sözleşme sınırları içinde uygular; ücretleri, riskleri ve yükümlülükleri doğru açıklar; müşteri menfaatini gözetir, sırları korur ve çıkar çatışmasını önleyemiyorsa açıklar. Reklamda getiri garantisi ve “en iyi” gibi yanıltıcı üstünlük iddiaları kullanılamaz. Diğer üyelerle ilişkide haksız rekabetten, kamuya açıklanmamış bilgiyle işlemekten ve piyasa bozucu davranışlardan kaçınılır. Çalışanların lisans ve yeterliliği gözetilir; müşteriyle kişisel borç, kefalet veya yetkisiz vekâlet ilişkisine girmeleri engellenir. Kurum kendi etik kurallarını belirler, çalışanlarından bunlara uyacağına dair taahhüt alır ve denetim amacıyla istenen kayıtları doğru, eksiksiz ve zamanında iletir. Bu yapı, etik yükümlülüğü tek tek çalışanların iyi niyetine bırakmayıp kurumun politika, kontrol ve ilişki yönetimine yerleştirir.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurumların mesleki çatısıdır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37'nci maddesi uyarınca yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmaya yetkili kuruluşlar ile Kurulca uygun görülen diğer sermaye piyasası kurumlarının üye olduğu kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşu olması, Birliği gönüllü bir sektör derneğinden ayırır. Yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmaya yetkili kuruluşlar, payları borsada işlem gören yatırım ortaklıkları ve Kurulca uygun görülen diğer sermaye piyasası kurumları Birliğe üyedir. Aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim şirketleri ile menkul kıymet, girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları bu yapının içindedir. Üyeler Birlik Statüsüne ve Birlik kararlarına uymakla yükümlüdür.

Birliğin amacı yalnızca üyelerin ortak ihtiyaçlarını karşılamak değildir. Sermaye piyasasının gelişmesine katkı sağlamak, üyeler ile yatırımcılar arasındaki ilişkide dürüstlük ve güveni yerleştirmek, meslek ahlakını ve disiplinini korumak, üyeler arasındaki dayanışmayı güçlendirmek ve haksız rekabeti önlemek de bu amacın parçalarıdır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 74'üncü maddesi Birliğe meslek kurallarını oluşturma görevi verir. Birlik Yönetim Kurulunca hazırlanan kurallar Genel Kurulun onayıyla yürürlüğe girer. Üyeler, kuralların geliştirilmesi veya değiştirilmesi için her zaman öneride bulunabilir. Bu nedenle Meslek Kuralları hem bağlayıcı hem de piyasanın gelişimine göre güncellenebilir bir öz düzenleme alanıdır.

Meslek Kurallarının kime yöneldiği doğru belirlenmelidir. Buradaki yükümlü, TSPB üyesi kurumdur. Kurum, faaliyetini ve organizasyonunu kurallara uygun biçimde kurmak; çalışanlarının davranışını

politika, eğitim ve iç kontrol yoluyla gözetmek zorundadır. Sermaye piyasası çalışanlarının bireysel etik ilkeleri bu kurumsal çerçeveye bağlantılı olmakla birlikte ayrı bir düzenlemedir. Başka bir ifadeyle Meslek Kuralları kurumun piyasadaki duruşunu, çalışanlara ilişkin etik metin ise kişinin mesleki kararını düzenler.

Üyelerin bütün faaliyetlerine yön veren yedi genel ilke vardır. Dürüst ve adil davranma ilkesi, müşteri çıkarı ile piyasa bütünlüğünün birlikte gözetilmesini ve güveni zedeleyici hareketlerden kaçınılmasını gerektirir. Bağımsızlık ve tarafsızlık, kurumun kendisinin veya başkalarının kararını gölgeleyecek teklif ve taleplerde bulunmamasını, aynı koşuldaki müşterilere eşit davranmasını ifade eder. Mesleki özen ve titizlik, yalnızca hata yapmamaya çalışmak değil, faaliyet için gerekli teknik birikimi sağlamak, gelişmeleri izlemek ve basiretli davranmaktır. Saydamlık, ilgili taraflar ile yetkili kurumların tam, doğru, hızlı ve eşit biçimde bilgilendirilmesidir. Kaynakları etkin kullanma ilkesi, işletmenin devamı ve müşteri haklarının korunması için maddi, teknolojik ve beşeri altyapının verimli kurulmasını ister. Rekabet ve toplumsal yararı gözetme, ticari amaçların haksız rekabete dönüşmemesini, toplumsal fayda ve çevreye saygıyla birlikte ele alınmasını gerektirir. Suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerinin aklanmasıyla mücadele ise şüpheli işlemleri belirleyecek önlemleri, yetkili kurumlarla işbirliğini ve çalışan eğitimini kurumun sorumluluğuna verir.

Bu genel ilkeler en ayrıntılı biçimde müşteri ilişkilerinde görünür. İlişkinin başlangıcında müşteri tanınır; kimlik bilgileri alınır, faaliyet yazılı sözleşmeye bağlanır, mali durum, yatırım amacı, yatırım süresi, risk ve getiri tercihleri öğrenilir ve standart testlerle değerlendirilir. Bilgiler bir defa alınıp bırakılmaz, güncel tutulur. Ürün veya hizmetin müşteriye uygun olmadığı sonucuna ulaşırsa müşteri uyarılır. Müşteri gerekli bilgileri vermek istemez, eksik veya güncel olmayan bilgi sunarsa hangi ürünün uygun olduğunun belirlenemediği açıkça bildirilir. Böylece uygunluk değerlendirmesi, satış işlemini kolaylaştıran bir formalite değil müşteri zararını önleyen sürekli bir süreç hâline gelir.

Müşteri talimatı, çerçeve sözleşmenin sınırları içinde, açık ve anlaşılır biçimde alınır. Kurum; müşterinin genel yatırım tercihini, portföy durumunu, ihtiyacını ve test sonucunu dikkate alarak talimata uyar. Müşteriye ait nakit ve sermaye piyasası araçları üzerinde yetkisi olmaksızın kendisi veya başkası lehine tasarrufta bulunamaz. Bu yasak, kurumun müşteri varlığı üzerindeki fiilî erişiminin mülkiyet yetkisine dönüşmesini engeller.

Bilgi verme yükümlülüğü hizmetten önce başlar ve hizmet boyunca sürer. Sunulan hizmetin niteliği, sermaye piyasası araçları, muhtemel riskler, saklama düzeni, yatırımcı koruma mekanizmaları, ücret, komisyon, masraf, karşılıklı yükümlülükler ve ihlal hâlindeki sonuçlar doğru, eksiksiz ve zamanında anlatılır. Yatırım kararını etkileyen açıklamalar güvenilir belge, rapor ve analizlere dayanmalı; kesin bilgi ile yorum birbirinden ayrılmalı ve bilgi kaynakları gösterilmelidir. Kamuya açık olmayan bir bilgiye erişen kurum herhangi bir yatırımcıya ayrıcalık sağlayamaz. Faaliyetin işleyişini etkileyen önemli bir değişiklik ortaya çıktığında müşteri en kısa sürede bilgilendirilir.

Müşteri menfaatinin korunması, sözleşme dilinden teknolojik altyapıya kadar uzanır. Sözleşmeye müşterinin hakkını zedeleyen veya iyi niyete aykırı hükümler konulamaz. Kurum müşterinin piyasa bilgisizliğinden yararlanarak onun kararını kendi kazancı yönünde etkileyemez. Tarifeye bağlanmış

ücret ve komisyonların üzerinde tahsilat yapılamaz. Elektronik işlem ortamları dâhil her hizmet kanalında işlem güvenliği ve müşteri mağduriyetini önleyecek teknik ve hukuki önlemler alınır. Bu yaklaşım, sadakat borcunu yalnızca temsilcinin davranışında değil ürün tasarımında, sözleşmede ve sistem güvenliğinde de arar.

Çıkar çatışması üye ile müşteri arasında veya iki müşteri arasında doğabilir. Kurum önce çatışmayı önlemek için gereken organizasyonu kurar. Önleme mümkün değilse müşteri menfaati öncelenir ve çatışmanın varlığı müşteriye bildirilir. İki müşteri arasındaki çatışmada ise her ikisine adil ve tarafsız davranılır. Sır saklama yükümlülüğü, müşterinin kimlik bilgileri ile faaliyet sırasında öğrenilen bütün bilgileri kapsar. Bu bilgiler yalnızca kanunen yetkili mercilere açıklanabilir; kurum veya üçüncü kişi lehine kullanılamaz.

İlan, reklam ve promosyonlarda dürüstlük kuralı özel görünüm kazanır. Açıklamalar müşteriye aldatamaz, bilgi veya deneyim eksikliğini istismar edemez. “En iyi”, “en güvenilir”, “en sağlam” veya “en çok kazandıran” gibi öznel üstünlük iddiaları haksız rekabet doğurabileceği için kullanılamaz. Mutlak getiri ya da zarara karşı garanti verilemez. Başka bir üyenin itibarı veya ürünü kötülenemez; bir kurumun diğerinden daha güvenli olduğu izlenimi yaratılamaz. Ekonomik veya sektörel sayısal veriler yetkili makamlarca yayımlanmış ya da onaylanmış olmalı, diğer verilerin kaynağı belirtilmelidir. Promosyon maliyeti müşteriye yansıtılamaz, kampanya döneminde komisyon müşterinin aleyhine değiştirilemez ve gerçekçi olmayan hedeflerle yatırımcı yönlendirilemez. Şikâyetler cevaplanmakla kalmaz; nedenleri araştırılır, haklı şikâyetin tekrarlanmasını önleyecek düzeltme yapılır ve çalışanlar bilgilendirilir.

Diğer üyelerle ilişkilerde dayanışma ve rekabet birlikte yürütülür. Üyeler finansal suçların önlenmesi ve piyasanın gelişmesi için işbirliği yapar; sır niteliğinde olmayan verileri Birlik bünyesindeki bilgi çalışmalarına zamanında ve anlaşılır biçimde sağlar. Buna karşılık müşteri kazanmak amacıyla başka üyelerin mali gücü, hizmeti veya itibarı hakkında yanlış ve kötüleyici beyanda bulunamaz. Kamuya açıklanmamış bilgiyi kendisi veya müşterisi için kullanamaz, piyasa dolandırıcılığına veya piyasa bozucu eylemlere katılamaz ve öngörebileceği bu tür işlemlere imkân tanıyamaz. Ücret tarifeleri basiretli tacir ölçüsüyle belirlenir ve sözleşmede kararlaştırıldan farklı tahsilat yapılamaz.

Personel politikası da haksız rekabetin bir parçasıdır. Bir üyenin faaliyetini kesintiye uğratacak biçimde ekip hâlinde çalışan transferi yapılmaz. Yeni işe alınan kişinin önceki kurumunun müşterileriyle hizmet sunmak amacıyla bağlantı kurması en az bir ay boyunca engellenir. Bu süre, çalışanın önceki kurumdaki ilişkilerini yeni kurum lehine hemen kullanmasını önleyen bir rekabet ve sadakat tedbiridir.

Üye, kendi çalışanlarının bilgi, sorumluluk ve mesleki yeterliliğini gözetir. Mevzuatın gerektirdiği lisansın bulunması, etik ilkelere uyulması ve görevin gerektirdiği eğitim ile deneyimin sağlanması mesleki yeterliliğin unsurlarıdır. Kurum iç kontrol sistemini kurar, işe alınacak kişi hakkında yetkili sicil kuruluşundan bilgi alır, çalışanlara gerekli araçları ve eğitim fırsatlarını sağlar. Kariyer değerlendirmesinde yalnızca satış veya gelir başarısı değil, Meslek Kurallarına bağlılık da ölçüt olur.

Çalışan ile müşteri arasındaki kişisel ilişkiler belirli sınırlarla korunur. Çalışan, kurumun bilgisi dâhilinde dahi birinci derece akrabaları dışında müşteriyle borç, alacak, kefalet veya müşterek hesap ilişkisine giremez; teamülün üzerindeki hediye kabul edemez, görevini kişisel çıkar için kullanamaz ve portföy yönetimi faaliyeti dışında geniş vekâlet alarak müşteri adına işlem yapamaz. Kurum, çalışanların kendi nam ve hesaplarına yaptıkları işlemleri ve kuruma borçlanmalarını düzenler; bu kurallar çalışana ayrıcalık tanıyamaz. Başka bir üyenin çalışanının hesap açtığı öğrenilirse, hesabın açıldığı zaman da belirtilerek ilgili üye en fazla bir hafta içinde yazılı olarak bilgilendirilir. Buradaki bir haftalık bildirim süresi ile personel transferindeki en az bir aylık temas engelinin farklı amaçlara hizmet ettiği unutulmamalıdır.

Her üye, mevzuata ve Birlik kurallarına aykırı olmamak üzere kendi faaliyet yapısına uygun kurum içi etik kurallar oluşturur ve gerektiğinde günceller. Çalışanlardan bu kuralları okuyup anladıklarına ve görev boyunca uyacaklarına ilişkin imzalı taahhüt alınır. Birlik, kurum içi metinlerde bulunması gereken asgari hükümleri belirler; üye de uyumu denetler. Birlik ve kamu kurumlarıyla ilişkide dürüstlük ve saydamlık esastır. Denetim veya kontrol amacıyla istenen bilgi, belge ve kayıtlar doğru, eksiksiz ve zamanında teslim edilir, yetkili personelin çalışması kolaylaştırılır.

Kurallara aykırılığın kurumsal sonucu disiplin yaptırımıdır. Fiilin niteliğine ve ağırlığına göre uyarı, kınama, idari para cezası, geçici çıkarma veya sürekli çıkarma uygulanabilir. Yaptırım düzeni, Meslek Kurallarının yalnızca tavsiye niteliğinde bir etik metin olmadığını gösterir. Kuralların ortak mantığı, güvenin tek bir iyi niyet beyanı ile korunamayacağıdır. Müşteriyi tanıyan süreç, açık talimat, doğru bilgi, sır saklama, çıkar çatışması yönetimi, adil rekabet, çalışan kontrolü ve kamu otoriteleriyle saydam ilişki birlikte işletildiğinde üye kurumun davranışı piyasanın güven ve itibarını destekleyen kurumsal bir düzene dönüşür.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.5.2 · Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları

Sermaye Piyasası Çalışanının Etik Pusulası: İlkeler, Çatışmalar ve Mesleki Karar

KISACA

Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları, kısa adıyla SPEK, teknik mevzuatın cevap vermediği veya birden çok menfaatin çatıştığı durumlarda çalışana karar ölçüsü sunar. Etik ilkeler, meslek mensubunun nasıl bir duruş taşıması gerektiğini belirleyen soyut değerlerdir; davranış kuralları ise bu değerleri günlük işlemlerde uygulanabilir yükümlülüklerle dönüştürür. Altı etik ilke; temel ilke, bağımsızlık-dürüstlük-adillik, özen ve titizlik, sürekli gelişim, sır saklama ve etik düşünmedir. Davranış düzeni yedi ana alana yayılır. Mesleki uzmanlık, mevzuatı görevin gerektirdiği ölçüde bilmeyi, daha katı düzenlemeyi uygulamayı, bağımsızlığı korumayı ve gerçeğe aykırı gösterimden kaçınmayı gerektirir. Piyasanın dürüst işleyişi bakımından içsel bilgi kullanımı ile piyasa dolandırıcılığı suç; piyasa bozucu eylemler ise idari yaptırıma bağlı davranışlardır. Müşteriye karşı sadakat, sağduyu ve özen; adil davranma, uygunluk, doğru performans sunumu ve gizlilikle tamamlanır. İşverene sadakat, yalnızca mevzuata ve etiğe uygun talimatlar için geçerlidir. Hizmetler yeterli araştırmaya dayanmalı, riskler açık anlatılmalı ve karar gerekçeleri kaydedilmelidir. Çıkar çatışması mümkünse önlenir; önlenemiyorsa açık ve fark edilir biçimde bildirilir. İşlem önceliği müşteriye, sonra işverene, en son çalışanın kendisine aittir. SPEK'in bütünü, çalışanı yalnızca yasa ihlalinin kaçınmaya değil, müşterinin ve piyasanın güvenliğini koruyacak bağımsız mesleki kanaati oluşturmaya yönelir.

Sermaye piyasasında çalışan kişi, yalnızca bir ürün satan veya emir ileten görevli değildir. Müşterinin tasarrufuna, piyasanın bilgi akışına ve yatırım kararlarının oluşmasına doğrudan etki eder. Bu nedenle teknik yeterlilik tek başına güven yaratmaya yetmez. Bir davranış mevzuatta açıkça yasaklanmamış olsa bile müşteriye zarar verebilir, piyasa hakkında yanlış izlenim oluşturabilir veya mesleğin itibarını zedeleyebilir. Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları, bu boşluğu doldurur ve çalışanın karşılaştığı durumda bağımsız bir mesleki kanaat kurmasına yardımcı olur. Düzenleme kısa adıyla SPEK olarak anılır.

Altı etik ilkenin ilki temel ilkedir. Çalışan; kamuoyu, müşteri, işveren, çalışma arkadaşları ve piyasanın diğer katılımcılarıyla ilişkisinde bağımsız, dürüst, adil, yetkin, özenli, güncel bilgiye dayalı, saygılı ve etik hareket eder. İkinci ilke bağımsızlık, dürüstlük ve adilliktir. Müşterinin ve sermaye piyasasının çıkarı kişisel çıkarın üstünde tutulur; bilgi açık, doğru ve anlaşılır verilir, hizmet zamanında ve eksiksiz sunulur, aynı koşuldaki müşteriler arasında ayırım yapılmaz. Üçüncü ilke özen ve titizliktir; ölçü, dikkatli ve basiretli bir kişinin aynı koşullarda göstereceği gayrettir. Dördüncü ilke sürekli gelişimdir; piyasanın değişimi karşısında bilgi ve becerilerin güncel tutulmasını ister. Beşinci ilke sır saklamadır; kurum ve müşteri hakkında öğrenilen sırlar açıklanamaz veya bir başkasının menfaatine kullanılamaz. Altıncı ilke etik düşünmedir; çalışan mevzuatı ve kurumsal değerleri değerlendirerek özgür iradesine dayalı bağımsız kanaat oluşturur ve çevresini de mesleğin saygınlığına uygun davranmaya teşvik eder.

Davranış kurallarının ilk alanı mesleki uzmanlıktır. Çalışandan bütün mevzuatın akademik uzmanı olması beklenmez; fakat sunduğu faaliyeti tam ve yetkin biçimde gerçekleştirecek ölçüde Türk mevzuatını, varsa hizmet verdiği ülkenin kurallarını ve kurum içi düzenlemeleri bilmesi gerekir. Düzenlemeler çelişiyorsa daha katı olan uygulanır. Bir işlem Türk veya yabancı hukukta açıkça yasaklanmamış olsa bile piyasa güvenine ya da yatırımcı çıkarına zarar verecekse etik değerlendirme sonucunda yapılmamalıdır. Aykırılık fark edildiğinde ilgililer uyarılır; işlem sürerse çalışan eylemle ilişkisini keser ve gerektiğinde yetkili kurumlara bildirimde bulunur. Uygulama konusunda tereddüt doğduğunda uyum veya hukuk biriminden destek alınır.

Bağımsızlık ve tarafsızlık, çalışanın kanaatini kişisel menfaatten ve dış baskıdan korur. Komisyon gelirini artırma hedefi ile müşteriye gereksiz işlem yaptırmama sorumluluğu, grup şirketinin ürününü destekleme isteği ile portföye sadakat, derecelendirme ücretini ödeyen şirketin beklentisi ile tarafsız not verme görevi sık karşılaşılan çatışmalardır. Lüks eğlence, pahalı bilet, iş yönlendirme veya halka arzda öncelik gibi menfaatler kararın bağımsızlığını zedeleyebilir. Mütevazı bir hediyenin kabul edilebilir olması ihtimali bulunsa da güvenli yaklaşım, bağımsızlığı tehdit edebilecek teklifi reddetmektir. Hizmet sonucuna bağlı bir menfaat vaat edilmişse işlem den önce işveren bilgilendirilir; bu mümkün değilse menfaat ilk fırsatta açıklanır. İş ziyareti için zorunlu ve makul seyahat gideri ile çalışanın tavsiyesini etkilemeyi amaçlayan ödül aynı şekilde değerlendirilmez; olayın amacı, ölçüsü ve karar üzerindeki etkisi birlikte ele alınır.

Gerçekdışı gösterim, yalnızca açıkça yalan söylemekten ibaret değildir. Önemli bir veriyi gizlemek, yanlış izlenim yaratmak, bir modelin sınırlılıklarını açıklamamak, başkasının çalışmasını kendisininmiş gibi sunmak veya yetkisi bulunmayan bir hizmeti sunabileceğini söylemek de bu kapsamdadır. Başkasına ait veri ve rapor kullanıldığında özgün kaynak belirtilmelidir; aksi davranış hem müşterinin çalışanın yetkinliği hakkında yanıltılmasına hem de fikrî hak ihlaline yol açabilir. Modellerin bütün değişkenleri kapsayamayacağı ve zarar ihtimali taşıdığı açıkça anlatılır. Belirli bir getiri oranı garanti edilemez. Mesleki uzmanlığa uygun olmayan davranış kuralı ise mevzuat ihlali bulunmasa dahi hile, sahtekârlık, aldatma veya mesleki güvenilirliği zedeleyen davranışları kapsar.

İkinci ana alan piyasanın dürüst işleyişidir. İçsel bilgi, sermaye piyasası aracının değerini, fiyatını veya yatırımcı kararını etkileyebilecek ve henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ya da gelişmedir. Çalışan bu bilgiyle işlem yapamaz, işlem yapana yardım edemez ve ihlali önleyecek tedbirleri alır. Bilginin içsel niteliğinde içeriği, kaynağın güvenilirliği, fiyat üzerindeki olası etkisi ve kamuya yayılma durumu birlikte değerlendirilir. Kapalı bir yatırımcı toplantısında sınırlı kişilere verilen bilgi, bütün piyasa erişebilir hâle gelmedikçe kamuya açıklanmış sayılmaz. Buna karşılık kamu verileri, şirket açıklamaları ve sektör bilgileri üzerinde çalışanın kendi analiziyle ulaştığı öngörü içsel bilgi değildir; yine de analizin dayanakları olası ihtilaflar için saklanmalıdır. Bilgi kullanıldıktan sonra fiyatın gerçekten değişmemesi ihlali ortadan kaldırmaz; önemli olan bilginin etkileyebilecek nitelikte olmasıdır.

Piyasa dolandırıcılığı işlem veya bilgi yoluyla piyasa görünümünü bozmayı amaçlayan ve Kanunda suç olarak tanımlanan eylemdir. Çalışan böyle bir işleme katılamaz, yardım edemez ve şüphe duyduğu kişileri Kurula bildirir. Piyasa bozucu eylemler ise hapis cezasını gerektiren suç düzeyine ulaşmasa da

piyasanın güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozan, idari yaptırıma bağlı davranışlardır. Emir ekranına ekonomik gerekçesi olmayan çok küçük emirler girerek canlılık izlenimi yaratmak, müşteri emrinden önce kendi hesabına işlem yapmak veya kişisel pozisyonunu desteklemek için yanıltıcı iletişim kurmak bu grupta düşünülebilir. İçsel bilgiyi işlemde kullanmadan yetkisiz kişiye açıklamak da piyasa bozucu eylem oluşturabilir. Bu nedenle içsel bilgi kullanımı, piyasa dolandırıcılığı ve piyasa bozucu eylem kavramları yaptırım niteliği ve davranış biçimi bakımından birbirinden ayrılmalıdır.

Üçüncü alan müşterilere karşı görevlerdir. Sadakat, sağduyu ve özen kuralı, müşterinin çıkarını işverenin ve çalışanın çıkarının önüne koyar. Ölçü, aynı işlem çalışanın kendi hesabına yapılacak olsaydı göstereceği dikkat ve özenin müşteri için de gösterilip gösterilmediğidir. Müşteri önce tanınır ve genel ya da profesyonel müşteri olarak sınıflandırılır; risk-getiri tercihi, mali gücü, deneyimi, yatırım süresi ve kısıtları belirlenir. Bu profil yaşayan bir yapıdır. Miras, gelir değişikliği veya yatırım deneyimindeki gelişme gibi yeni durumlar testin ve sunulan hizmetin güncellenmesini gerektirir. Emir gerçekleştirilirken en düşük fiyat değil; fiyat, maliyet, hız, takas, saklama, karşı taraf ve müşterinin talimatı birlikte değerlendirilerek onun için en uygun sonuç aranır.

Adil davranmak bütün müşterilere tamamen aynı hizmeti vermek demek değildir. Müşteri büyüklüğü veya hizmet maliyeti nedeniyle farklı hizmet seviyeleri bulunabilir. Etik ölçü, aynı nitelik ve nicelikteki müşterilere aynı koşulların uygulanmasıdır. Araştırma sonucunu resmî dağıtımdan önce sevilen bir müşteriyle paylaşmak, yoğun talep gören bir ihraçta yakın müşterilere veya çalışanın kendi hesabına öncelik vermek adil davranma kuralıyla bağdaşmaz. Müşterinin bu bilgiyi kullanıp kullanmaması veya sonuçta zarar doğmaması, davranışın niteliğini değiştirmez.

Uygunluk kuralında standart test başlangıç noktasıdır, fakat mekanik bir form değildir. Müşterinin söylediği risk isteği ile geçmiş davranışı, mali kapasitesi, bilgi düzeyi ve yatırım hedefi birbiriyle tutarlı olmayabilir. Ürün uygun değilse müşteri yazılı olarak uyarılır ve o ürüne ilişkin bire bir genel yatırım tavsiyesi verilmez. Uyarıya rağmen müşteri işlemi isterse bazı hizmetlerde kurum hizmet verip vermemekte serbest olabilir; portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığında ise test sonucuna aykırı hizmet sunulamaz. Performans bilgisi tam, anlaşılır ve uygun göstergeyle karşılaştırmalı sunulur; geçmiş getiri gelecek başarı taahhüdü gibi gösterilemez, gerçek veri ile modele dayalı tahmin ayrılır.

Gizliliğin korunması, müşteri ilişkisinin sona ermesinden sonra da sürer. Müşteri bilgisi, yasa dışı eylemle ilgili olması, mevzuatın açıklamayı zorunlu tutması veya müşterinin izin vermesi gibi istisnalar dışında saklı tutulur. Müşteri rıza verse bile paylaşım kişilik haklarını veya müşteri çıkarını zedeleyecekse çalışan etik değerlendirmeye bilgiyi açıklamamayı seçebilir. Bilginin iyi niyetli bir sosyal amaç için kullanılması gizlilik ihlalinin meşrulaştırmaz. Müşterinin büyük satış emrini öğrenip önce kişisel portföyde satış yapmak, hem gizli bilgiden yararlanma hem de piyasa bozucu eylem niteliği taşıyabilir. Buna karşılık suç gelirleri veya şüpheli işlem bildirimleri gizlilik yükümlülüğünün mevzuattan doğan istisnasıdır.

Dördüncü alan işverene karşı görevlerdir. Çalışan görevini bizzat ve özenle yapar, kurum varlıklarını ve itibarını korur, mevzuata ve genel ahlaka uygun kurum içi düzenleme ile talimatlara uyar. İşverene sadakat, müşteri çıkarının ve piyasa güveninin önüne geçmez. Kurum açıkça mevzuata aykırı bir işlemde ısrar ediyorsa talimata karşı çıkmak, ihlalin kanıtlarını korumak veya yetkili kuruma bildirim

yapmak sadakat ihlali sayılmaz. İş ilişkisinin bitiminde ticari sır, müşteri listesi, yazılım veya veri tabanının yeni işyerinde kullanılması da sadakat ve mülkiyet haklarına aykırıdır. Üçüncü kişiden sağlanan menfaat önceden işverene bildirilip yazılı izinle kabul edilir; yönetici de gözetimi altındaki kişilerin uyumu için makul kontrol süreçlerini kurar.

Beşinci alan sermaye piyasası faaliyetlerinin sunumudur. Her analiz, tavsiye ve işlem yeterli araştırma ile makul gerekçeye dayanmalı; sunum doğru, tutarlı, kapsamlı ve özgün olmalıdır. Üçüncü taraf çalışması kullanılıyorsa kaynağın kimliği, güvenilirliği, varsayımları, güncelliği, tarafsızlığı ve bağımsızlığı sorgulanır. Çalışan anlamadığı bir modeli müşteriye kesin sonuç üreten bir araç gibi aktaramaz. İletişimde temel değişkenler, önemli kısıtlar ve riskler açık anlatılır; müşterinin tercihinin etki edecek değişiklik en kısa sürede bildirilir. Kararın dayanağı olan analiz, model, sunum ve görüşme notları makul süreyle kaydedilip saklanır.

Altıncı alan çıkar çatışmasıdır. Sermaye piyasasında çatışmanın hiç doğmaması gerçekçi değildir; esas olan çatışmayı tanımak, mümkünse önlemek ve önlenemiyorsa tam, açık, anlaşılır, kalıcı ve fark edilir biçimde müşteriye ve işverene bildirmektir. Çalışanın tavsiye ettiği araçta kişisel pozisyonunun bulunması, ihraca aracılık gelirin ürünün pazarlanmasını etkilemesi, kurumun müşteri karşısında kendi portföyünden işlem yapması, değerlendirme ücretinin değerlendirilen kişiden alınması, araştırma sonucunun kurumun ticari ilişkisiyle çatışması veya müşteriye gereksiz işlem yaptırmanın çalışana prim kazandırması tipik örneklerdir.

Çıkar çatışmasında işlem önceliği nettir: önce müşterinin, sonra işverenin işlemi, en son çalışanın kişisel işlemi gelir. Çalışanın kişisel portföy tutması başlı başına yasak değildir; fakat elindeki bilgiyi kullanarak müşteri veya işverenden önce davranması etik değildir. Üçüncü taraflardan sağlanan veya onlara ödenen komisyon, iskonto, ücretsiz hizmet ya da benzeri çıkarlar da işverene ve müşteriye açıklanır. Açıklama, hizmetin gerçek maliyetinin ve çalışanın kararını etkileyebilecek bağların değerlendirilmesini sağlar.

Yedinci alan mesleğe karşı sorumluluktur ve bütün kuralları ortak bir sonuca bağlar. Düzenlemeler, kurumlar ve ürünler ne kadar gelişmiş olursa olsun onları uygulayan çalışan doğru bilgiye, bağımsız kanaate ve etik duruşa sahip değilse piyasanın etkin ve güvenilir işlemesi mümkün değildir. SPEK bu nedenle yalnızca hangi davranışın yasak olduğunu gösteren bir ceza listesi değildir. Çalışana, mevzuatın sustuğu yerde bile müşterinin hakkını, işverenle sadakat ilişkisini, kendi çıkarını ve piyasanın uzun vadeli itibarını birlikte tartacak bir karar yöntemi sunar. Bu yöntemin değişmeyen sonucu, müşteri ve piyasa güveninin kişisel kazancın önünde tutulmasıdır.

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, anonim ortaklık sermayesinin belirli bir bölümünü temsil eder ve sahibine yalnız ekonomik getiri beklentisi değil, ortaklık ilişkisine bağlı yönetsel ve koruyucu haklar da verir. Pay sahibinin kazancı önceden taahhüt edilmiş değildir; kâr payı, tasfiye bakiyesine katılma ve payın değer kazanması başlıca ekonomik sonuçlardır. Buna karşılık yatırımcı, ortaklığın faaliyet ve piyasa riskini taşır; sorumluluğu kural olarak taahhüt ettiği sermaye ile sınırlıdır. Pay benzeri menkul kıymetler ise sermayede temsil edilmeleri zorunlu olmaksızın sabit getiri taahhüdü taşımayan ve pay sahipliği haklarından birini veya birkaçını sağlayan araçlardır.

VII-128.1 sayılı Pay Tebliği, payların halka arzı ve halka arz edilmeksizin satışı, sermaye artırımı ve azaltımı ile paylara bağlı kamuyu aydınlatma ve satış süreçlerini düzenler. İlk halka arz, mevcut ortak paylarının satışı, sermaye artırımı veya iki yöntemin birlikte kullanılmasıyla yapılabilir. Sermaye artırımı yolunda fon ortaklığa girerken mevcut pay satışında bedel payını satan ortağa gider. Bedelli artırım yeni kaynak sağlar; bedelsiz artırımda iç kaynaklar veya kâr sermayeye aktarılır. Yeni pay alma hakkı mevcut ortakların oranını korur, ancak mevzuattaki yetki ve açıklama şartlarıyla sınırlandırılabilir. Kaydi sistem, izahname, fiyat tespit raporu ve KAP açıklamaları yatırımcının hak sahipliğini ve bilgiye dayalı kararını destekleyen temel mekanizmalardır.

Pay, anonim ortaklığın esas veya çıkarılmış sermayesinin bölündüğü birimi ve bu birime bağlı ortaklık konumunu ifade eder. Pay sahibi şirkete borç veren kişi değildir; sermaye riskine katılan ortaktır. Bu nedenle payın belirli bir vadesi ve ihraççı tarafından garanti edilmiş sabit getirisi bulunmaz. Yatırımcının ekonomik beklentisi dağıtılmasına karar verilen kârdan pay almak, ortaklık sona erdiğinde borçlar ödendikten sonra kalan tasfiye bakiyesine katılmak ve payın piyasa değerindeki artıştan yararlanmaktır. Ortaklığın başarısızlığı ise dağıtılabilir kârın oluşmaması veya pay değerinin düşmesi sonucunu doğurabilir. Pay sahibinin ortaklık borçlarından sorumluluğu kural olarak şirkete karşı taahhüt ettiği sermaye tutarıyla sınırlıdır.

Payın sağladığı haklar ekonomik, yönetsel ve koruyucu nitelikte düşünülebilir. Kâr payı, tasfiye bakiyesi ve yeni pay alma hakkı malvarlığına ilişkin hakların; genel kurula katılma, oy kullanma, bilgi alma ve inceleme ise yönetime katılma haklarının başlıca örnekleridir. Kanun ve esas sözleşme çerçevesinde sorumluluk veya iptal davası açılması da pay sahibini hukuka aykırı işlemlere karşı korur. Azınlık hakları halka açık ortaklıklarda sermayenin yüzde beşini, halka açık olmayanlarda yüzde onunu temsil eden pay sahiplerine tanınan özel bir koruma alanıdır. Payın nama veya hamiline yazılı, imtiyazlı ya da imtiyazsız, primli ya da nominal değerinden ihraç edilen türleri bulunabilir. İmtiyaz, kâr payı, tasfiye payı, oy veya benzeri bir konuda belirli paylara üstünlük tanıyabilir; her farklılık kendiliğinden imtiyaz sayılmaz.

Pay benzeri menkul kıymet, sermayede temsil edilmesi zorunlu olmayan, sabit bir getiri vaadi içermeyen ve pay sahipliği haklarından en az birini veren araçtır. Katılma intifa senetleri bu grubun belirgin örneğidir. Bu senetler sahibine esas sözleşmede belirlenen biçimde net kâra, tasfiye sonucunda kalan tutara veya halka açık olmayan ortaklığın çıkaracağı yeni paylara ilişkin haklar sağlayabilir. Buna karşılık payın bütün unsurlarını taşımazlar; özellikle ortaklık sermayesinin bir parçası olma ile yönetime katılma sonucu araçtan araca değişir. Sınav bakımından temel ayrım, payın ortaklık statüsünü doğrudan temsil etmesi, pay benzeri aracın ise seçilmiş pay sahipliği haklarını sermaye payı olmadan da verebilmesidir.

Pay Tebliği, halka açılma ve sonraki pay ihraçlarında izlenecek çerçeveyi kurar. Halka açılma, ortakların mevcut paylarını halka satması, ortaklığın sermaye artırarak yeni pay ihraç etmesi veya iki yöntemin birlikte uygulanmasıyla gerçekleşebilir. Mevcut pay satışında satış geliri payını devreden ortağa gider ve ortaklığın sermayesi değişmez. Sermaye artırımı yönteminde yatırımcıların ödediği tutar ortaklığa girer; böylece ortaklık yeni özkaynak elde eder. Karma yöntemde fon akımının hangi pay grubundan kaynaklandığına göre bu iki sonuç birlikte görülür. İzahname, ihraççı ve araç hakkında yatırım kararını etkileyebilecek bilgilerin açıklanmasını sağlar; Kurulun izahnameyi onaylaması, bilgilerin doğruluğuna garanti verdiği veya yatırımı tavsiye ettiği anlamına gelmez.

Bedelli sermaye artırımında ortaklığa dışarıdan yeni kaynak sağlanır. Mevcut ortakların yeni pay alma hakkı, sermaye artırımına payları oranında katılarak ortaklık oranlarını korumalarına hizmet eder. Bu hakkın kullanımı süreye ve izahnamede açıklanan usule bağlıdır; yetkili organ, gerekli hukuki dayanak ve gerekçelerle hakkı kısmen veya tamamen sınırlandırabilir. Halka açık ortaklıklarda sermaye koyma borcunun tam ve nakden yerine getirilmesi esastır; nakit dışı varlık devrinden doğan borçların mahsup edilmesi bu ilkenin yerine geçmez. Bedelsiz sermaye artırımında ise iç kaynak veya dağıtılabilir kâr sermayeye eklenir; ortaklığa yeni nakit girmez ve mevcut pay sahiplerine oranları ölçüsünde yeni pay verilir. Kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulunun yetkisi süreci hızlandırırken, esas sermaye sisteminde genel kurul ve esas sözleşme değişikliği daha belirleyicidir.

Payların halka arz edilmeksizin satışı tahsisli satış veya nitelikli yatırımcıya satış biçiminde yapılabilir. Halka arz ve ikincil satış süreçlerinde fiyat tespit raporu, aracılık sözleşmesi, satış sonuçları ve fon kullanımına ilişkin açıklamalar yatırımcının değerlendirme yapmasını kolaylaştırır. Payları borsada işlem gören ortaklıklarda haklar Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde yatırımcı bazında kayden izlenir. Borsada işlem görmeyen nitelikteki payların işlem gören niteliğe dönüştürülmesi de MKK üzerinden yürütülen bildirim ve dönüşüm kurallarına tabidir. Bu sistem fiziki senet tesliminden çok, hak sahipliğinin elektronik kayıtlarla belirlenmesine dayanır.

Sermaye azaltımında pay sahipleri arasında eşitsizlik yaratmayan bir yöntemin seçilmesi esastır; aksi tasarım, aleyhine eşitsizlik doğanların onayını gerektirir. Bilanço açığının kapatılması amacıyla yapılan azaltım ile fon çıkışı sağlayan işlemler aynı ekonomik sonucu doğurmaz. Sermaye artırımı ve azaltımı, yalnız sermaye rakamının değişmesi olarak görülmemelidir: yeni pay alma hakkı, imtiyazlar, payların piyasa niteliği, yatırımcıya açıklanan fon kullanım amacı ve yönetim kontrolü üzerindeki etkiler birlikte

değerlendirilmelidir. Böylece Pay Tebliği, ihraççının finansman ihtiyacı ile mevcut ve yeni yatırımcıların eşitlik, bilgi ve hak sahipliği beklentilerini aynı süreçte dengelemeyi amaçlar.

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 ve II-31/A.1 Sayılı Tebliğler****KISACA**

Borçlanma aracı, ihraççının borçlu sıfatıyla düzenlediği ve yatırımcıya anapara ile araç koşullarına göre faiz veya başka bir getiri ödeme yükümlülüğü doğuran sermaye piyasası aracıdır. Tahvil, paya dönüştürülebilir tahvil, değiştirilebilir tahvil, finansman bonosu ve kıymetli maden bonosu temel türlerdir. Pay yatırımcısı ortaklık riskine ve yönetime katılma haklarına sahipken borçlanma aracı sahibi esas olarak ihraççının alacaklısıdır. Borçlanma aracının halka arz edilmemesi onu sermaye piyasası mevzuatı dışına çıkarmaz; araçlar yurt içinde halka arzla, nitelikli yatırımcıya veya tahsisli satışla ya da yurt dışında ihraç edilebilir.

VII-128.8 sayılı Tebliğ, yetkili organ kararı, ihraç limiti ve tavanı, Kurul başvurusu, kaydi ihraç, satış ve araç türlerinin koşullarını düzenler. Yurt içi araçlar MKK nezdinde kayden ihraç edilerek hak sahipleri bazında izlenir. Tahvilin vadesi en az 365 gün, finansman ve kıymetli maden bonolarının vadesi 30 ile 364 gün arasındadır. Paya dönüştürülebilir tahvil ihraççının payına, değiştirilebilir tahvil ise borsada işlem gören başka bir ortaklığın payına geçiş hakkı verir. II-31/A.1 sayılı Tebliğ uyarınca Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu, faiz, vade ve anapara gibi asli koşullardaki değişiklikleri toplu karara bağlar. Tertip BASK belirli bir tertibi, Genel BASK ise diğer tertip sahiplerinin olumsuz etkilenmesini konu olarak yatırımcıların birlikte hareket etmesini sağlar.

Borçlanma araçlarını anlamak için alacak hakkı veren menkul kıymet ile ortaklık hakkı veren pay arasındaki ayırmadan başlanmalıdır. Borçlanma aracı sahibi ihraççıya sermaye koyarak ortak olmaz; ihraç koşullarında belirlenen anapara ve getiriyi isteme hakkı kazanan alacaklıdır. İhraççı ise aracı borçlu sıfatıyla düzenler. Bu ilişki paydaki gibi belirsiz süreli ortaklık getirisine değil, vade, faiz veya iskonto ve geri ödeme hükümlerine dayanır. Borçlanma aracı yatırım amacıyla edinilen bir menkul kıymet ve dolayısıyla sermaye piyasası aracıdır. Çek, poliçe ve ticari bono da kıymetli evrak olabilir; ancak ödeme veya kredi işlevleri nedeniyle sermaye piyasası mevzuatındaki menkul kıymet sınıfıyla özdeş değildir.

VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği tahvil, paya dönüştürülebilir tahvil, değiştirilebilir tahvil, finansman bonosu, kıymetli maden bonosu ve niteliği Kurulca borçlanma aracı kabul edilen diğer sermaye piyasası araçlarını kapsar. Araç yurt içinde halka arz edilerek, halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya veya tahsisli olarak ya da yurt dışında satılabilir. Halka arz edilmeyen paylar bakımından Kanunda bulunan kapsam istisnasının borçlanma araçlarında karşılığı yoktur. Bu nedenle halka arz edilmeyen veya yurt dışında satılan bir borçlanma aracı da kural olarak sermaye piyasası düzenlemelerine tabidir; değişen husus izahname yerine ihraç belgesinin ve satış yöntemine özgü süreçlerin uygulanmasıdır.

İhraç kararını kural olarak genel kurul alır. Esas sözleşmeyle veya genel kurulun belirli süreli yetki devriyle yönetim kurulunun yetkilendirilmesi mümkündür. Yetkili organ kararında planlanan azami tutar ile satışın yurt içinde halka arzla, halka arz edilmeksizin veya yurt dışında yapılacağı belirtilir. Paya dönüştürülebilir, değiştirilebilir veya Kurulca kabul edilen özel türlerde aracın türü de açıkça gösterilir. İhraç limiti, ilgili finansal tablolar ve ihraççının halka açık olup olmaması dikkate alınarak hesaplanır; halen tedavülde bulunan ve tavan içinde henüz satılmamış araçlar gibi kalemler kullanılabilir limiti azaltır. Kurulun uygun gördüğü ihraç tavanı içinde farklı vade, faiz ve diğer koşullara sahip tertipler çıkarılabilir. Yurt içi ve yurt dışı ihraçlar için ayrı tavan alınması gerekir.

Yurt içinde ihraç edilen borçlanma araçları MKK nezdinde elektronik olarak kayden oluşturulur ve bunlara bağlı haklar yatırımcı bazında izlenir. Yurt dışı ihraçlarda ise ihraç tutarı, tarih, ISIN kodu, vade, faiz, para birimi ve saklamacı gibi bilgiler ile sonradan doğan değişiklikler MKK'ya bildirilir. Halka arz edilen araçların borsada işlem görmesi için borsaya da başvurulur. Bir tertipte yatırımcı hesaplarına ilk aktarım yapılan gün vadenin başlangıcıdır. Bu düzen, fiziki senedin dolaşımından çok, ihraç koşullarının kamuyu aydınlatma belgeleriyle belirlenmesi ve hakların merkezi kayıtlarla izlenmesi esasına dayanır.

Tahvil, nominal değerinin vade tarihinde veya vade içinde taksitlerle geri ödenmesini taahhüt eden ve vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma aracıdır. İskontolu, primli veya kupon ödemeli çıkarılabilir; sabit ya da değişken faiz ve ödeme koşulları ihraççı tarafından belirlenir. İhraççının veya yatırımcının talebine bağlı erken itfa hükümleri araç belgelerinde düzenlenebilir. Finansman bonosunda vade 30 günden az, 364 günden fazla olamaz; araç iskonto esaslı veya kuponlu olabilir. Kıymetli maden bonosu da aynı vade aralığında, yetkili kıymetli maden aracı kurumlarınca belirli miktar kıymetli maden cinsinden ihraç edilir; satış ve ödeme Türk lirası, döviz veya belirlenen koşullarda kıymetli madenle yapılabilir.

Paya dönüştürülebilir tahvil, sahibine ihraççının sermaye artırımla çıkaracağı veya belgelerde belirtilen biçimde temin edeceği ihraççı paylarına dönüşüm hakkı verir. Değiştirilebilir tahvil ise ihraççının değil, payları borsada işlem gören başka bir ortaklığın paylarıyla değiştirilir. İki araçta da vade en az 365 gündür ve dönüşüm ya da değişim en erken vade başlangıcından 365 gün sonra yapılabilir. Dönüştürme veya değiştirme oranı, tahvilin nominal değeri karşılığında verilecek pay sayısını; ilgili fiyat ise verilecek paylar için esas alınan değeri gösterir. Paya dönüşüm çoğu kez sermaye artırımlı gerektirirken başka ortaklık payıyla değişimde ihraççı elindeki uygun payları kullanır. Bu fark, sınav sorularında araçların karıştırılmasını önleyen ana ölçüttür.

Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu sistemi, ihraç koşullarının sonradan değiştirilmesi gerektiğinde her yatırımcıyla ayrı işlem yapmak yerine kolektif karar üretilmesini sağlar. Faiz, vade ve anapara asli hüküm ve şartların asgari çekirdeğidir; izahname, ihraç belgesi veya MKK kayıtlarında başka hususlar da asli koşul sayılabilir. Belirli bir tertibin koşullarını değiştiren karar Tertip BASK'ta, kural olarak tedavüldeki nominal değerinin üçte ikisini temsil eden olumlu oyla alınır ve ihraççı yönetim kurulunun onayına bağlıdır. Diğer tertiplerin toplam nominal değerinin yüzde yirmisini temsil eden sahipler, haklarının olumsuz etkilendiği gerekçesiyle Genel BASK'ın toplanmasını isteyebilir. Genel BASK'ın üçte iki çoğunlukla reddettiği tertip kararı yürürlüğe girmez.

BASK kararları usulüne uygun alındığında olumsuz oy veren veya çağrıya rağmen katılmayan aynı tertip sahiplerini de bağlayabilir. İhraççı ve ilişkili taraflarının sahip olduğu araçlar oy ve nisap hesabında dikkate alınmaz. Teminatlı araç sahipleri, teminatsız sahiplerden ayrı tertip kurulu oluşturur; yalnız teminatsız kalan kısımları veya teminatlarının etkilenmesi ölçüsünde Genel BASK'a katılabilir. Böylece borçlanma aracı rejimi yalnız ihraç anındaki limit ve açıklamaları değil, vade boyunca ödeme, koşul değişikliği, temerrüt ve yatırımcıların birlikte karar almasını da kapsayan sürekli bir alacaklı koruması kurar.

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: Kavramsal Çerçeve ve III-52.1 Sayılı Tebliğ****KISACA**

Yatırım fonu, tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para veya diğer varlıklarla, yatırımcılar hesabına ve inançlı mülkiyet esasına göre portföy işletmek üzere portföy yönetim şirketince içtüzükle kurulan, kural olarak tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığıdır. Kolektif yatırım; küçük tasarrufların birleşmesi sayesinde profesyonel yönetim, çeşitlendirme, riskin dağıtılması ve ölçek ekonomisi sağlar. Katılma payı yatırımcının fona katılımını ve haklarını gösteren, itibari değeri bulunmayan, kayden izlenen sermaye piyasası aracıdır. Pay sahibi fon yönetimine ortaklık payındaki gibi katılmaz; ekonomik sonucu fon portföyünün performansına bağlıdır.

III-52.1 sayılı Tebliğ, şemsiye fonu, bağlı fonları, katılma payı ihracını, bilgilendirme belgelerini, portföy sınırlamalarını ve sona erme süreçlerini düzenler. Kurucu fonu yatırımcı yararına yönetir; portföy saklayıcısı varlıkları ayrı hesapta saklar ve işlemlerin uygunluğunu gözetir. Fon malvarlığı kurucu ve saklayıcının malvarlığından ayrıdır; kural olarak haczedilemez, rehnedilemez ve iflas masasına girmez. Birim pay değeri fon toplam değerinin dolaşımdaki pay sayısına bölünmesiyle hesaplanır ve alım satım esas olur. İzahname fonun ayrıntılı yapısını, yatırımcı bilgi formu ise strateji, risk, performans, gider ve alım satım esaslarını kısa ve anlaşılır biçimde açıklar. Fon türü ve unvanı yatırım stratejisini yansıtmalı; portföy çeşitlendirme, ihraççı yoğunlaşması, karşı taraf ve kaldıraç sınırları içinde yönetilmelidir.

Kolektif yatırım, çok sayıda yatırımcının görece küçük tasarruflarının ortak bir portföyde birleştirilip önceden açıklanmış stratejiye göre profesyonellerce yönetilmesidir. Bireysel yatırımcı doğrudan menkul kıymet seçtiğinde araştırma, işlem maliyeti ve çeşitlendirme yükünü kendisi taşır. Fon yapısında ölçek büyüdüğü için daha geniş varlık dağılımı kurulabilir, uzman portföy yöneticileri çalıştırılabilir ve işlem maliyetleri paylaşılabilir. Bu yararlar zararı veya belirli getiriye garanti etmez; risk yalnız daha sistemli biçimde dağıtılır ve yönetilir. Kolektif yatırım kuruluşları yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarıdır. Yatırım ortaklığı ayrı bir anonim ortaklık iken yatırım fonu, portföy yönetim şirketinin kurduğu ve kural olarak tüzel kişiliği olmayan malvarlığıdır.

Yatırım fonu, katılma payı karşılığında tasarruf sahiplerinden toplanan para veya diğer varlıkların, tasarruf sahipleri hesabına ve inançlı mülkiyet esasına göre Kurulca izin verilen varlık ve işlemlerden oluşan portföylerde değerlendirilmesi amacıyla kurulur. Fonun kurucusu portföy yönetim şirkettir. Kurucu fonu temsil eder, yönetir veya yönetimini denetler ve fon varlıkları üzerinde kendi adına fakat fon hesabına işlem yapar. Bu yetki, yatırımcı haklarını koruma ve içtüzük ile izahnameye uyma sorumluluğuyla sınırlıdır. Dışarıdan portföy yönetimi veya başka hizmet alınması kurucunun sorumluluğunu ortadan kaldırmaz.

Katılma payı, yatırımcının fona katılımını ve fondaki haklarını gösteren kaydi sermaye piyasası aracıdır. Şirket payına benzetilebilse de iki araç aynı değildir. Ortaklık payı şirket sermayesini temsil eder ve oy, genel kurula katılım gibi yönetsel haklar sağlayabilir. Katılma payı sahibi ise portföy yönetimine katılmaz; kurucunun açıkladığı strateji kapsamında yönetilen malvarlığının ekonomik sonucuna payı oranında katılır. Katılma payının itibari değeri yoktur. Birim pay değeri, fon toplam değerinin katılma payı sayısına bölünmesiyle bulunur. Fon toplam değeri, portföy varlıklarının değerine diğer varlık ve alacakların eklenip borçların düşülmesiyle hesaplanır. Bu nedenle pay fiyatı fon portföyündeki değer değişikliklerini yansıtır.

Fon malvarlığının ayrılığı yatırımcı korumasının merkezindedir. Fon varlıkları kurucunun ve portföy saklayıcısının malvarlığından ayrı tutulur ve fon adına açılan saklama hesaplarında izlenir. Fon hesabına olmak ve bilgilendirme belgelerinde hüküm bulunmak şartıyla kredi, türev, açığa satış veya benzeri fon işlemleri için öngörülen istisnalar dışında fon malvarlığı teminat gösterilemez ve rehnedilemez. Kurucu veya saklayıcının yönetimi kamu kurumlarına devredilse, mali durumu bozulsa ya da iflas etse bile fon varlığı başka amaçla kullanılamaz; kamu alacağı için haczedilemez, ihtiyati tedbire veya iflas masasına konu olamaz. Portföy saklayıcısı varlıkların saklanması yanında fon işlemlerinin mevzuat ve belgelerle uyumunu gözetten ayrı bir kontrol katmanı oluşturur.

III-52.1 sayılı Tebliğ şemsiye fon modelini esas alır. Şemsiye fon tek içtüzük altında farklı yatırım stratejilerine sahip bağlı fonların kurulmasına imkân verir. Her bağlı fon için ayrı izahname ve yatırımcı bilgi formu hazırlanır; varlık ve yükümlülükleri diğer bağlı fonlardan ayrıdır. Borçlanma araçları, hisse senedi, kıymetli madenler, fon sepeti, para piyasası, katılım, değişken ve serbest şemsiye fonlar başlıca türlerdir. Fonun unvanı stratejisini ve yoğunlaştığı varlığı doğru yansıtmalı, yatırımcıyı yanıltan veya üstün performans ima eden öznel ifadeler içermemelidir. Belirli bir varlık grubuna sürekli yüksek oranda yatırım yapan fonlarda bu yoğunlaşma unvanında gösterilir.

Katılma payı ihracı için fon izahnamesinin Kurulca onaylanması gerekir. İzahname fonun özellikleri, hakları ve riskleri hakkında ayrıntılı kamuyu aydınlatma belgesidir. Yatırımcı bilgi formu ise yatırımcının bilgiye dayalı karar verebilmesi için fon kimliği, yatırım amacı ve politikası, geçmiş performans veya senaryolar, ücret ve giderler, risk-getiri profili ile alım satım esaslarını kısa ve anlaşılır biçimde özetler. Kurul onayı bilgilerin doğruluğuna güvence veya yatırım tavsiyesi oluşturmaz. Kurucu belgelerin birbirleriyle tutarlı, doğru ve güncel olmasından ve yanıltıcı eksikliklerin doğurduğu zararlardan sorumludur.

Katılma payı alımında birim pay bedeli tam ve nakden ödenir; satımda yatırımcı payını belgelerdeki usule göre fona iade ederek paraya çevirir. Günlük alım satım esastır, ancak fonun niteliğine göre istisna getirilebilir. Para piyasası ve kısa vadeli borçlanma araçları fonlarında emirler çoğunlukla son ilan edilen fiyatla, diğer fonlarda emri izleyen ilk hesaplamada bulunan fiyatla gerçekleştirilir. İzahnamede açıklanmışsa giriş veya çıkış komisyonu uygulanabilir. Uygun fonların katılma payları merkezi dağıtım platformu TEFAS üzerinden alınabilir; serbest fon payları ise yalnız nitelikli yatırımcılara satılır. Olağanüstü piyasa koşullarında Kurulun uygun görmesiyle birim pay hesaplaması veya alım satım geçici olarak durdurulabilir.

Portföy sınırlamaları, fonun adında vaat ettiği stratejiyi korurken tek ihraççıya, aynı gruba, karşı tarafa veya kaldıraçlı işleme aşırı yoğunlaşmasını önler. Genel rejimde tek ihraççıya yatırım, belirli yoğunlaşma ve toplam grup oranlarıyla sınırlandırılır; kamu borçlanma araçları, ipotek teminatlı araçlar veya fon türleri için farklı kurallar bulunabilir. Borsa dışı sözleşmelerin stratejiye uygun, adil fiyatlı, değerlendirilebilir ve nakde dönüştürülebilir olması; karşı tarafın gerekli niteliği taşıması gerekir. Türev araçlar riskten korunma veya stratejiye uygun yatırım amacıyla kullanılabilir, fakat açık pozisyon ve karşı taraf riskleri izlenir. Fon sona erdiğinde malvarlığı içtüzük ve izahnameye göre tasfiye edilir ve bakiye yalnız katılma payı sahiplerine payları oranında dağıtılır. Böylece katılma payı, profesyonel yönetime erişimi sağlayan bir araç olmakla birlikte değer, likidite, gider ve strateji risklerini bilgilendirme belgeleri üzerinden yatırımcıya bırakan bir kolektif yatırım ilişkisidir.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

2.4 · Türev Araçlar

Türev Araçlar

KISACA

Türev araç, değeri bir dayanak varlık, fiyat, oran, endeks veya başka bir ölçütün değerine ya da değişimine bağlı sözleşmedir. Başlıca türleri forward, futures, opsiyon ve swaptır. Forward sözleşmesinde taraflar gelecekteki alım satımın fiyat, miktar ve teslim koşullarını serbestçe belirler; işlem tezgâh üstüdür ve karşı taraf riski taşır. Futures sözleşmesi ise borsada standartlaştırılır, merkezi karşı taraf güvencesi ve teminat sistemiyle işlem görür, kâr ve zarar günlük uzlaşmayla hesaplara yansıtılır. Opsiyon alıcısı ödediği prim karşılığında dayanak varlığı kullanım fiyatından alma veya satma hakkı edinir; satıcı, alıcı hakkını kullanırsa edimini yerine getirmekle yükümlüdür. Swap, tarafların faiz, para birimi veya diğer nakit akımlarını belirli süre boyunca değiştirmesidir.

Türev araçlar riskten korunma, spekülasyon ve arbitraj amacıyla kullanılabilir. Korunmada türev pozisyon mevcut ticari veya finansal riskin olumsuz etkisini azaltır; spekülasyonda dayanak fiyatındaki beklenen değişimden kazanç hedeflenir; arbitrajda eş anlı işlemlerle fiyat uyumsuzluğundan yararlanılır. Organize piyasalar standart sözleşme, şeffaf fiyat, teminat ve merkezi takas sağlarken tezgâh üstü işlemler esneklik karşılığında daha yüksek karşı taraf, değerlendirme ve likidite riski taşır. Kaldıraç, düşük teminatla büyük pozisyon kurmayı mümkün kıldığından kazancı da zararı da büyütebilir. Türkiye'de VİOP'taki vadeli işlem ve opsiyonlar üyeler aracılığıyla işlem görür; Takasbank merkezi karşı taraf olarak teminat yeterliliğini ve takası yönetir.

Türev araçların değeri kendi başına bağımsız bir ekonomik faaliyetten değil, dayanak olarak seçilen varlığın veya göstergenin değerinden türetilir. Dayanak; pay, tahvil, döviz, faiz oranı, kıymetli maden, emtia, endeks, istatistik, enerji fiyatı veya iklim değişkeni olabilir. Tarafların kazanç ve kaybı, sözleşmenin kuruluşu ile ifası arasındaki dayanak değer değişimine göre oluşur. Bu yönüyle türev araç, klasik menkul kıymetten çok bir sözleşmedir. Menkul kıymette ihraççının faaliyetine bağlı ortaklık veya alacak hakkı öne çıkarken türevde tarafların karşılıklı edimleri ve dayanak değer hareketi belirleyicidir.

Forward sözleşmesi, alıcının belirli bir varlığı gelecekteki tarihte önceden kararlaştırılmış fiyattan satın almayı, satıcının da teslim etmeyi üstlendiği tezgâh üstü işlemdir. Alıcı uzun, satıcı kısa pozisyonundadır. Fiyat, miktar, vade, teslim yeri ve uzlaşma yöntemi tarafların ihtiyacına göre belirlenebilir. Bu esneklik, standart borsa sözleşmelerinde bulunmayan özel risklerin korunmasına elverişlidir. Buna karşılık merkezi takas güvencesi kural olarak yoktur; taraflar birbirinin ödeme ve teslim kabiliyetini değerlendirir. Döviz forwardı gelecekte ödenecek dövizin kurunu, faiz oranı anlaşması gelecekteki faiz farkını, emtia forwardı ise gelecekte alınacak veya satılacak malın fiyatını bugünden sabitleyebilir.

Futures sözleşmesi ekonomik olarak gelecekteki alım satımı konu olsa da forwarddan kurumsal yapısıyla ayrılır. Sözleşme büyüklüğü, vade ayları, teslim veya nakdi uzlaşma ve fiyat adımı borsa tarafından standartlaştırılır. İşlem borsa üyeleri aracılığıyla yapılır ve takas merkezi alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı konumuna geçer. Pozisyon açmak için başlangıç teminatı yatırılır. Sözleşme her gün

piyasa fiyatıyla değerlendirir; oluşan kâr ve zarar teminat hesabına yansıtılır. Teminat sürdürme seviyesinin altına düşerse tamamlama çağrısı yapılır, gerekli ek tutar yatırılmazsa pozisyon ters işlemle kapatılabilir. Bu günlük uzlaşma ve merkezi karşı taraf yapısı kredi riskini azaltır; ancak fiyat hareketinden doğan piyasa riskini ortadan kaldırmaz.

Opsiyon sözleşmesinde alıcı, ödediği prim karşılığında belirli vadede veya vadeye kadar dayanak varlığı kullanım fiyatından alma ya da satma hakkı elde eder. Alım opsiyonu alma, satım opsiyonu satma hakkı verir. Alıcı hakkı kullanmak zorunda değildir; ödediği ve geri alamadığı prim onun başlangıç maliyeti ve kural olarak azami kaybıdır. Satıcı primi alır, fakat alıcının hakkını kullanması halinde satma veya satın alma yükümlülüğünü üstlenir. Bu nedenle korunmasız opsiyon satıcısının zarar potansiyeli aldığı primden çok daha büyük olabilir. Amerikan tipi opsiyon vade sonuna kadar kullanılabilirken Avrupa tipi opsiyon yalnız vade sonunda kullanılabilir.

Opsiyonun kârda, zararda veya başabaş olması kullanım fiyatı ile spot fiyatın ilişkisine göre belirlenir. Alım opsiyonunda spot fiyat kullanım fiyatının üzerindeyse, satım opsiyonunda ise altındaysa opsiyon içsel değere sahiptir. İki fiyat eşitse başabaş durum söz konusudur. Opsiyon primi yalnız bu farktan oluşmaz; vadeye kalan süre, dayanak varlığın oynaklığı, faiz ve pay opsiyonlarında temettü beklentisi de fiyatı etkiler. Oynaklık ve vade süresi arttıkça hem alım hem satım opsiyonunun priminin yükselmesi beklenir; çünkü hakkın avantajlı hale gelme olasılığı büyür.

Swap, iki tarafın belirli dönem boyunca nakit akımlarını önceden belirlenen esaslarla değiştirmesidir. Faiz oranı swapında varsayımsal anapara üzerinden sabit faiz ödemesi değişken faiz ödemesiyle veya iki değişken faiz göstergesi birbiriyle değiştirilebilir; anaparanın kendisi çoğu kez el değiştirmez. Döviz swapında iki farklı para birimindeki anaparalar başlangıçta değiştirilir, dönem boyunca faiz akımları ve vadede anaparalar geri çevrilir. Swaplar, tarafların farklı piyasalardaki borçlanma üstünlüklerini paylaşmasına, faiz veya kur riskini dönüştürmesine ve ihtiyaç duyduğu para birimine erişmesine imkân verir. Çoğunlukla tezgâh üstünde yapıldıkları için ISDA çerçeve sözleşmesi, netleştirme ve teminat hükümleriyle hukuki ve karşı taraf riskini azaltmada önem taşır.

Türev pozisyonun amacı, aynı aracın ekonomik sonucunu değiştirebilir. Riskten korunmada yatırımcı veya işletme zaten taşıdığı ticari ya da finansal pozisyonun ters yönlü etkisini azaltır. Gelecekte döviz ödemesi yapacak işletmenin döviz alım vadeli işlemiyle kuru sabitlemesi buna örnektir. Spekülasyonda kişi dayanakta mevcut bir riski dengelemek yerine fiyat beklentisi üzerine pozisyon alır ve korunmak isteyen tarafın riskini üstlenerek piyasaya likidite sağlar. Arbitrajda aynı veya bağlantılı değerlerin farklı piyasalardaki tutarsız fiyatları eş anlı işlemlerle değerlendirilir; bu işlemler fiyatların birbirine yaklaşmasına katkıda bulunur. Korunma işleminin başarısı türev sözleşmenin tek başına kârıyla değil, korunan pozisyonla birlikte toplam sonuç üzerinden ölçülür.

Organize türev piyasalarında sözleşme standartları, emir kuralları, şeffaf fiyatlar, teminatlandırma ve merkezi karşı taraf bulunur. Tezgâh üstü piyasada taraflar koşulları ihtiyaçlarına göre kurar; bunun bedeli daha düşük likidite, daha zor değerlendirme ve daha belirgin temerrüt riskidir. Kaldıraç her iki yapıda da küçük başlangıç kaynağıyla büyük ekonomik pozisyon yaratabildiği için risk yönetimi zorunludur. Türkiye'de VİOP'ta vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri yetkili üyeler aracılığıyla alınıp

satılır. Fiyat önceliği daha iyi fiyatı, eşitlikte zaman önceliği daha önce girilen emri öne çıkarır. Takasbank merkezi karşı taraf olarak portföy bazlı teminatı hesaplar; yetersiz teminatlı hesapların yalnız pozisyon azaltıcı emir vermesine izin verilebilir. Bu yapı işlem güvenliğini artırsa da yatırımcının dayanak, vade, yön, uzlaşma ve kaldıraç risklerini doğru değerlendirme sorumluluğunu kaldırmaz.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

2.5 - Kamu Borçlanma Araçları

Kamu Borçlanma Araçları

KISACA

Kamu borçlanması, vergi ve para basımının yanında kamu harcamaları ile gelirler arasındaki farkın finansman yollarından biridir. Bütçe açığının, geçici nakit ihtiyacının, vadesi gelen borçların, olağanüstü harcamaların veya kalkınma yatırımlarının karşılanması amacıyla kullanılabilir; buna karşılık faiz yükü ve borç çevirme riski gelecekteki bütçeleri etkiler. Borçlar kaynağına göre iç ve dış, vadesine göre kısa ve uzun, katılım biçimine göre isteğe bağlı ve zorunlu olarak sınıflandırılabilir. İç-dış ayrımında para biriminden çok borcun sağlandığı piyasa ve alacaklının yerleşikliği belirleyicidir. Hazine tarafından yurt içinde ihraç edilen devlet tahvili ve Hazine bonolarının ortak adı Devlet İç Borçlanma Senedidir. Devlet tahvili ihraç tarihinde bir yıl veya daha uzun, Hazine bonosu bir yıldan kısa vadeli. DİBS kuponlu ya da kuponsuz, sabit veya değişken faizli, Türk lirası, döviz veya altına dayalı biçimde çıkarılabilir. Kuponsuz senette getiri alış fiyatıyla vadede ödenen nominal değer arasındaki farktır. Hazine Varlık Kiralama Şirketi kira sertifikasıyla yatırımcıya dayanak varlığın gelirinde pay sağlar. DİBS ihraçları ihale, TAP, doğrudan satış veya halka arz yöntemiyle yapılabilir. Piyasa yapıcı bankalar birincil piyasada alım ve ikincil piyasada kotasyon yükümlülükleri karşılığında belirli ayrıcalıklar elde eder. Kamu kıymetlerinin vade-getiri ilişkisiyle oluşturulan getiri eğrisi normal, ters veya yatay olabilir ve faiz ile ekonomik görünüm beklentilerini yansıtır.

Kamu harcamaları vergi gelirlerini aştığında veya gelirlerin tahsil zamanı ile ödemelerin zamanı uyuşmadığında devlet finansman ihtiyacıyla karşılaşır. Vergi kamu finansmanının temel kaynağıdır; para basımı ise özellikle enflasyonist etkisi nedeniyle sınırsız kullanılamaz. Borçlanma, bugünkü harcamanın finansmanını gelecek dönemlere yayar. Bütçe açığı, geçici nakit ihtiyacı, vadesi gelen borcun çevrilmesi, savunma ve olağanüstü giderler, kalkınma projeleri veya ekonomik dalgalanmalara müdahale borçlanma gerekçesi olabilir. Sağlanan kaynak kısa vadede mali alan yaratırken anapara, faiz ve yeniden finansman yükümlülükleri gelecekteki bütçeyi etkiler; bu nedenle borcun maliyeti, vadesi, para birimi ve sürdürülebilirliği birlikte yönetilir.

İç ve dış borç ayrımı yalnız borcun hangi para biriminde olduğuna bakılarak yapılmaz. Yerleşiklerin yerleşik olmayanlara yükümlülükleri dış borç yaklaşımının temelidir; ayrıca finansmanın sağlandığı piyasa ve tabi olduğu hukuk önem taşır. Hazine döviz cinsinden bir aracı yurt içinde ihraç ederse bu iç borç, Türk lirası cinsinden aracı yurt dışı piyasada ihraç ederse dış borç olarak izlenebilir. İç borçlanmada kaynak ülke içinden kamu kesimine aktarılır; dış borçlanma ülkeye yeni kaynak getirir, fakat geri ödemede dışarıya kaynak çıkışı doğurur. Devlet dış borcu, dış finansman kaynaklarından belirli itfa planıyla sağlanan finansman ile borç üstlenimi ve Hazine garantileri kapsamındaki mali yükümlülükleri de içerir.

Vade sınıflandırmasında orijinal vade ile vadeye kalan süre karıştırılmamalıdır. Orijinal vade, borçlanma tarihinden son ödeme tarihine kadar olan süredir; kalan vade ise ölçüm gününden ödemeye kalan süredir. Başlangıçta uzun vadeli çıkarılmış bir aracın vadesine bir yıldan az kaldığında kalan vadeye

göre kısa vadeli borç içinde değerlendirilmesi mümkündür. Kısa vadeli borçlar çoğu kez geçici nakit uyumsuzluklarını karşılar ve daha sık çevrilmeleri nedeniyle yenileme riski taşır. Uzun vadeli borçlanma finansman yükünü daha uzun döneme yayar; yatırımcı likiditeden daha uzun vazgeçtiği ve faiz değişimine daha duyarlı olduğu için normal koşullarda daha yüksek getiri isteyebilir. Süreli borçta anapara ve faiz ödeme planı baştan belliyken süresiz borçta anaparanın geri ödeme zamanı devletçe sonradan belirlenebilir.

Türkiye'de kamu finansmanı ve borç yönetiminin ana çerçevesi 4749 sayılı Kanundur. Devlet adına iç ve dış borç alma, koşulları belirleme ve mali yükümlülükleri yönetme yetkisi Hazine ve Maliye Bakanlığına aittir. Hazine tarafından yurt içinde ihraç edilen devlet iç borçlanma senetleri, Hazinenin geçici nakit ihtiyaçları ve üstlendiği diğer mali yükümlülüklerle birlikte devlet iç borcunun temel araçlarını oluşturur. Sermaye Piyasası Kanunu, Hazine ve TCMB tarafından veya 4749 sayılı Kanun kapsamındaki varlık kiralama şirketlerince çıkarılan araçları izahname, ihraç belgesi, finansal raporlama, kamuyu aydınlatma ve ihraç limiti gibi bazı sermaye piyasası yükümlülüklerinden istisna tutar. Buna karşılık mahalli idarelerin tahvil ihracı hem Hazine iznine hem ilgili sermaye piyasası kurallarına tabi olabilir; Hazine izni tek başına Hazine garantisi anlamına gelmez.

Devlet İç Borçlanma Senedi, Hazine bonusu ile devlet tahvilinin ortak adıdır. İhraç tarihinde bir yıldan kısa vadeli DİBS Hazine bonusu, bir yıl veya daha uzun vadeli DİBS devlet tahvilidir. Araçlar kuponlu veya kuponsuz çıkarılabilir. Kuponlu senet belirli dönemlerde faiz ödemesi yapar ve vadede anaparayı geri öder; kupon oranı sabit veya bir göstergeye bağlı değişken olabilir. Kuponsuz senet nominal değerinin altında iskontolu satılır ve vade tarihinde nominal tutar ödenir. Yatırımcının faiz kazancı, vadede alınan nominal değer ile alışta ödenen iskontolu fiyat arasındaki farktır. Araçlar Türk lirası, döviz, dövize endeksli veya altına dayalı olabilir. Döviz cinsi senette ödeme dövizle, dövize endeksli senette ise belirlenen kur üzerinden hesaplanan Türk lirasıyla yapılır.

Kamu kira sertifikası, Hazine Varlık Kiralama Şirketinin kendi adına fakat sertifika sahiplerinin hesabına ve yararına ihraç ettiği menkul kıymettir. Örnek yapıda kamu varlığı şirkete devredilir, Hazine ile kira ve geri alım ilişkisi kurulur, sertifika ihracından toplanan fon Hazineye aktarılır ve kira ile geri alım ödemeleri yatırımcılara payları oranında dağıtılır. Bu yapı faizli borçlanma senedinden farklı hukuki işlemlere dayanır; yatırımcının geliri sertifikaya konu varlığın kira akımıyla ilişkilendirilir. Sabit kira ödemeli, tüketici fiyatlarına endeksli veya altına dayalı türler ihraç edilebilir.

DİBS satışında ihale, TAP, doğrudan satış ve halka arz yöntemleri kullanılabilir. İhalede teklifler yüksek fiyattan düşük fiyata, başka anlatımla düşük getiriden yüksek getiriye sıralanır. Çoklu fiyat yönteminde kazananlar kendi teklif fiyatlarından, tek fiyat yönteminde kabul edilen ortak fiyat üzerinden alım yapar. TAP yönteminde Hazine, koşullarını belirlediği kıymetleri TCMB nezdinde satışa hazır tutar ve yatırımcıya satılana kadar mülkiyetini korur. Doğrudan satışta alıcı ve miktar önceden bellidir. Halka arzda satış bankalar ve aracı kurumlar üzerinden geniş yatırımcı kitlesine yapılır. Piyasa yapıcı bankalar ihalelerde belirli alım ve ikincil piyasada kotasyon yükümlülükleri üstlenerek borçlanmanın sürekliliğine ve likiditeye katkıda bulunur; buna karşılık teminatsız ihale katılımı veya ihale sonrası teklif gibi haklardan yararlanabilir.

Getiri eğrisi, benzer kredi niteliğindeki sabit getirili araçların vadeye kalan süreleri ile getirilerini aynı grafikte gösterir. Kamu kıymetleri çoğu kez ekonomide temel ölçü olarak kullanılır. Normal eğri vade uzadıkça belirsizlik ve faiz duyarlılığı için daha yüksek getiri talep edilmesi nedeniyle yukarı eğimlidir. Ters eğride uzun vadeli getiriler kısa vadeli getirilerin altına iner; piyasanın gelecekte faizlerin ve enflasyonun düşeceğini veya ekonominin yavaşlayacağını beklediği şeklinde yorumlanabilir. Yatay eğri farklı vadelerde benzer getiri oluştuğunu ve ekonomik beklentilerde geçiş dönemini gösterebilir. Eğri kesin bir tahmin değil, güncel fiyatlara yansıyan toplu beklentidir. Kamu borçlanma aracını değerlendirirken yalnız kupon oranına değil, alış fiyatına, vadeye, yeniden yatırım ve faiz oranı riskine, para birimine ve likiditeye birlikte bakılmalıdır.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.1.1 · İzahname ve İhraç Belgesi (İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği II-5.1.)

İzahname ve İhraç Belgesi: Yatırımcı Bilgisinin Kurul Onaylı Çerçevesi

KISACA

İzahname, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesi veya borsada işlem görmesi için ihraççıya, araca ve satışa ilişkin bilgileri yatırımcıya sunan kamuyu aydınlatma belgesidir. Tek belge biçiminde ya da ihraççı bilgi dokümanı, sermaye piyasası aracı notu ve özetten oluşan çok belgeli yapıda hazırlanabilir. Bankaların ortaklık hakkı vermeyen araçları için arz programı izahnamesiyle belirli bir dönem içinde birden çok ihraç yapılması da mümkündür. Kurul onayı, bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve standartlara uygun biçimde eksiksiz sunulduğunu gösterir; ihraççının veya aracın doğruluğuna, değerine ya da başarısına garanti vermez.

İhraç belgesi ise halka arz edilmeksizin veya yurt dışında yapılacak ihraçlarda, izahname hazırlanmadan aracın niteliğini ve satış şartlarını açıklar. İhraç tavanı kapsamındaki farklı satışlar tertip ihraç belgeleriyle somutlaştırılabilir. İzahname on iki ay, ortaklık hakkı vermeyen araçlara ilişkin ihraç tavanı belgesi kural olarak bir yıl boyunca kullanılabilir. Belgelerdeki yeni husus ve değişiklikler yatırımcıya duyurulur; yatırım kararını etkileyebilecek değişikliklerde yatırımcının talebini geri alma hakkı doğabilir. Yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi nedeniyle başta ihraççı olmak üzere mevzuatta sayılan kişiler sorumlu olur. Reklamlar belgelerle tutarlı olmalı, Kurul onayını yatırım tavsiyesi ya da güvence gibi göstermemelidir.

İzahname ve ihraç belgesi, sermaye piyasasında yatırımcı ile ihraççı arasındaki bilgi dengesizliğini azaltan iki farklı kamuyu aydınlatma aracıdır. Ayrımın başlangıç noktası satışın niteliğidir. Bir sermaye piyasası aracı halka arz edilecek veya borsada işlem göreceyse kural olarak izahname hazırlanır ve Kurulun onayına sunulur. Halka arz edilmeksizin yapılacak satışlarda, yurt dışı ihraçlarda ve izahname hazırlanmadan gerçekleştirilebilen diğer ihraçlarda ise aracın niteliğini ve satış şartlarını açıklayan ihraç belgesi kullanılır. Bu nedenle izahnameyi yalnızca uzun bir tanıtım metni, ihraç belgesini de onun kısa biçimi olarak görmek doğru değildir; belgeler farklı satış kanallarının bilgi sözleşmesini kurar.

İzahname, ihraççı ve varsa halka arz eden ile aracın özellikleri, riskleri, mali durumu, kullanım amacı, satış yöntemi ve yatırımcıya sağlanan haklar hakkında bilinçli karar vermeye elverişli bilgi sunar. Bilginin kolay anlaşılabilir, karşılaştırılabilir ve kendi içinde tutarlı olması gerekir. Finansal verilerin kural olarak bağımsız denetimden veya sınırlı incelemeden geçmiş tablolara dayanması, sorumluluğu üstlenen kişilerin açıkça gösterilmesi ve önemli risklerin geri plana itilmemesi bu amaca hizmet eder. Araca ilişkin bir garanti varsa garantör ve garantinin kapsamı da açıklanır. İzahname ile ekleri bir bütündür; yatırımcı yalnızca özet üzerinden değil, kararını etkileyen bütün belgeleri birlikte değerlendirir.

İzahname tek belge olarak hazırlanabileceği gibi çok belgeli biçimde de kurulabilir. Çok belgeli yapıda ihraççı bilgi dokümanı ihraççının genel yapısını, sermaye piyasası aracı notu satışa sunulan aracın özelliklerini ve koşullarını, özet ise karar açısından temel bilgileri bir araya getirir. Bu yapı, aynı ihraççının sonraki satışlarında daha önce onaylanmış genel bilgileri tekrar üretmeden araca özgü bilgiyi

yenilemesine imkân verir. Bankaların ortaklık hakkı vermeyen araçları için kullanılabilen arz programı izahnamesi de bir program dönemi içinde birden çok ihraca zemin oluşturur. Her satış yine araca ve döneme özgü bilgilerle tamamlanır; program yapısı yatırımcıya açıklama yükümlülüğünü ortadan kaldırmaz.

Kurul, izahname veya ihraç belgesini incelerken bilginin tutarlı, anlaşılabilir ve belirlenen standartlara göre eksiksiz olup olmadığına bakar. Gerekli belgelerin tam sunulmasından sonra başvuru kural olarak on iş günü içinde, payların ilk halka arzında ise yirmi iş günü içinde karara bağlanır. Eksiklik veya ek bilgi ihtiyacı başvuru sahibine bildirilir ve inceleme süresi tamamlayıcı belgelerin sunulmasıyla yeniden işlemeye başlar. Süre içinde karar verilmemesi belgenin kendiliğinden onaylandığı anlamına gelmez. Belge yeterli incelemeye imkân vermeyecek ölçüde eksikse başvuru işleminden kaldırılabilir; bilgiler tutarsız, anlaşılmaz veya standartlara göre eksikse başvuru gerekçesi açıklanarak olumsuz sonuçlandırılabilir.

Onayın anlamı özellikle sınavlarda dikkatle ayrılmalıdır. Kurul onayı, sermaye piyasası aracının değerinin uygun bulunduğu, ihraççının borcunu ödeyeceği veya belgelerdeki her bilginin maddi olarak doğru olduğunun Kurulca garanti edildiği anlamına gelmez. Onay yatırım tavsiyesi de değildir. Bu nedenle ilan ve reklamlarda Kurulun aracı tekeffül ettiği izlenimi veren ifadeler kullanılamaz. İhraççı, halka arz eden ve yetkili kuruluş da tanıtımı abartılı, temelsiz veya yanıltıcı biçimde yapamaz; reklamın izahnameyle tutarlı olması ve yatırım kararının izahname incelenerek verilmesi gerektiğini belirtmesi gerekir.

İzahname onaylandıktan sonra on iki ay boyunca yapılacak halka arzlarda kullanılabilir. Ancak bu süre, bilginin değişmeden kalacağı varsayımına dayanmaz. İhraççıya, halka arz edene veya araca ilişkin yatırım kararını etkileyebilecek yeni bir husus ortaya çıkarsa belge güncellenir ve değişiklik kamuya açıklanır. Satış veya talep toplama sürerken yapılan önemli değişikliğin Kurulca onaylanması hâlinde yatırımcılar, değişikliğin yayımlanmasını izleyen iki iş günü içinde taleplerini geri alabilir. Böylece yatırımcı, verdiği kararın dayandığı bilgi seti esaslı biçimde değiştiğinde eski iradesine bağlı tutulmaz.

İhraç belgesi, halka arz edilmeyen veya yurt dışında gerçekleştirilen ihraçlarda yatırımcıya aracın niteliği ve satış şartlarını gösterir. Ortaklık hakkı vermeyen araçlar bakımından bir yıl içinde planlanan satışların üst sınırı için ihraç tavanını içeren belge hazırlanabilir. Bu tavan içinde farklı tarihlerde ve farklı koşullarla satışa sunulan her bölüm tertip olarak adlandırılır; her tertibin somut nitelikleri tertip ihraç belgesinde yer alır. Yurt içindeki bazı halka arz edilmeksizin satışlarda ilgili düzenleme izin veriyorsa her tertip için yeniden Kurula başvuru yerine MKK üzerinden işlem yapılabilir. Yurt dışı tertiplerde ise satış öncesinde tertip belgesinin onaylanması esastır. İhraç tavanını içeren belge, onay kararından itibaren bir yıl içinde yapılacak ihraçlar için geçerlidir.

İzahname yayımlanır ve nerede yayımlandığı ticaret siciline tescil edilirken, ihraç belgesi kural olarak tescil edilmez; ihraççının internet sitesi, varsa KAP ve yetkili kuruluşun internet sitesi üzerinden ilan edilir. Bu farklılık belgenin önemsiz olduğu anlamına gelmez. Her iki belge de sorumluluk doğuran kamuyu aydınlatma metnidir. İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden öncelikle ihraççı sorumludur. Zararın ihraççıdan karşılanamaması veya karşılanamayacağının açık olması hâlinde

halka arz edenler, lider yetkili kuruluşlar, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurları ve olayın gerekleri ölçüsünde sorumlu tutulabilir. Belgeyi imzalayanlar ile rapor hazırlayan bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları da kendi katkıları bakımından sorumluluk taşır. Sonuç olarak sistem, Kurul onayını garantiye dönüştürmeden, karar bilgisini standartlaştırır ve bu bilgiyi üretenlerin hesap verebilirliğini kurar.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.1.2 · Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği II-5.2

Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı: Yöntem, Tahsisat ve Dağıtım Düzeni

KISACA

Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, bir aracın hangi satış biçimi ve yöntemiyle yatırımcıya ulaştırılacağını, taleplerin nasıl toplanıp dağıtılacağını ve satış sonucunun nasıl açıklanacağını düzenler. Satış, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin yapılabilir. Halka arz edilmeksizin satış tahsisli satış ya da nitelikli yatırımcıya satış biçimindedir. Tahsisli satışta araçları belirli bir anda elinde bulunduran yatırımcı sayısı kural olarak yüz elliye geçemez; nitelikli yatırımcıya satışta sayı sınırı yoktur ve yatırımcının profesyonel müşteri niteliği MKK kayıtları üzerinden izlenir.

Halka arzda talep toplama, talep toplanmaksızın satış veya borsada satış yöntemi kullanılabilir. Talep toplama; sabit fiyat, fiyat teklifi ya da fiyat aralığıyla yürütülebilir. Fiyat aralığında tavan, tabanın yüzde yirmi fazlasını aşamaz. Halka arz süresi kural olarak iki ila yirmi iş günüdür. Tahsisat oranları izahnamede açıklanır; yurt içi bireysel ve kurumsal yatırımcılar için asgari oranlar korunurken belirli sınırlar içinde kaydırma yapılabilir. Dağıtımda aynı gruptaki yatırımcılara eşit ve adil davranılır; yöntem ve istisnalar önceden açıklanır. Dağıtım listesi kesinleştirilir, karşılanmayan talep bedelleri iade edilir, araçlar kayden teslim edilir ve sonuçlar saklanıp kamuya açıklanır.

Sermaye piyasası aracının ihraç edilmesine izin veren belge, satışın kendiliğinden nasıl yürütüleceğini belirlemez. Fiyatın oluşması, yatırımcı talebinin alınması, aracın kimlere ve hangi miktarda dağıtılması, bedelin tahsili ve satış sonucunun açıklanması ayrı bir düzen gerektirir. II-5.2 sayılı Tebliğ bu düzeni kurar. Uygulamada satış belgesiyle birlikte okunur: İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği açıklamanın çerçevesini, araca özgü tebliğ aracın özelliklerini, Satış Tebliği ise aracın yatırımcıya ulaşma sürecini belirler.

İlk ayırım satış şekilleri arasındadır. Halka arz, araçların satın alınması için genel bir çağrı yapılması ve bu çağrı sonucunda satış gerçekleştirilmesidir. Halka arz edilmeksizin satış ise tahsisli satış veya nitelikli yatırımcılara satış biçiminde yürütülür. Tahsisli satışta araçlar önceden belirlenmiş yurt içi ya da yurt dışı yatırımcılara borsa dışında veya borsanın toptan satış düzeninde sunulur. Bu araçların borsada işlem görmemesi esastır ve payların ikincil piyasa işlemleri dışında, araçları belirli bir anda elinde tutan yatırımcı sayısı kural olarak yüz elliye geçemez. Nitelikli yatırımcılar bu sayının hesabında dikkate alınmaz. Sınır aşılsa MKK ihraççı ile Kurulu bilgilendirir; ihraççı izahname hazırlamak ve aracın borsada işlem görmesi için başvurmak zorunda kalabilir.

Nitelikli yatırımcıya satışta çağrı yalnızca bu gruba yöneltilir veya yatırımcılar önceden belirlenir; sayı sınırı uygulanmaz. Nitelikli yatırımcı, talebe dayalı profesyoneller dâhil profesyonel müşteridir. Statü MKK üyesi yatırım kuruluşunca MKS'ye kaydedilir ve işlem öncesinde kontrol edilir. Ortak hesapta bütün hesap sahiplerinin bu niteliği taşıması gerekir. Halka arz edilmeksizin satışlarda yatırımcıya aracın risklerini anlayıp kabul ettiğini gösteren beyan imzalatılır; nitelikli yatırımcıya satış beyanı ayrıca bu sıfatı

içerir. MKK'da niteliği kayıtlı yatırımcıdan yeniden beyan alınması gerekmesi de tahsisli satış beyanı her satış için ayrı değerlendirilir ve alınan belgeler beş yıl saklanır.

Halka arz yoluyla satışta üç ana yöntem bulunur. Talep toplama yönteminde yatırımcıların talepleri önceden açıklanmış kurallar uyarınca alınır ve ancak talep süresi bittikten sonra dağıtım yapılır. Talep toplanmaksızın satışta belirli fiyattan, yatırımcılar arasında eşitsizlik yaratmayacak bir usul izlenir. Borsada satışta ise borsanın birincil piyasa düzeni uygulanır. Payları borsada işlem gören ortaklıkların işlem sırası bulunan bir gruba dâhil paylarında, yeni pay alma haklarından sonra kalan payların borsada satılması zorunludur. Satış yöntemi yalnızca operasyonel tercih değildir; fiyat oluşumu, talep önceliği ve yatırımcıların eşitliği üzerinde doğrudan sonuç yaratır.

Talep toplanmanın sabit fiyat, fiyat teklifi ve fiyat aralığı biçimleri vardır. Sabit fiyat yönteminde pay için tek fiyat, pay dışındaki araç için sabit iskonto, kupon faizi veya benzeri ölçüt belirlenir. Fiyat teklifi yönteminde pay için asgari satış fiyatının üzerindeki teklifler, diğer araçlarda ise belirlenen ölçütlere dayalı teklifler toplanır. Fiyat aralığı yönteminde taban ve tavan belirlenir; tavan fiyat tabanın yüzde yirmi fazlasını aşamaz. Taleplerin alınması, mutlaka karşılanacağı anlamına gelmez. İzahnamede aksi yazmıyorsa yatırımcı talep süresi içinde talebini değiştirebilir veya geri alabilir. Araçların halka arz yoluyla satış süresi kural olarak iki iş gününden az, yirmi iş gününden fazla olamaz; borsada talep toplanarak satışta süre iki ile üç iş günü arasındadır.

Satışa başlama zamanı yatırımcının bilgiye erişmesiyle bağlantılıdır. Halka arza en erken izahname ve fiyat tespit raporundan daha geç yayımlananı izleyen üçüncü gün başlanabilir. Halihazırda halka arz ettiği araçlar borsada işlem gören ihraççılarda süre takip eden iş günü olarak uygulanabilse de ilk pay halka arzında üç günlük bekleme korunur. Fiyat ya da aralık satıştan önce aşağı yönlü değiştirilirse yeni açıklamayı izleyen ikinci güne kadar beklenir; talep toplama sürerken değişiklik yapılırsa süreye en az iki iş günü eklenir. Böylece fiyat değişikliğinin yatırımcının değerlendirme zamanını aşındırması önlenir.

Halka arz fiyatı, aralığı, faiz veya iskonto oranı izahnamede kesin değilse hangi ölçütlerle belirleneceği açıklanır. Kesinleşen bilgi halka arz bittikten sonra bir iş günü içinde özel durum açıklamasıyla duyurulur. Bedelli sermaye artırımında yeni pay alma hakkı kullanım fiyatını ortaklığın yetkili organı belirler; Kurul, piyasa veya defter değeri nominal değer üzerindeyse nominal üstü fiyat isteyebilir. Pay dışındaki araçların halka arz edilmeksizin satış fiyatında piyasa koşulları, ortaklığın ve ortakların menfaati ile ihraççının içinde bulunduğu durum birlikte gözetilir.

Tahsisat, halka arz edilen miktarın izahnamede tanımlanan yatırımcı gruplarına ayrılmasıdır. Kural olarak nominal değer en az yüzde onu yurt içi bireysel, yüzde onu yurt içi kurumsal yatırımcılara ayrılır. Borsada satış, talep toplanmaksızın satış ve düzenlemede sayılan bazı durumlar bu zorunluluktan ayrılır. Talep sonunda izahnamede açıklanmış olmak, asgari oranları korumak ve hiçbir grubun açıklanan tahsisatını yüzde yirmiden fazla azaltmamak şartıyla gruplar arasında kaydırma yapılabilir. Bir grubun talebi tahsisini karşılamıyorsa kullanılmayan bölüm diğer gruplara aktarılabilir. Kurul piyasa değeri, koşullar ve ihraç talebini dikkate alarak asgari oranları değiştirebilir.

Dağıtımda temel ilke, aynı yatırımcı grubundakilere taleplerin hangi kuruluştaki toplandığına bakılmaksızın eşit ve adil davranılmasıdır. Sabit fiyat veya fiyat aralığında talep arzdan azsa bütün talepler karşılanır. Fazlaysa eşit dağıtım adımları ya da izahnamede açıklanmış oransal dağıtım uygulanabilir. Fiyat teklifi yönteminde teklifler yüksekten düşüğe sıralanır; en çok aracın satılabildiği düzey satış fiyatını oluşturur ve o düzeyde karşılanmayan talepler oransal dağıtılır. Mükerrer taleplerde kural olarak yatırımcının en yüksek talebi hesaba katılır. Nitelikli veya kurumsal grupta farklı dağıtım ilkeleri kullanılacaksa bunlar önceden ayrıntılı açıklanmalıdır.

Talep süresi bittikten sonra yetkili kuruluş veya konsorsiyum lideri iki iş günü içinde yatırımcı ve talep bilgilerini içeren dağıtım listesini hazırlar; ihraççı veya halka arz eden listeyi izleyen iki iş günü içinde onaylar. Karşılanmayan taleplerin bedelleri onaylı listenin teslimini izleyen iş günü iade edilir. Kayden izlenen araçlarda satış, aracın MKK'daki yatırımcı hesabına aktarılmasıyla tamamlanır. Talep ve satış kayıtları beş yıl saklanır; satışın nihai tutarı, yatırımcı grupları, dağıtım oranları ve önemli alımlar mevzuattaki sürelerde kamuya açıklanır. Böylece satış süreci yalnızca aracın el değiştirmesiyle değil, eşitlik, izlenebilirlik ve hesap verebilirlikle tamamlanır.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.2 · Varlık Finansmanına İlişkin Menkul Kıymetler (Kavramsal Çerçeve, Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği III-58.1 ve Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği III-59.1)

Varlık Finansmanı: Menkul Kıymetleştirme ile Teminatlı İhracın Ayrımı

KISACA

Varlık finansmanı, kredi ve alacaklardan doğan nakit akımlarının sermaye piyasası aracına dönüştürülmesine dayanır. Bilanço dışı menkul kıymetleştirmede varlıklar bir fona veya ipotek finansmanı kuruluşuna devredilir; varlığa ya da ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerine yapılacak ödemeler bu portföyün nakit akımlarından karşılanır. VDMK için varlık finansmanı fonu, İDMK için konut finansmanı fonu kurulur. Fon tüzel kişiliği olmayan, yatırımcılar hesabına inançlı mülkiyetle yönetilen ayrı bir malvarlığıdır ve varlıkları kurucu ile kaynak kuruluşun malvarlığından korunur.

Teminatlı menkul kıymetler ise bilanço içi yapıdır. İpotek veya diğer varlıklar ihraççının bilançosunda kalır; İTMK ve VTMK ihraççının genel yükümlülüğü niteliğindedir, fakat yatırımcı için teminat defterinde ayrıştırılmış varlık havuzu oluşturulur. Bu yapı yatırımcıya hem ihraççıya hem teminat havuzuna dayanan çift kaynaklı koruma sağlar. Teminat uyumu nominal değer, nakit akımı ve net bugünkü değer ölçüleriyle izlenir; gerekli durumlarda stres testi uygulanır. Varlığa dayalı araçlarda riskin fondaki portföye aktarılması, teminatlı araçlarda ise ihraççı üzerinde kalması iki sistemi ayıran temel noktadır. Her iki modelde de ayrı kayıt, bağımsız gözetim, kamuyu aydınlatma ve yatırımcı alacaklarının diğer malvarlıklarından korunması esastır.

Varlık finansmanının çıkış noktası, kredi ve alacak gibi tek başına kolayca alınıp satılamayan varlıkları sermaye piyasasında işlem görebilen finansman kaynaklarına dönüştürmektir. Bir banka konut veya ticari kredi kullandığında uzun vadeli bir alacak edinir; ancak verdiği fon hemen geri dönmez. Bu alacakların nakit akımlarını bir menkul kıymetin ödemelerine bağlamak, kredi veren kuruluşa yeni finansman alanı açar ve yatırımcıya farklı risk-getiri özellikleri sunar. Yapının nasıl kurulduğuna göre varlıklar ihraççının bilançosundan çıkarılabilir ya da teminat olarak bilanço içinde tutulabilir.

Menkul kıymetleştirme, seçilmiş alacakların özel amaçlı bir yapıya devredilmesi ve bu varlıklardan beklenen nakit akımları karşılığında menkul kıymet ihraç edilmesidir. Devreden kuruluş likit olmayan alacağını nakde dönüştürerek yeni kredi veya yatırım için kaynak sağlar. Portföyün ihraççıdan ayrılması, yatırımcının doğrudan devreden şirketin bütün ticari risklerine değil, seçilen varlık havuzunun performansına maruz kalmasını mümkün kılar. Buna karşılık alacakların ödenmemesi, erken ödeme, vade ve faiz uyumsuzluğu gibi riskler portföyün nakit akışını bozabilir. Kaliteyi desteklemek için fazla varlık devri, garanti, sigorta, yedek hesap veya farklı öncelikte tertipler kullanılabilir.

Konut finansmanında iki model arasındaki ayrım belirgindir. İpoteğe dayalı menkul kıymetler bilanço dışı menkul kıymetleştirme ürünüdür; konut kredileri fon veya ipotek finansmanı kuruluşuna devredilir. İpotek teminatlı menkul kıymetler ise bilanço içi üründür; krediler ihraççının bilançosunda kalır ve yatırımcı için özel bir teminat havuzunda izlenir. Aynı ayrım daha geniş varlık kümesinde varlığa dayalı menkul kıymet ile varlık teminatlı menkul kıymet arasında görülür. Bilanço dışı modelde varlık ve risk

özel amaçlı yapıya geçerken, bilanço içi modelde ihraççı borçlu kalır ve teminat havuzu ek koruma sağlar.

III-58.1 sayılı Tebliğ, varlığa dayalı menkul kıymetleri ve ipotekle dayalı menkul kıymetleri birlikte düzenler. VDMK, varlık finansmanı fonunun veya ipotek finansmanı kuruluşunun devralacağı varlıklar; İDMK ise konut finansmanı fonunun veya ipotek finansmanı kuruluşunun devralacağı konut finansmanı varlıkları karşılık gösterilerek ihraç edilir. İhracın fon üzerinden yapılması hâlinde VDMK için VFF, İDMK için KFF kurulması gerekir. Fon, içtüzükle kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığıdır. Sicil işlemleri bakımından sınırlı olarak tüzel kişiliğe sahip sayılması, devri sicile bağlı varlıkların fon adına kaydedilebilmesini sağlar.

Fonun malvarlığı kurucu, hizmet sağlayıcı ve kaynak kuruluştan ayrıdır. VİDMK itfa edilinceye kadar bu varlıklar başka amaçla kullanılamaz, kamu alacağı için dahi haczedilemez, ihtiyati tedbire konu edilemez ve ilgililerin iflas masasına girmez. Bu ayrılık menkul kıymetleştirmenin temel korumasıdır. Fonun günlük yönetimi, tahsilatlar, kayıt düzeni ve yatırımcıya ödemeler fon kurulu gözetiminde yürütülür. Hizmet sağlayıcı portföydeki varlıkların tahsilatını ve idari işlemlerini gerçekleştirir; fon denetçisi iç kontrolün işleyişini izler. Fon kurulunun üyeleri arasında bağımsız üye ve Düzey 3 lisanslı üye bulunması, kararların yatırımcı menfaatinden kopmasını önlemeye yöneliktir.

VİDMK halka arzla, nitelikli yatırımcıya veya koşulları sağlanırsa tahsisli biçimde ihraç edilebilir. Halka arz tek seferde yapılır, borsada işlem görür ve her tertip için kredi derecelendirmesi gerekir. Fon portföyü ihraçtan sonra en geç bir ay içinde, varlık değeri toplam yükümlülükten az olmayacak biçimde oluşturulur. VFF'ye tüketici ve ticari kredi alacakları, finansal kiralama ve belirli ticari alacaklar, TOKİ alacakları, teminatlı menkul kıymetler ile nakit değerlendirme araçları alınabilir. KFF'de ise esas olarak ipotekli konut finansmanı alacakları, konut finansal kiralama alacakları, belirli ipotekli ticari alacaklar ve TOKİ konut alacakları bulunur. Portföye girişte kredinin sınıflandırması, teminatın değeri, sigorta ve sicil koşulları kontrol edilir.

Fon portföyünün kalitesi yalnızca ilk devirde değil, bütün vade boyunca korunur. Kaynak kuruluş veya kurucu, kural olarak ihraç edilen VİDMK'nın nominal değerinin yüzde beşini satın alıp vade sonuna kadar tutarak riskin bir bölümünü paylaşır. Farklı kredi kalitesindeki tertiplerde bu yükümlülük en düşük kaliteye yöneltilebilir. Varlık nakit akımları ödemeleri karşılamazsa sigorta veya garanti, farklı öncelikte tertip, yedek hesap ya da Kurulca uygun görülen başka yöntemler devreye girebilir. Fon geri ödeme güçlüğüne düşerse Kurul fon kurulunun değiştirilmesini veya fonun başka kurucuya devrini isteyebilir; ilk kurucunun verdiği garanti bu devirle sona ermez.

III-59.1 sayılı Tebliğdeki teminatlı menkul kıymet yapısı farklıdır. İTMK ve VTMK ihraççının genel yükümlülüğü niteliğindeki borçlanma araçlarıdır. VTMK bankalar, ipotek finansmanı kuruluşları ve düzenlemede sayılan diğer kurumlarca; İTMK ise konut finansmanı kuruluşları ile ipotek finansmanı kuruluşlarınca ihraç edilebilir. Varlıklar devredilmez; ihraççının bilançosunda kalır, fakat teminat defterinde diğer malvarlığından ayrıştırılır. İhraççı mali sıkıntıya düşse dahi teminat varlıklarından sağlanan tahsilatlar öncelikle TMK yükümlülüklerine yönelir. Yatırımcı böylece hem ihraççının genel ödeme yükümlülüğüne hem ayrılmış teminat havuzuna dayanır.

Teminat defteri, varlıkların ve türev sözleşmelerinden doğan hak ile yükümlülüklerin günlük izlenmesini sağlar. TMK itfa edilinceye kadar teminat varlıkları amacı dışında kullanılamaz, rehnedilemez, haczedilemez veya iflas masasına alınamaz. İTMK havuzunda ipotekli konut finansmanı alacakları, belirli ipotekli ticari alacaklar ve ikame varlıklar; VTMK havuzunda daha geniş kredi, finansal kiralama, faktoring, TOKİ ve benzeri alacaklar bulunabilir. Varlıkların teminat niteliği, sigorta ve değerlendirme koşulları devamlı gözetilir.

Teminat uyumunun üç temel ölçüsü vardır. Nominal değer uyumu, teminat varlıklarının nominal değerinin TMK nominal değerinden az olmamasını; nakit akımı uyumu, gelecek bir yıllık faiz ve benzeri gelirlerin aynı dönemin ödeme yükümlülüklerini karşılamasını; net bugünkü değer uyumu ise teminatların bugünkü değerinin toplam yükümlülüklerden gerekli fazlayı içermesini ister. İTMK’da bu fazlanın en az yüzde iki olması gerekir. Faiz ve kur hareketlerine duyarlılık stres testleriyle ölçülür; İTMK’da her durumda, VTMK’da para birimi veya faiz türü uyumsuzluğu varsa test yapılır. Uyum her değişiklikte ve en az ayda bir kontrol edilir. İhlal bir ay içinde düzeltilir; bu sürede tahsilatlar ayrı hesapta tutulur ve yalnızca muaccel yükümlülüklerle kullanılır.

Teminat sorumlusu, bilgi sistemleri bağımsız denetimi yapmaya yetkili ve ihraççının finansal tablolarını denetleyen kuruluştan bağımsız bir denetim kuruluşudur. Teminat defterinin doğru kurulmasını, varlık kayıtlarını, uyum hesaplarını ve stres testini inceler; halka arzlarda en az üçer aylık, diğer ihraçlarda en az altışar aylık dönemlerde rapor verir. İhraççı yükümlülüklerini yerine getiremezse tahsilatların ayrı hesapta tutulup tutulmadığını ve teminatın yeterliliğini kontrol eder. Böylece bilanço dışı fon modelinde varlık devri ve ayrı malvarlığı, bilanço içi TMK modelinde ise teminat defteri, çift yönlü alacak ve bağımsız gözetim yatırımcı korumasının farklı araçları hâline gelir.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.3 · Faizsiz Finans Araçları (Kavramsal Çerçeve ve Kira Sertifikaları Tebliği III-61.1)

Faizsiz Finans ve Kira Sertifikaları: Varlık, Gelir ve Risk Bağı

KISACA

Faizsiz finans, önceden belirlenmiş risksiz faiz yerine meşru bir varlık, ticari işlem veya ortaklıkla kurulan finansmanı esas alır. Faiz, sözleşmenin temel unsurlarındaki aşırı belirsizlik, haram faaliyet ve kumar niteliğindeki spekülasyon yasaklanır; varlığa dayalı finansman ile kâr-zarar ortaklığı temel kurucu unsurlardır. Murabaha, icara, mudaraba, muşaraka, istisna ve selem farklı ihtiyaçları bu ilkelerle karşılayan başlıca yöntemlerdir.

Kira sertifikası, her türlü varlık ve hakkın finansmanı için varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahibine dayanak varlık veya haktan doğan gelir üzerinde payı oranında hak sağlayan menkul kıymettir. VKŞ yalnızca kira sertifikası ihraç etmek üzere kurulan anonim şirket niteliğinde sermaye piyasası kurumudur. Sertifikalar sahipliğe, yönetim sözleşmesine, alım-satıma, ortaklığa, eser sözleşmesine veya bunların birleşiminden oluşan hibrit yapıya dayanabilir. Tür, gelirin hangi hukuki işlemde doğduğunu ve yatırımcının hangi riski taşıdığını belirler. Dayanak varlık ve haklar her tertip için ayrı izlenir; sertifikalar itfa edilinceye kadar haciz, rehin ve iflas riskinden korunur. Halka arz edilenler borsada işlem görür, yurt içi ihraçlar MKK'da hak sahibi bazında kayden izlenir. Yatırımcı raporu da gelir, tahsilat ve ödemelerin düzenli görünmesini sağlar.

Faizsiz finans, finansal sistemden paranın zaman değerini bütünüyle çıkarmaz; önceden belirlenmiş riskten bağımsız faiz getirisini finansmanın temeli yapmaz. Bir malın peşin fiyatı ile vadeli satış fiyatının farklı olabilmesi, vadeye ekonomik değer tanındığını gösterir. Ancak yalnızca para verip vade sonunda kesin bir fazlalık almak yerine finansman gerçek bir varlığa, ticari işleme, hizmete veya ortak girişime bağlanır. Fon sağlayan taraf ya bir malın alım-satım ya da kiralama sürecine katılır ya da girişimin kâr ve zarar riskini paylaşır.

Faizsiz finansın dört ana yasağı birbirini tamamlar. Faiz yasağı, anapara üzerindeki önceden belirlenmiş ve borç verenin ticari risk taşımadığı fazlalığı dışlar. Aşırı belirsizlik yasağı, sözleşmenin konusu, bedeli, süresi veya teslimi gibi kurucu unsurlarda tarafların kararını bozacak önemli belirsizliği engeller. Sözleşme konusu meşru olmalı; yasaklanmış mal veya faaliyet finansmanın dayanağı hâline gelmemelidir. Kumar niteliğindeki spekülasyon da tarafların gerçek bir ekonomik faaliyet yerine salt tesadüfe dayalı kazanç peşinde olduğu yapıları dışlar. Bu yasaklar, varlığa dayalı finansman ve kâr-zarar ortaklığı ilkeleriyle olumlu bir çerçeveye dönüşür.

Faizsiz finans yöntemleri aynı hukuki yapıyı tekrar etmez. Mudarabada bir taraf sermayeyi, diğer taraf emeği ve uzmanlığı sağlar; kâr önceden belirlenen oranda paylaşılır, girişimcinin kusuru yoksa mali zarar sermayedara aittir. Muşarakada taraflar sermayeye birlikte katılır; kâr sözleşmedeki orana, zarar sermaye paylarına göre paylaşılır. Murabaha bir ortaklık değil, malın maliyeti ve kâr marjı açıklanarak vadeli satıldığı işlemidir. İcarada varlık belirli bedel ve süreyle kiralanır. İstisna gelecekte üretilecek ya

da inşa edilecek eserin siparişini, selem ise bedelin peşin ödendiği ve nitelikleri belirlenmiş malın ileride teslimini konu alır. Bu yöntemlerin ortak noktası, getiriye tanımlı bir ekonomik işlemle ilişkilendirmesidir.

Kira sertifikası, bu işlemlerin sermaye piyasasında yatırımcılardan fon toplayacak biçimde yapılandırılmasını sağlar. III-61.1 sayılı Tebliğe göre kira sertifikası, her türlü varlık ve hakkın finansmanı amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilir ve sahibine o varlık veya haktan elde edilen gelirler üzerinde payı oranında hak verir. VKŞ, yalnızca kira sertifikası ihraç etmek üzere anonim şirket biçiminde kurulan sermaye piyasası kurumudur. Sertifikanın getirisi VKŞ'nin genel ticari faaliyetinden değil, ihraca dayanak işlem ve varlıkların ürettiği gelirden doğar.

Sahipliğe dayalı sertifikada VKŞ, kaynak kuruluştan bir varlık veya hakkı devralır; bunu kaynak kuruluşu ya da üçüncü kişiye kiralar veya kendi adına yönettirir. Devir gerçek ve hukuken geçerli olmalı, sicile bağlı varlıkta gerekli tescil yapılmalıdır. VKŞ temerrüt durumunda varlık üzerinde doğrudan tasarruf yetkisine sahip olur. İhraç tutarı değerlendirme raporundaki gerçeğe uygun değerın yüzde doksanını aşamaz. Varlık üzerindeki yatırımcı menfaatini zedeleyecek haciz veya üçüncü kişi hakkı da ihraca engeldir.

Yönetim sözleşmesine dayalı sertifikada mülkiyet VKŞ'ye geçmez. Kaynak kuruluşu ait varlık veya hak, kiralama dâhil yöntemlerle VKŞ lehine yönetilir ve elde edilen gelir sözleşmedeki esaslara VKŞ'ye aktarılır. Alım-satıma dayalı sertifikada VKŞ bir varlık veya hakkı spot piyasadan satın alır, maliyetinin üzerinde vadeli olarak fon kullanıcısına satar. İşlem, ihraç fonunun hesaba geçmesini izleyen iş günü tamamlanmazsa toplanan para en geç sonraki iş günü yatırımcıya iade edilir. Dayanak varlık likit bir piyasada alınıp satılabilir olmalıdır.

Ortaklığa dayalı sertifikada VKŞ, yatırımcılar adına ortak girişime sermaye koyar. Kâr sözleşmede belirlenen oranla paylaşılır; zarar, kötü niyet veya hukuka aykırılık yoksa tarafların koyduğu sermaye ölçüsünde taşınır. Yalnız VKŞ'nin sermaye koyduğu emek-sermaye modelinde de VKŞ'nin zararı koyduğu sermayeyle sınırlıdır. İhraç tutarı ortak girişimin değerlendirme raporundaki gerçeğe uygun değerının yüzde doksanını aşamaz ve yatırımcı yararına rehin kurulması gerekir. Eser sözleşmesine dayalı sertifikada VKŞ iş sahibi sıfatıyla bir yapım veya üretim sözleşmesine taraf olur; eser tamamlanıp satılır veya kiralanır. Bu türde de ihraç tutarı değerlemenin yüzde doksanı ile sınırlıdır; eser bedeli peşin ödeniyorsa tamamlanma riskine karşı teminat alınır.

Hibrit yapı, birden fazla sertifika türünün aynı ihraçta birleşmesidir. İhracın adı, havuzda ağırlığı bulunan varlık veya işlem türüne göre belirlenir. Bu sınıflandırma yalnızca isimlendirme değildir. Sertifika sahibinin gelirinin kira, ticari satış, ortaklık kârı veya eser bedelinden hangisine bağlı olduğunu; dayanak varlığın mülkiyetinin VKŞ'ye geçip geçmediğini ve zararın nasıl paylaşılacağını gösterir. Dolayısıyla kira sertifikası sabit ve risksiz bir borç vaadi olarak değil, dayanak hukuki işlemin nakit akımına katılım olarak değerlendirilmelidir.

VKŞ'ye devredilen veya onun adına izlenen varlık ve haklar, ilgili tertip sona erene kadar amaç dışı kullanılamaz, rehnedilemez, teminat gösterilemez, haczedilemez ve iflas masasına girmez. Her tertibin varlığı, geliri, gideri ve yükümlülüğü muhasebede ayrı izlenir. Fon kullanıcısının ödememesi hâlinde

dayanak varlığın satılması da dâhil yatırımcıyı koruyacak tedbirler ihraç başvurusundan önce sözleşmelerde kurulmalıdır. VKŞ yönetim kurulunda en az bir bağımsız üye bulunur; çıkar çatışması doğuran önemli işlemler bağımsız üyenin olumlu oyuna bağlanabilir.

Kira sertifikaları halka arzla veya halka arz edilmeksizin tahsisli ya da nitelikli yatırımcıya satılabilir. Halka arz edilen sertifikaların borsada işlem görmesi gerekir. Yurt içindeki sertifikalar MKK nezdinde hak sahibi bazında kayden izlenir. Değerleme, sahipliğe, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı yapılarda yatırımcıya aktarılan değer dayanak varlıkla ölçülü olmasını sağlar. VKŞ yönetim kurulu, sertifika itfa edilene kadar üçer aylık dönemlerde dayanak varlık ve haklardan tahakkuk eden gelirleri, tahsilatları ve yatırımcı ödemelerini içeren rapor hazırlar. Böylece faizsiz finansın varlık ve risk bağı, hukuki yapı, ayrı kayıt ve dönemsel açıklamalarla yatırımcı tarafından izlenebilir hâle gelir.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.4 - Gayrimenkul Sertifikaları (Kavramsal Çerçeve ve Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği VII-128.2)

Gayrimenkul Sertifikaları: Proje Finansmanı ile Edim Seçeneğinin Birleşmesi

KISACA

Gayrimenkul sertifikası, belirli bir gayrimenkul projesindeki bağımsız bölümün veya bağımsız bölümün belirli alan birimlerinin temsil edildiği sermaye piyasası aracıdır. Sertifika, yatırımcıya doğrudan tapu payı vermek yerine proje tamamlandığında iki farklı edimden birini isteme imkânı sağlar. Yeterli sertifikayı biriktiren yatırımcı asli edim yoluyla bağımsız bölümün mülkiyetini ve teslimini talep edebilir. Bu yolu seçmeyen yatırımcı bakımından tali edim uygulanır; sertifikalara karşılık gelen bölümler satılır ve elde edilen tutar hak sahiplerine dağıtılır.

Sistem, projenin henüz inşa aşamasındayken sermaye piyasasından fon bulmasını sağlarken yatırımcıyı proje riskine karşı koruyan bir yapı kurar. İhraçtan sağlanan fon özel bir hesapta tutulur ve tamamı baştan ihraççıya bırakılmaz. Kaynakların bir bölümü başlangıçta, önemli bölümü inşaat ilerleme raporlarıyla, kalan kısmı ise edimlerin yerine getirilmesinden sonra serbestleşir. Edim sorumlusu, asli ve tali edim süreçlerinin Tebliğe uygun yürütülmesini gözetten bağımsız taraftır. Yurt içindeki halka arz ve nitelikli yatırımcıya satışlarda sertifikalar borsada işlem görür ve MKK nezdinde kayden izlenir. Gecikme ortaya çıktığında fizibilite raporu, ek süre ve yatırımcıların karar mekanizması devreye girer; proje fonları da amacı dışında kullanım, haciz ve iflas risklerine karşı ayrıştırılır.

Gayrimenkul sertifikası, bir gayrimenkul projesinin finansman ihtiyacını çok sayıda yatırımcının katılımıyla karşılamaya yarayan, fakat sahibine klasik bir ortaklık payı vermeyen sermaye piyasası aracıdır. Her sertifika, projedeki belirli bir bağımsız bölümün tamamını veya önceden belirlenmiş bir alan birimini temsil eder. Böylece yüksek bedelli bir taşınmaza tek başına erişemeyen yatırımcı küçük birimler hâlinde projeye katılabilir; ihraççı ise satış gelirinin tamamını projenin bitmesini beklemeden sermaye piyasasından sağlayabilir. Aracın ayırt edici yanı, yatırımcının vade sonunda yalnızca nakit ödeme beklemek zorunda olmaması, yeterli sertifikaya ulaştığında taşınmazı edinmeyi de seçebilmesidir.

Bu seçenekler asli edim ve tali edim kavramlarıyla açıklanır. Asli edim, sertifikaların temsil ettiği bağımsız bölümün mülkiyetinin yatırımcıya geçirilmesi ve bölümün teslim edilmesidir. Bir bağımsız bölüm için gereken sertifika sayısını toplayan yatırımcı, belirlenen başvuru döneminde bu hakkını kullanır. Birden fazla kişinin aynı bağımsız bölüm için yeterli sertifikaya sahip olması hâlinde izahnamede açıklanan tahsis ve öncelik kuralları uygulanır. Tali edim ise asli edimi istemeyen veya bunun için yeterli sertifikayı bir araya getiremeyen yatırımcıların nakde ulaşma yoludur. İhraççı, bu sertifikalara karşılık gelen bağımsız bölümleri satar; satıştan elde edilen tutarı giderler düşüldükten sonra hak sahiplerine sertifika oranında dağıtır. Bu nedenle sertifikanın ekonomik sonucu, yatırımcının tercihi ve elindeki birim sayısına göre taşınmaz teslimi ya da satış geliri olabilir.

İhraççı, Tebliğde aranan proje ve mali yeterlilik koşullarını taşımalı; proje için gerekli mülkiyet, arsa payı veya uygun haklara sahip olmalı ve yapılaşmanın hukuki temelini oluşturmalıdır. Projenin değerlemesi, bağımsız bölümlerin sertifika sayıları ve edim takvimi ihraç belgelerinde açıkça gösterilir. Yurt içinde halka arz edilen veya nitelikli yatırımcılara satılan gayrimenkul sertifikaları borsada işlem görür. Haklar Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde kayden izlenir. Borsada işlem görme imkânı, vade öncesi likidite sağlayabilir; ancak piyasa fiyatı projenin ilerleme durumu, gayrimenkul değerleri ve asli ya da tali edim beklentileri nedeniyle ihraç fiyatından ayrılabilir.

Edim sorumlusu sistemin yatırımcı koruması bakımından merkezindedir. Sermaye piyasasında bağımsız denetim yapmaya yetkili bu kuruluş, asli edimde devir ve teslimin, tali edimde satış ile dağıtımın ihraççı tarafından Tebliğe ve ihraç belgelerine uygun gerçekleştirilip gerçekleştirilmediğini kontrol eder. Proje bitse bile sertifikanın kendiliğinden tapuya dönüşmediği unutulmamalıdır. Yatırımcı usulüne uygun talepte bulunur, gerekli sertifikaları teslim eder ve varsa izahnamede belirtilen ek yükümlülükleri yerine getirir. Edim sorumlusu, bağımsız bölümlerin satış fiyatlarının değerlendirme raporlarına ve piyasa koşullarına uygunluğunu da inceler; çünkü tali edim yatırımcısının elde edeceği tutar bu satış sonucuna bağlıdır.

İhraçtan toplanan paranın proje dışında kullanılmasını önlemek için fonlar özel bir hesapta izlenir ve aşamalı biçimde serbest bırakılır. Kaynağın yüzde yirmi beşi ihraççıya başlangıçta aktarılabilir. Yüzde altmış beşlik bölüm, inşaat ilerleme raporlarında gerçekleştiği belirlenen seviyeye paralel olarak çözülür. Kalan yüzde on ise asli ve tali edimlerin yerine getirilmesinden sonra ihraççıya verilir. Bu dağılım, yatırımcı parasının büyük bölümünü fiili proje ilerlemesine bağlar. Özel hesaptaki fonların amacı dışında tasarrufa konu edilmemesi ve ihraççının diğer borçlarından ayrılması, aracın yalnızca sözleşmesel bir vaat olarak kalmamasını sağlar.

Projenin öngörülen sürede tamamlanamaması özel bir prosedürü başlatır. Gecikmenin anlaşılmasından sonra fizibilite raporu hazırlatılarak projenin tamamlanabilirliği, gereken ek süre ve mali ihtiyaç değerlendirilir. Bu raporun on beş iş günü içinde hazırlanması esastır. Mücbir sebepler dışında tanınabilecek ek süre yüz seksen günü aşamaz. Ek sürede de yükümlülüklerin yerine getirilememesi veya raporun projenin tamamlanamayacağını göstermesi hâlinde sertifika sahiplerinin toplantısı aracılığıyla projenin devamı, başka bir tarafça tamamlanması veya tasfiye seçenekleri karara bağlanabilir. Böylece gecikme, yalnızca ihraççının tek taraflı kararına bırakılmaz.

Gayrimenkul sertifikasını değerlendirirken üç risk birlikte düşünülmelidir. Proje riski, inşaatın maliyet, izin veya süre sorunlarıyla karşılaşmasıdır. Piyasa riski, sertifikanın ve bağımsız bölümlerin değerinin gerilemesidir. Likidite riski ise yatırımcının sertifikayı istediği anda uygun fiyattan satamamasıdır. Asli edimi isteyen kişinin yeterli sertifika sayısına ulaşamaması da ayrı bir ekonomik risktir. Fonların ayrıştırılması, aşamalı ödeme, değerlendirme, kamuyu aydınlatma ve edim sorumlusu bu riskleri azaltır; fakat gayrimenkul değerini veya projenin başarısını garanti etmez.

Kentsel dönüşüm projelerinde kamu yararı ve uygulama özellikleri nedeniyle bazı koşullar farklılaşabilir. Bununla birlikte temel mantık değişmez: sertifika belirli bir projeye bağlıdır, yatırımcı hakları ihraç belgelerinde tanımlanır, proje gelirleri korunan bir düzende tutulur ve asli ya da tali edim sonunda

somut bir sonuca bağlanır. Sınav bakımından en önemli ayrım, sertifikanın doğrudan taşınmaz mülkiyeti olmadığı; mülkiyetin ancak asli edim koşulları yerine getirildiğinde kazanıldığıdır. Tali edimde ise yatırımcıya bağımsız bölüm değil, satıştan doğan payı ödenir.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.5 - Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları (Kavramsal Çerçeve ve Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği VII-128.3)

Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları: Hak, Kaldıraç ve Bariyer Mantığı

KISACA

Varant, sahibine dayanak varlığı veya göstergesi önceden belirlenen fiyat, vade ve esaslar çerçevesinde alma ya da satma hakkı veren; fakat bu hakkı kullanma zorunluluğu yüklemeyen sermaye piyasası aracıdır. Alım varantı dayanak değerin yükselmesi, satım varantı ise düşmesi beklentisine dayanır. Yatırımcı hakkı edinmek için prim öder. Varantın değeri dayanak fiyatı yanında kullanım fiyatı, kalan süre, oynaklık ve ihraççının kredi riskinden etkilenir. Kaldıraç yüksek getiri olasılığı yaratırken yatırımcının ödediği primin tamamını kaybetmesine de yol açabilir; varant dayanak varlığın mülkiyet veya ortaklık haklarını vermez.

Yatırım kuruluşu sertifikaları, getirisi dayanak varlığın veya göstergenin performansına bağlanan yapılandırılmış araçlardır. İskontolu sertifikalar belirli bir üst sınır karşılığında dayanağa indirimli katılım, turbo sertifikalar bariyer ve nakavt özelliği, endeks sertifikaları bir göstergenin izlenmesi, prim ödeyen sertifikalar ise koşula bağlı ek ödeme mantığı taşır. Turbo üründe bariyere ulaşılması vade beklenmeden sona ermeye ve varsa artık değerin ödenmesine neden olabilir. İhraççı; gerekli kredi notunu taşıyan banka veya aracı kurum, bu nitelikteki bir kuruluşun garantisi altındaki Türkiye'de yerleşik banka veya aracı kurum ya da garantörün şirketler topluluğundaki başka bir kuruluş olabilir. Kayden izleme, borsada işlem görme ve piyasa yapıcılığı yatırımcıların hak ve likidite düzenini oluşturur.

Varantlar ve yatırım kuruluşu sertifikaları, getirisi başka bir varlığın veya göstergenin değerine bağlı olan yapılandırılmış sermaye piyasası araçlarıdır. Varant, sahibine belirli bir dayanak varlığı, dayanak gösterge üzerinden hesaplanan değeri ya da bunların nakit karşılığını önceden belirlenen koşullarda alma veya satma hakkı verir. Bu hak yatırımcı bakımından zorunluluk değildir. İhraççı ise koşullar gerçekleştiğinde varanttan doğan edimi yerine getirmekle yükümlüdür. Uzlaşma, dayanağın kayden teslimiyle veya aradaki farkın nakit ödenmesiyle yapılabilir.

Alım varantı, dayanak varlığı kullanım fiyatından alma hakkıdır ve esas olarak dayanak fiyatının yükselmesi beklentisiyle tercih edilir. Satım varantı ise dayanak varlığı kullanım fiyatından satma hakkı sağladığından düşüş beklentisine uygundur. Yatırımcı bu hakkı prim ödeyerek satın alır. Vade sonunda alım varantında dayanak fiyatının kullanım fiyatını aşması, satım varantında ise dayanak fiyatının kullanım fiyatının altına inmesi ekonomik değer yaratır. Yine de başa baş noktasının değerlendirilmesinde ödenen prim de hesaba katılır. Beklenti gerçekleşmezse yatırımcı hakkını kullanmaz ve kaybı ödediği primle sınırlı kalır.

Varantın piyasa değeri yalnızca dayanağın anlık fiyatından oluşmaz. Kullanım fiyatı ile dayanak fiyatı arasındaki ilişki içsel değeri, vade sonuna kadar olumlu hareket ihtimali ise zaman değerini etkiler. Vade yaklaştıkça diğer koşullar değişmese bile zaman değeri azalabilir. Dayanak varlığın beklenen

oyunaklığı arttığında hakkın kârlı hâle gelme ihtimali genellikle yükseldiğinden varant primi de etkilenir. Faiz, temettü beklentisi, arz-talep ve ihraççının kredi değerliliği de fiyatın parçalarıdır. Bu nedenle dayanak doğru yönde hareket etse bile hareketin büyüklüğü ve zamanı yeterli değilse varant yatırımcısı zarar edebilir.

Kaldıraç, küçük bir primle dayanağın daha büyük nominal tutardaki hareketine maruz kalınmasını sağlar. Dayanaktaki sınırlı değişim varant fiyatında oransal olarak daha büyük değişim doğurabilir. Bu özellik kazancı büyütebildiği gibi primin tamamının kısa sürede kaybedilmesi riskini de büyütür. Varant sahibi, payı dayanak alan bir üründe dahi ortaklık sıfatı, oy hakkı veya temettü hakkı kazanmaz. Ayrıca ödeme gücü ihraççıya bağlı olduğundan piyasa riskine ihraççı riski eklenir.

Varant ile borsada işlem gören opsiyon aynı ekonomik fikri paylaşılsa da hukuki ve operasyonel yapıları farklıdır. Varant bir sermaye piyasası aracı olarak tek bir ihraççı tarafından, vade ve kullanım fiyatı gibi koşulları ihraç belgesinde belirlenerek çıkarılır ve spot piyasada işlem görür. Opsiyon sözleşmesinde ise standartlar piyasa düzeni içinde belirlenir, uzun ve kısa taraflar bulunur ve pozisyon açan taraftan teminat istenebilir. Varantı satın alan yatırımcıdan ayrıca pozisyon teminatı alınmaması, onun riskinin peşin ödediği primle sınırlı olmasının sonucudur.

Yatırım kuruluşu sertifikaları, farklı getiri profillerini tek bir menkul kıymette kurar. İskontolu sertifika, yatırımcının dayanak varlığın fiyatına indirimli biçimde katılmasını sağlar; bunun karşılığında elde edilebilecek kazanç önceden belirlenen üst sınırla kısıtlanır. Endeks sertifikası bir endeksin veya başka bir göstergenin performansını belirlenen dönüşüm oranıyla izler. Prim ödeyen sertifika, dayanağın belirli koşulu sağlaması hâlinde nominal tutara ek ödeme sunar. Bu ürünlerde yatırımcı, isminden hareketle sabit bir kazanç varsaymamalı; her sertifikanın ödeme formülünü ve olumsuz senaryosunu ihraç belgesinden incelemelidir.

Turbo sertifikanın temel özelliği bariyer, başka bir deyişle nakavt seviyesidir. Dayanak değer bu seviyeye ulaşırsa sertifika vadesi beklenmeden sona erebilir. Hesaplama sonucunda artık değer kalmışsa yatırımcıya ödenir; kalmamışsa yatırımın tamamı kaybedilebilir. Alım yönlü turbo sertifikalar yükselişe, satım yönlü turbo sertifikalar düşüşe katılım amacı taşır. Bariyer mekanizması kaldıracı belirginleştirirken dayanak fiyatının kısa süreli hareketiyle dahi ürünün sona ermesi riskini yaratır. Bu nedenle yalnızca vade sonu beklentisi değil, vade içindeki fiyat yolu da önemlidir.

Tebliğ kapsamındaki yatırım kuruluşu varantları ve sertifikaları, gerekli kredi notunu taşıyan Türkiye'de veya yurt dışında yerleşik banka ve aracı kurumlar ihraç edebilir. Bu notu bulunmayan Türkiye'de yerleşik banka veya aracı kurumlar, şartı sağlayan bir banka veya aracı kurumun garantisiyle ihraççı olabilir. Gerekli nota sahip banka veya aracı kurumun TTK'da tanımlanan şirketler topluluğunda yer alan başka bir kuruluş da aynı garantörlük şartıyla ihraç yapabilir. İhraççının ya da garantörün kredi notuna ilişkin koşullar yatırımcının edim riskini sınırlandırmayı amaçlar. Araçlar yurt içinde halka arz veya nitelikli yatırımcıya satış yoluyla çıkarılabilir; bu ürünler için yurt içi tahsisli satış yolu kullanılmaz. Vadeleri iki aydan kısa, beş yıldan uzun olamaz. Haklar Merkezi Kayıt Kuruluşunda kayden izlenir; halka arz edilenler borsada işlem görür ve likiditeyi desteklemek üzere piyasa yapıcısı atanır. Piyasa yapıcısının alış-satış kotasyonu vermesi her koşulda istenen fiyattan işlem garantisi anlamına gelmez.

Ortaklık varantı, yatırım kuruluşu varantından ayrılır. Ortaklık varantında ihraççı bir ortaklıktır ve hak kullanıldığında yeni pay edinimi ya da ihraççının elindeki payların devri söz konusu olabilir. Yatırım kuruluşu varantında ise banka, aracı kurum veya bunların garantisi altındaki uygun grup şirketi ihraççı konumundadır; uzlaşma teslim veya nakit ödeme şeklinde düzenlenebilir. Her iki araçta da sınav sorusunu çözerken önce hakkın yönü, ardından kullanım fiyatı, vade, uzlaşma biçimi ve ihraççı belirlenmelidir. Sertifikalarda buna ayrıca getiri formülü, üst sınır veya bariyer koşulu eklenir. Bu sıra, ürün adlarının benzerliğinden doğan karışıklığı azaltır.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.6 · Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları (Kavramsal Çerçeve ve Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları ile Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği VII-128.4)

Yabancı Araçlar ve Depo Sertifikaları: Sınır Ötesi İhracın Temsil Yapısı

KISACA

Yabancı sermaye piyasası aracı, yabancı bir ihraççı tarafından çıkarılan ve niteliği Kurul düzenlemelerindeki sermaye piyasası araçlarına karşılık gelen araçtır; yabancı yatırım fonu payları bu tanımın dışında ayrıca düzenlenir. Bu araçlar Türkiye'de doğrudan sunulabileceği gibi depo sertifikası aracılığıyla da yatırımcıya ulaştırılabilir. Depo sertifikası, saklamacıda tutulan yabancı araçları temsil eden, onlarla aynı hakları sağlayan ve belirlenen esaslara temsil ettiği araçlara dönüştürülebilen bir sermaye piyasası aracıdır.

Halka arzda yabancı ihraççı ile Türkiye'deki yatırımcılar arasındaki bilgi ve hak kullanımı ilişkisini temsilci yürütür. Temsilci, geniş yetkili aracı kurum veya kalkınma ve yatırım bankası olabilir; halka arz edilmeyen satışlarda temsilci atanması isteğe bağlıdır. Yabancı ihraççının finansal raporları Türkçe ve Türk lirası karşılıklarıyla kamuya sunulur, kabul edilen standartlara göre hazırlanır ve bağımsız denetimden geçirilir. Yabancı yatırım fonu paylarının satışında fon temsilcisi ve saklama düzeni yatırımcının haklarını korur. Kayden izleme MKK üzerinden yapılır. Temel ilke, yabancı araç sahibinin ihraççının ülkesindeki aynı sınıf yatırımcılarla eşit haklara sahip olması ve bu hakları Türkiye'de kullanabilecek operasyonel bir yapının kurulmasıdır.

Yabancı sermaye piyasası araçlarının Türkiye'de satışı, sınır ötesinde kurulmuş bir ihraççı ile Türkiye'deki yatırımcı arasında hukuk, para birimi, kamuyu aydınlatma ve hak kullanımı bakımından bir köprü kurulmasını gerektirir. Yabancı sermaye piyasası aracı, yabancı bir ihraççının çıkardığı ve niteliği itibarıyla Türkiye'deki sermaye piyasası araçlarına karşılık gelen araçtır. Yabancı yatırım fonu payları bu genel tanıma dâhil edilmez; Tebliğde fonların kolektif yatırım özelliğine uygun ayrı kurallara bağlanır. Bir yabancı payın veya borçlanma aracının Türkiye'de işlem görmesi, onu yerli ihraç hâline getirmez; ihraççının kuruluş hukuku ve araçtan doğan temel haklar yabancı hukukla bağlantısını sürdürür.

Yabancı araç Türkiye'de doğrudan satılabilir ya da depo sertifikası yapısı kullanılabilir. Depo sertifikasında yabancı sermaye piyasası araçları bir saklamacı nezdinde tutulur; Türkiye'deki depo kuruluşu bu araçları temsil eden sertifikaları ihraç eder. Sertifika sahibi, temsil edilen yabancı aracın sağladığı mali ve yönetsel haklardan depo sözleşmesi ve ihraç belgelerinde açıklanan şekilde yararlanır. Depo sertifikaları ile dayanak yabancı araçlar belirlenen koşullarda birbirine dönüştürülebilir. Bu nedenle depo sertifikası dayanağından bağımsız yeni bir ekonomik varlık değil, saklamadaki araca bağlanan temsil aracıdır. Temsil oranı bir sertifikanın kaç yabancı araca veya ne kadar nominal değere karşılık geldiğini gösterir.

Halka arzda yabancı ortaklık paylarının devredilebilir olması, yatırımcı haklarını zedeleyecek bir ret veya yasaklamanın bulunmaması ve yabancı ülke düzeninin hak kullanımını engellememesi aranır. Pay

dışındaki yabancı araçlarda ihraççı veya araç için kredi derecelendirmesi gibi ek korumalar gündeme gelebilir. İhraç ve ödeme para birimi, dönüşüm esasları ve kur riski açıkça belirtilir. Yabancı para üzerinden yapılan ihraç, yatırımcı açısından dayanak aracın fiyat riskine ek olarak Türk lirası karşısındaki kur hareketini doğurur. Depo sertifikasında ayrıca depo kuruluşunun ve yabancı saklamacının operasyonel riski bulunur.

Temsilci, yabancı ihraççı ile Türkiye'deki hak sahipleri arasındaki temel bağlantıdır. Yurt içinde halka arz edilen yabancı sermaye piyasası araçlarında temsilci atanması zorunludur; halka arz edilmeksizin yapılan satışlarda ise isteğe bağlıdır. Temsilci, Türkiye'de yerleşik geniş yetkili aracı kurum veya kalkınma ve yatırım bankası olabilir. Yabancı ihraççının kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini izlemesi, yatırımcıların oy, temettü, faiz, anapara ve benzeri haklarının kullanılmasına aracılık etmesi ve gerekli bildirimleri yapması beklenir. Temsilci atanması yabancı ihraççının borcunu üstlenmek veya yatırımın getirisini garanti etmek anlamına gelmez.

Yatırımcıların karar verebilmesi için yabancı ihraççının finansal bilgileri Türkiye'deki kamuyu aydınlatma düzeniyle uyumlu hâle getirilir. Finansal raporlar Türkçe olarak ve sunum para birimi Türk lirası olacak şekilde yayımlanır. Kabul edilen uluslararası finansal raporlama standartlarının kullanılması mümkün olmakla birlikte raporların bağımsız denetimden geçmesi ve önemli gelişmelerin Türkiye'deki yatırımcıya zamanında duyurulması gerekir. İzahname ve diğer belgeler, ihraççının tabi olduğu yabancı hukuk, uyuşmazlıkların çözümü, vergi, saklama, kur dönüşümü ve hak kullanımındaki farklılıkları anlaşılır biçimde açıklar.

Yabancı yatırım fonu paylarında fonun kurulduğu ülkedeki yetkilendirme, gözetim ve saklama yapısı incelenir. Türkiye'deki satışlarda bir fon temsilcisi, yatırımcıların başvuru, alım-satım, ödeme ve bilgi taleplerinin yürütülmesini sağlar. Fon varlıklarının uygun bir saklama kuruluşunda korunması ve düzenli raporlama yatırımcı korumasının parçalarıdır. Paylar halka arz yoluyla veya yalnızca nitelikli yatırımcılara tahsisli olarak sunulabilir; satış yöntemine göre kamuyu aydınlatma ve işlem koşulları değişir. Fon payı sahibinin hakkı doğrudan fon portföyüne bağlıdır; depo sertifikası sahibinin hakkı ise saklanan belirli yabancı sermaye piyasası aracına dayanır.

Türkiye'de satılan yabancı araçlar ve depo sertifikaları Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde kayden izlenir. Yabancı ihraççının aynı sınıftaki yatırımcılarına tanıdığı haklar bakımından Türkiye'deki sahiplerin eşit muamele görmesi esastır. Sermaye artırımları, temettü, itfa, erken ödeme, dönüşüm ve genel kurul gibi olaylarda bilginin yabancı piyasadan Türkiye'ye gecikmeden aktarılması gerekir. Depo kuruluşu, saklamacı ve temsilci arasındaki sözleşmeler bu olaylarda kimin hangi işlemi yapacağını belirler. Yatırımcı, hakkını çoğu zaman doğrudan yabancı ihraççıya değil bu zincir üzerinden kullanır.

Bu araçları değerlendirirken ülke ve hukuk riski de gözden kaçırılmamalıdır. Yabancı ülkedeki sermaye hareketi kısıtlamaları, yaptırımlar, vergi değişiklikleri veya saklama sistemindeki aksaklıklar ödeme ve dönüşümü etkileyebilir. Kurul onayı, yabancı ihraççının gelecekteki performansını ya da yabancı ülke hukukunun değişmeyeceğini garanti etmez. Düzenlemenin amacı bu riskleri ortadan kaldırmak değil; yatırımcıya karşılaştırılabilir bilgi sunmak, hak kullanımına yerel bir muhatap kazandırmak ve saklanan dayanak ile ihraç edilen sertifika arasındaki bağın izlenebilir olmasını sağlamaktır.

Sınav yaklaşımında üç kavramı ayırmak yararlıdır. Yabancı sermaye piyasası aracının ihraççısı yabancı kuruluştur. Depo sertifikasının ihraççısı depo kuruluşudur; ekonomik dayanak ise saklamadaki yabancı araçtır. Yabancı yatırım fonu payı ise yabancı fon portföyüne katılma hakkıdır ve genel yabancı araç tanımından ayrı ele alınır. Ardından satışın halka arz olup olmadığına bakılır: halka arz temsilciyi zorunlu kılar, halka arz edilmeyen satışta temsilci tercihe bağlıdır. Bu ayırım, sorulardaki ihraççı, temsilci ve dayanak rollerini doğru yerleştirmeyi sağlar.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.7 · Projeye Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği III-61/B.1

Projeye Dayalı Menkul Kıymetler: Proje Gelirini Korunan Fon Yapısına Bağlamak

KISACA

Projeye dayalı menkul kıymet, uzun vadeli ve yüksek kaynak gerektiren altyapı, enerji, sanayi, teknoloji, haberleşme veya sağlık projelerinin gelirlerine dayalı finansman sağlar. Araç, banka ya da geniş yetkili aracı kurum tarafından kurulan proje finansman fonu aracılığıyla ihraç edilir. Tüzel kişiliği bulunmayan fonun malvarlığı kurucudan, kaynak kuruluştan ve hizmet sağlayıcılardan ayrıdır; başka amaçla kullanılamaz, haczedilemez ve iflas masasına dâhil edilemez.

Fon portföyüne proje gelirleri ve hakları doğrudan devredilebileceği gibi, proje finansmanı için verilmiş teminatlı kredi alacakları da aktarılabilir. İhraçlar halka arz, nitelikli yatırımcıya satış, tahsisli satış veya yurt dışı satışla yapılabilir. Halka arz edilen araçlar borsada işlem görür ve derecelendirilir. Genel yapıda ihraç tutarı proje maliyetinin yüzde yetmiş beşini aşmaz; sponsorun en az yüzde yirmi beş özkaynak katkısı bulunur. Bazı kamu veya kamu-özel iş birliği projelerinde oran yüzde seksene çıkabilir. Proje gelirleri ve haklarının dayanak olduğu ihraçlarda fonlar proje ilerlemesine bağlı çözülür: başlangıçta yüzde on beş, kalan yüzde seksen beş ise gerçekleştirme raporlarına göre kullanılır. Proje gerçekleşmezse fon kurulu teminatları nakde çevirir; hesapta kalan ihraç geliri ile bu tutar yatırımcılara sahip oldukları PDMK oranında dağıtılır.

Projeye dayalı menkul kıymetler, tek bir işletmenin genel bilançosundan çok belirli bir projenin gelir üretme kapasitesini finansmanın merkezine yerleştirir. Büyük altyapı, enerji, sanayi, teknoloji, haberleşme ve sağlık yatırımları yüksek başlangıç maliyeti ile uzun geri dönüş süresi taşır. PDMK, bu projelerin gelecekteki gelirlerini veya proje finansmanı kredi alacaklarını sermaye piyasası yatırımcılarına bağlayarak uzun vadeli kaynak sağlar. Yatırımcı açısından ödeme beklentisi projenin zamanında tamamlanmasına, faaliyete geçmesine ve öngörülen nakit akımını yaratmasına dayanır.

İhracın hukuki aracı proje finansman fonudur. PFF, banka veya geniş yetkili aracı kurum tarafından süreli ya da süresiz olarak kurulur ve tüzel kişiliği yoktur. Tüzel kişiliğinin bulunmaması malvarlığının sahipsiz olduğu anlamına gelmez. Fon portföyü, PDMK sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre kurucu tarafından yönetilir. Fon varlıkları kurucunun, kaynak kuruluşun ve projedeki diğer hizmet sağlayıcıların malvarlıklarından ayrıdır; kuruluş amacı dışında kullanılamaz, rehnedilemez, haczedilemez, ihtiyati tedbire konu edilemez ve ilgililerin iflas masasına girmez. Bu ayrılık, yatırımcının proje için tahsis edilen kaynak üzerinde öncelikli ve izlenebilir bir ekonomik bağ kurmasını sağlar.

Fon portföyünün dayanağı iki temel yoldan oluşabilir. Doğrudan yapıda projenin gelirleri ve diğer hakları fona devredilir. Dolaylı yapıda ise bankaların veya geniş yetkili aracı kurumların projeye kullandığı, yeterli teminatla desteklenen proje finansmanı kredilerinden doğan alacaklar fona aktarılır. Her iki durumda da devrin hukuken geçerli, üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilir ve tahsilat akışının fon hesabına yönlendirilmiş olması gerekir. Projenin nakit akımlarını tahsil eden ve fona aktaran hizmet sağlayıcılar bulunsa bile portföyün gözetimi fon kurulunun sorumluluğundadır.

PDMK halka arz, nitelikli yatırımcıya satış, tahsisli satış veya yurt dışında satış yoluyla ihraç edilebilir. Yurt içindeki ihraç tek seferde yapılır. Halka arz edilen araçların borsada işlem görmesi ve kredi derecelendirmesine tabi olması yatırımcıya fiyat oluşumu ve bağımsız risk görüşü sağlar. İhraç koşulları, ödeme yapısı, vade ve getiri esasları izahname veya ihraç belgesinde belirlenir.

İhraç büyüklüğü ile sponsor katkısı, projenin bütün finansman riskinin yatırımcıya aktarılmasını önleyecek biçimde dengelenir. Genel kuralda PDMK ihraç tutarı proje maliyetinin yüzde yetmiş beşini aşamaz ve sponsor en az yüzde yirmi beş özkaynak koyar. Belirli kamu projeleri ile kamu-özel iş birliği projelerinde ihraç oranı yüzde seksene kadar çıkabilir. Proje maliyetinin sonradan artması nedeniyle ek finansman gerekirse, Tebliğdeki koşullarla ilk ihraç tutarının yüzde yirmisine kadar ek ihraç yapılabilir; sponsorun bu ek finansmana da en az yüzde yirmi beş oranında katkı sağlaması gerekir. Sponsor katkısı, projeyi geliştiren tarafın sonuç üzerinde ekonomik risk taşımaya devam ettiğini gösterir.

Proje gelirleri ve haklarının dayanak olduğu ihraçlarda, ihraçtan elde edilen paranın tamamı henüz proje gerçekleşmeden serbest bırakılmaz. Fonun yüzde on beşlik bölümü başlangıçta proje için kullanılabilir. Kalan yüzde seksen beş, bağımsız teknik değerlendirmeler ve ilerleme raporlarıyla doğrulanan gerçekleşme oranına paralel olarak çözülür. Proje finansmanı için kullanılan kredilerin dayanak olduğu ihraçlarda ise ihraç geliri doğrudan kaynak kuruluşa aktarılabilir. Bu yöntem, yatırımcı parasının proje dışına çıkmasını ve fiilî ilerlemenin çok önünde harcanmasını sınırlar. Proje giderleri, fon hesabı, tahsilatlar ve sponsor katkısı ayrı kayıtlarla izlenir. Fon kurulu, portföyün Tebliğe ve ihraç belgelerine uygunluğunu gözetir; bağımsız denetim ve kamuyu aydınlatma mekanizmaları da bu kayıtları yatırımcı bakımından görünür kılar.

Proje gecikirse kaynak kuruluş, durumun anlaşılmasından itibaren on beş iş günü içinde gecikme nedenini, mevcut tamamlanma düzeyini, kalan süreyi ve tahmini maliyeti içeren fizibilite raporuyla Kurula ek süre başvurusu yapar. Proje verilen ek sürede veya ek süre istenmemişse öngörülen zamanda tamamlanamazsa fon kurulu teminatların derhâl nakde çevrilmesine karar verir. İhraç geliri hesabında kalan tutar ile teminatlardan elde edilen tutar, yatırımcılara sahip oldukları PDMK oranında dağıtılır ve araçlar itfa edilir. Teminatların varlığı anaparanın bütünüyle geri alınacağını garanti etmez; paraya çevirme değeri ve süresi kaybı etkileyebilir.

PDMK'nın temel riskleri proje riskinin bileşenleridir. İnşaat maliyetinin artması, izinlerin gecikmesi, yüklenici başarısızlığı, talebin öngörülenden düşük kalması veya işletme gelirlerinin düşmesi ödeme kapasitesini zayıflatır. Faiz ve kur değişimleri maliyetleri etkileyebilir; uzun vadeli araçlarda ikincil piyasa likiditesi sınırlı olabilir. Proje finansman fonunun malvarlığı ayrılığı, aşamalı fon kullanımı, sponsor özkaynağı, teminatlar ve ilerleme raporları bu riskleri disipline eder, ancak proje performansını garanti etmez.

Kavramsal olarak PDMK'yı klasik borçlanma aracından ayırmak gerekir. Klasik tahvilde yatırımcı öncelikle ihraççının genel ödeme gücüne dayanır. PDMK'da ise belirli proje varlıkları, hakları, gelirleri veya bunlara ilişkin teminatlara kredi alacakları ayrı bir fon portföyüne bağlanır. Varlığa dayalı menkul kıymetle benzer şekilde ayrıştırılmış nakit akımı vardır; fakat PDMK'nın odağında mevcut çok sayıda tüketici alacağı değil, belirli bir projenin geliştirilmesi ve gelecekte yaratacağı gelir bulunur. Sınavda

fonun kurucusu, portföy dayanağı, ihraç oranı, sponsor katkısı ve ilerlemeye bağlı fon çözümü birlikte hatırlandığında yapı doğru kurulabilir.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.8 · Sermaye Piyasası Araçlarının Teminatlı İhracına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ II – 31/B.1

Teminatlı İhraç: Varlığın Teminat Yöneticisinde Ayrıştırılması ve Paraya Çevrilmesi

KISACA

Teminatlı ihraçta belirli varlıklar, sermaye piyasası aracından doğan yükümlülüklerin güvencesi olarak teminat yöneticisine devredilir veya bu varlıklar üzerinde yönetici lehine sınırlı ayni hak kurulur. Kural olarak bu yöntem ihraççının tercihine bağlıdır; Kurul gerekli gördüğü ihraçlarda teminatı zorunlu tutabilir. Teminat işlemleri satıştan en geç bir iş günü önce tamamlanmalı ve işlemlerin tamamlandığı satıştan önce ilan edilmelidir.

Nakit, alacaklar, kamu borçlanma araçları, belirli paylar ve borçlanma araçları, banka teminatları, yatırım fonu katılma payları, kıymetli madenler, taşınır ve taşınmazlar ile bunlar üzerindeki sınırlı ayni haklar teminata konu olabilir. Teminatlar yöneticinin kendi malvarlığından ayrılır; amacı dışında kullanılamaz, haczedilemez ve iflas masasına girmez. Teminat yöneticisi genel saklama yetkisine sahip bir yatırım kuruluşu olmalı ve ihraççıdan bağımsız hareket etmelidir. Temerrütte yönetici, ayrıca ihbar veya mahkeme izni beklemeksizin sözleşmedeki yöntemle teminatı paraya çevirebilir; elde edilen tutarı hak sahiplerine alacakları oranında dağıtır. Yapının etkinliği, yazılı teminat yönetim sözleşmesi, güncel kayıt, değer takibi, raporlama ve yöneticinin sadakat yükümlülüğüne dayanır.

Sermaye piyasası araçlarının teminatlı ihracı, yatırımcının yalnızca ihraççının genel ödeme gücüne dayanmadığı bir güvence düzenidir. Belirlenmiş varlıkların mülkiyeti teminat yöneticisine devredilir veya bu varlıklar üzerinde yönetici lehine sınırlı ayni hak kurulur. Teminat yöneticisi bu hakları kendi adına, fakat sermaye piyasası aracı sahiplerinin ortak yararı için kullanır. İhraççı yükümlülüklerini zamanında yerine getirirse teminat sözleşmede öngörülen şekilde çözülür; temerrüt ortaya çıkarsa yönetici teminatı paraya çevirerek yatırımcı alacaklarının ödenmesini sağlar.

Teminatlı ihraç kural olarak isteğe bağlıdır. İhraççı, borçlanma maliyetini düşürmek veya yatırımcı güvenini güçlendirmek amacıyla bu yapıyı seçebilir. Kurul ise ihraççının veya ihracın niteliğini değerlendirerek belirli bir işlemde teminatı zorunlu kılabilir. Teminatın yalnızca ileride verileceğine ilişkin sözleşmesel vaat yeterli değildir. Varlığın mülkiyeti teminat yöneticisine geçirilmeden veya sınırlı ayni hak kurulmadan satışa başlanamaz. Bu işlemler satıştan en geç bir iş günü önce tamamlanır ve tamamlandıkları satıştan önce KAP'ta duyurulur. Sicile bağlı varlıklarda tescil ve diğer tamamlayıcı işlemler de gerçekleştirilir.

Teminata konu olabilecek varlık grubu geniştir. Türk lirası ve yabancı para nakit, ticari veya finansal alacaklar, devlet iç borçlanma senetleri ve diğer kamu borçlanma araçları, belirli nitelikteki özel sektör borçlanma araçları ve Yıldız Pazar payları kullanılabilir. Banka teminat mektupları, yatırım fonu katılma payları, kıymetli madenler, taşınır ve taşınmazlar da uygun koşullarla teminat oluşturabilir. Mülkiyet devri yerine rehin, ipotek veya başka bir sınırlı ayni hak kurulması mümkündür. Her varlığın değerlendirilmesi,

saklama, tescil ve paraya çevirme yöntemi farklı olduğundan teminat yönetim sözleşmesi bu özellikleri ayrı ayrı düzenler.

Teminat varlıkları, hem ihraççının hem de yöneticinin diğer malvarlığından ayrıştırılır. Teminat yöneticisi bunları kendi borçları için kullanamaz, üçüncü kişiye teminat gösteremez ve sözleşmedeki amaç dışında tasarrufta bulunamaz. Bu varlıklar yöneticinin borçları nedeniyle haczedilemez, ihtiyati tedbire konu edilemez ve yöneticinin iflas masasına dâhil edilemez. İhraççının mali durumu bozulduğunda da usulüne uygun devredilmiş teminat, yatırımcıların ortak güvencesi olarak korunur. Malvarlığı ayrılığı ihraççının temerrüt olasılığını azaltmaz; temerrüdün sonuçlarını karşılayacak ayrı bir değer havuzu yaratır.

İhraççı ile teminat yöneticisi arasında yazılı bir teminat yönetim sözleşmesi yapılır. Sözleşmede güvence altına alınan ihraç, teminatların türü ve değeri, tesis yöntemi, değer koruma oranı, eksilen teminatın tamamlama koşulları, saklama, sigorta, gelirlerin kullanımı, temerrüt hâlleri, paraya çevirme yöntemi ve yatırımcılara dağıtım sırası gösterilir. İhraç sonrasında yatırımcıların durumunu ağırlaştıran önemli değişiklikler, sermaye piyasası aracı sahipleri özel kurulunun veya ilgili yatırımcı karar mekanizmasının onayına bağlanır. Böylece ihraççı ile yönetici, yatırımcının güvencesini tek taraflı biçimde zayıflatamaz.

Teminat yöneticisi, genel saklama hizmeti sunmaya yetkili bir yatırım kuruluşu olmalıdır. İhraççı ile bağımsızlığı, çıkar çatışmasından uzak karar verebilmesi için gereklidir. Yönetici teminatın kuruluşunu doğrular, kayıtları ihraç bazında ayrı tutar, değer ve kapsamın sözleşmedeki düzeyi koruyup korumadığını izler, eksiklikte tamamlatma işlemlerini başlatır ve yatırımcıları ilgilendiren gelişmeleri raporlar. Görevi pasif saklamadan ibaret değildir; hak sahiplerinin menfaatini dürüstlük ve özenle koruyan aktif bir yönetim sorumluluğudur.

Temerrüt gerçekleştiğinde teminat yöneticisi, ayrıca bir ihtar göndermeden, süre vermeden, mahkemeden veya idari makamdan izin almadan teminatı sözleşmede açıklanan usulle paraya çevirebilir. Bu yetki, yatırımcının uzun takip süreçlerinde değer kaybına uğramasını önlemeyi amaçlar. Yabancı para cinsinden nakdin en geç izleyen iş günü Türk lirasına çevrilmesi öngörülür. VİDMK Tebliği kapsamındaki belirli varlıklar vadelerinde tahsil edildikçe yatırımcılara ödenir. Ticari İşlemlerde Taşınır Rehni Kanununda sayılan belirli varlıklar, taşınmazlar ve bunlar üzerindeki sınırlı ayni haklar için değerlendirme dâhil paraya çevirme işlemlerine en geç otuz beş gün içinde başlanır. Bu gruplar dışında kalan teminatlar beş iş günü içinde paraya çevrilerek yatırımcılara ödenir. Otuz beş günlük süre belirli varlıklarda işlemlere başlama süresiyken, beş iş günlük süre diğer varlıkların nakde çevrilmesi ve ödenmesi için geçerlidir.

Teminat yöneticisi, ihraççının ödeme yükümlülüğünü karşılayacak kadar teminatı paraya çevirir. Elde edilen tutar bütün alacakları karşılamazsa yatırımcılara sahip oldukları alacak tutarıyla orantılı ödeme yapılır. Teminatın nominal değerinin yüksek olması tam tahsilat garantisi değildir, çünkü piyasa değeri düşebilir, alacaklar tahsil edilemeyebilir veya varlığın satışı zaman alabilir.

Yatırımcı açısından teminatın niteliği en az tutarı kadar önemlidir. Likit ve düzenli fiyatlanan bir varlık ile özel nitelikli bir taşınmaz aynı hız ve belirlilikte nakde çevrilemez. Alacak teminatında borçluların ödeme gücü, pay teminatında fiyat oynaklığı, yabancı parada kur, taşınmazda değerlendirme ve satış süresi dikkate alınmalıdır. Ayrıca teminat oranının hangi sıklıkta ölçüldüğü ve değer düşüşünde ihraççının ne kadar sürede ek varlık sağlayacağı incelenmelidir. Kamuyu aydınlatma ve periyodik raporlama bu soruların izlenmesini mümkün kılar.

Teminatlı ihraç ile teminatlı menkul kıymet aynı şey değildir. Teminatlı menkul kıymette özel Tebliğ uyarınca ihraççının bilançosunda izlenen bir teminat defteri ve buna özgü sürekli uyum kuralları bulunur. II-31/B.1 kapsamındaki teminatlı ihraçta ise farklı sermaye piyasası araçlarının yükümlülükleri, teminat yöneticisine yapılan mülkiyet devri veya onun lehine kurulan sınırlı ayni hakla güvenceye alınır. Soruda doğru sonuca ulaşmak için önce güvenceyi kimin tuttuğu, ardından varlığın nasıl ayrıştırıldığı ve temerrütte kimin paraya çevirme yetkisi bulunduğu belirlenmelidir. Bu yapıda cevap, yatırımcılar hesabına hareket eden bağımsız teminat yöneticisidir.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

4.1 · Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ III-37.1

Yatırım Hizmetleri, Yetki Türleri ve Müşteri Koruma Düzeni

KISACA

III-37.1 sayılı Tebliğ, hangi sermaye piyasası hizmetlerinin Kurul iznine bağlı yatırım hizmeti ve faaliyeti, hangilerinin ise bildirimle sunulabilen yan hizmet olduğunu belirler. Emir iletimine aracılık, işlem aracılığı ve portföy aracılığı; kuruluşun müşteri emrindeki rolü ve karşı taraf olup olmamasına göre ayrılır. Aracı kurumlar izin kapsamlarına göre dar, kısmi veya geniş yetkili olarak sınıflandırılır. Bireysel portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığında müşterinin bilgi, tecrübe, mali durum ve hedefleri yerindelik testiyle değerlendirilir; uygun olmayan hizmet sunulamaz. Genel yatırım tavsiyesi ise kişiye özel olmayan, dağıtım kanalıyla yayılan değerlendirmedir. En iyi gayret aracılığında satılamayan araçlar ihraççıya dönerken aracılık yükleniminde aracı kuruluş kalan kısmı üstlenebilir. Saklama hizmetinde müşteri varlıkları kurum varlıklarından ayrı izlenir, mutabakat ve bildirim yapılır. Finansman, servet yönetimi, araştırma, döviz ve benzeri yan hizmetler ayrıca izin yerine Kurula bildirim ve bekleme usulüne bağlıdır.

Sermaye piyasasında bir hizmetin yatırımcıya sunulabilmesi, önce onun hukuki niteliğinin doğru belirlenmesine bağlıdır. III-37.1 sayılı Tebliğ, yatırım hizmet ve faaliyetlerini Kuruldan izin alınması gereken işler olarak düzenler; yan hizmetler ise yatırım hizmetleriyle bağlantılı biçimde, Kurula bildirim yapıp öngörülen bekleme süresi tamamlandıktan sonra sunulabilir. Emirlerin alınması ve iletilmesi, müşteri adına emirlerin gerçekleştirilmesi, kurumun kendi portföyünü müşteri işleminin karşı tarafı olarak kullanması, bireysel portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı, halka arza aracılık ve saklama başlıca yatırım hizmetleridir. Bu ayrım yalnızca adlandırma değildir; kuruluşun sermaye, organizasyon, personel, iç kontrol ve müşteri koruma yükümlülüklerini de belirler.

Alım satım aracılığın üç görünümü arasındaki fark, emrin hangi aşamaya kadar ve kimin hesabına yürütüldüğünde ortaya çıkar. Emir iletimine aracılıkta kuruluş, müşteriden aldığı emri lehine faaliyet gösterdiği yetkili kuruluşa iletir; emri piyasada kendisi gerçekleştirmez. İşlem aracılığında müşteri emri borsaya, teşkilatlanmış pazara veya tezgâhüstü piyasaya iletilerek müşteri hesabına sonuçlandırılır. Portföy aracılığında ise yatırım kuruluşu müşterinin karşı tarafı olur ve işlemi kendi portföyünden gerçekleştirir. Bu son durumda müşterinin zararı kuruluşun kazancına dönüşebileceğinden çıkar çatışması belirginleşir. Kuruluşun fiyatlama politikasını yazılılaştırması, adil ve dürüst davranması, müşteriye açıklama yapması ve fiyatların piyasa koşullarıyla uyumunu gözetmesi gerekir.

Aracı kurumlar izinlerinin kapsamına göre dar, kısmi ve geniş yetkili olarak sınıflandırılır. Dar yetkili kurum, emir iletimine aracılık ve yatırım danışmanlığından herhangi birini veya tamamını yürütebilir. Kısmi yetkili kurum işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı, sınırlı saklama ve bireysel portföy yöneticiliğinden herhangi birini veya tamamını üstlenebilir. Geniş yetkili kurum ise portföy aracılığı, aracılık yüklenimi ve genel saklamadan herhangi birini veya tamamını yürütebilir. Bu sınıflandırma,

kurumun müşteriye hangi hizmeti fiilen sunabileceğini anlamak için yetki belgesine bakılması gerektiğini gösterir; tek başına “aracı kurum” sıfatı bütün hizmetlerde yetki vermez.

Elektronik alım satım sistemlerinde kuruluş yalnızca bir erişim kanalı sağlamaz. Emirlerin zaman ve fiyat önceliğiyle iletilmesi, sistem kesintilerine karşı alternatif kanallar kurulması, müşteri bilgilerinin korunması ve işlem kayıtlarının tutulması gerekir. Müşteri emrinin en iyi şekilde gerçekleştirilmesi ilkesi; fiyat, maliyet, hız, gerçekleşme ve takas olasılığı gibi unsurların müşteri menfaatine göre birlikte değerlendirilmesini gerektirir. Kuruluş emir gerçekleştirme politikasını oluşturur, müşteriye açıklar ve işlemleri bu politika uyarınca yürütür. Kaldıraçlı işlemlerde risk daha yüksek olduğundan başlangıç teminatı, kaldıraç sınırı, deneme hesabı ve risk bildirimi gibi özel korumalar uygulanır. Genel müşterinin gerçek hesap açmadan önce asgari süre ve işlem sayısını sağlayan deneme hesabını kullanması ve gerekli beyanları vermesi, ürünün sonuçlarını görmeden yüksek riskli piyasaya girmesini önlemeyi amaçlar.

Bireysel portföy yöneticiliğinde kuruluş, müşterinin varlıklarını vekil sıfatıyla ve kişiye özel yatırım hedeflerine göre yönetir. Yatırım danışmanlığında ise belirli bir müşteriye, sermaye piyasası araçları veya ihraççılar hakkında yönlendirici tavsiye verilir. Her iki hizmette de yerindelik testi yapılır. Müşterinin yatırım süresi, risk ve getiri tercihleri, mali durumu, bilgi ve tecrübesi değerlendirilir; hizmet veya ürün müşteriye uygun değilse sunulamaz. Bu sonuç, uygunluk testinden farklıdır: uygunluk testinde uyarıya rağmen bazı işlemler kuruluşun kararıyla yapılabilirken yerindelik testinde uygun bulunmayan yatırım danışmanlığı veya portföy yönetimi hizmeti verilemez. Genel yatırım tavsiyeleri ise belirli bir kişinin koşullarına göre hazırlanmaz; dağıtım kanallarıyla belirsiz sayıdaki alıcıya ulaştırılır. Yine de dayanakların güvenilir olması, çıkar çatışmalarının açıklanması ve kesin getiri izlenimi yaratılmaması gerekir.

Halka arza aracılık, en iyi gayret aracılığı veya aracılık yüklenimi biçiminde yürütülür. En iyi gayrette kuruluş satış için çaba gösterir, fakat satılamayan kısmı satın alma taahhüdü vermez. Aracılık yükleniminde bakiyeyi yüklenim, tümünü yüklenim, kısmen bakiyeyi yüklenim ya da kısmen tümünü yüklenim yöntemlerinden biriyle ihraç riskinin belirli bölümü aracı kuruluşa geçer. Birden çok kuruluşun katıldığı konsorsiyumlarda görev ve sorumlulukların yazılı sözleşmeyle ayrılması gerekir.

Saklama hizmeti, müşteriye ait varlıkların korunması ve hakların kullanılmasının izlenmesidir. Sınırlı saklama, kurumun aracılık ettiği işlemlerle bağlantılı varlıklarla sınırlıyken genel saklama daha geniş kapsamlıdır. Müşteri varlıkları kuruluşun kendi varlıklarından ayrı hesaplarda izlenir; müşteri bazında kayıt, dönemsel mutabakat ve bildirim yapılır. Varlıklar müşterinin talimatı veya mevzuat dayanağı olmadan kurum ya da üçüncü kişiler lehine kullanılamaz. Finansman sağlanmasına aracılık, servet yönetimi ve finansal planlama, araştırma ve genel tavsiye, döviz hizmetleri, kredi veya ödünç verme gibi yan hizmetler ise ana yatırım hizmetini tamamlar. Ancak yan hizmet olmak, denetimsiz olmak demek değildir: kuruluş Kurula bildirim yapar, öngörülen süre içinde olumsuz görüş gelmezse faaliyete başlar ve hizmet boyunca dürüstlük, özen, kayıt ve müşteri menfaati ilkelerine uyar.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

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

Aracı Kurumların Kuruluşu, Faaliyeti ve Müşteriyle İlişkileri

KISACA

III-39.1 sayılı Tebliğ, aracı kurumun anonim ortaklık olarak kuruluşundan yetki belgesine, personelinden müşteri ilişkilerine ve faaliyetin sona ermesine kadar kurumsal çerçeveyi kurar. Kurucuların mali güç, dürüstlük ve itibar koşullarını taşıması; yönetim, iç kontrol, risk yönetimi ve bilgi sistemlerinin faaliyete uygun olması gerekir. Kuruluş izni tek başına hizmet sunma hakkı vermez: yatırım kuruluşu, her faaliyet için genel ve özel şartları tamamlayarak Kuruldan yetki belgesi alır. Müşteriler genel veya profesyonel olarak sınıflandırılır; genel müşteriye risk bildirimi ve uygunluk testi gibi daha geniş korumalar uygulanır. Çerçeve sözleşme, müşteri numarası, saklama alt hesabı, internet sitesi açıklamaları ve işlem limitleri müşteri ilişkisinin temel araçlarıdır. Aracı kurum dışarıdan hizmet alsa da hukuki sorumluluğunu devredemez. Pay devirleri, şube ve irtibat büroları, reklamlar, yasak işlemler ve faaliyet izninin sınırlandırılması da kurumun güvenli ve şeffaf çalışmasını sağlamaya yöneliktir.

III-39.1 sayılı Tebliğ, yatırım kuruluşunun yalnızca kurulmasını değil, piyasada güven içinde faaliyet gösterebilmesi için gerekli bütün kurumsal yapıyı düzenler. Aracı kurumun anonim ortaklık şeklinde kurulması, paylarının nama yazılı olması, ticaret unvanında “menkul değerler” veya “menkul kıymetler” ibarelerinden birinin bulunması ve esas sözleşmesinin faaliyet konusunu açıkça göstermesi gerekir. Kurucuların iflas, mahkûmiyet, işlem yasağı ve mali güç yönünden mevzuatta aranan koşulları taşıması beklenir. Doğrudan ortaklar kadar önemli etki doğuran dolaylı ortaklık ilişkileri de incelenir. Böylece kuruluş izni, yalnız sermaye koyabilen değil, güvenilir ve denetlenebilir bir ortaklık yapısına sahip girişimlere verilir.

Kuruluş izni ile faaliyet izni birbirinden ayrıdır. Kuruluş iznini alan aracı kurum, belirlenen süre içinde organizasyonunu, personelini, bilgi sistemlerini, iç kontrol ve risk yönetimini kurarak faaliyet iznine başvurur. Başvurunun eksiksiz belgelerle yapılması ve her bir yatırım hizmeti için genel şartlarla özel şartların birlikte sağlanması gerekir. Kurul uygun bulduğu hizmetleri tek bir yetki belgesinde gösterir; bu belge alınmadan faaliyete başlanamaz. Kuruluş izninden sonra süresinde başvurmayan ya da başvurusu uygun görülmeyen kurum, sermaye piyasası faaliyetlerini çağrıştıran unvan ve amaç hükümlerini değiştirmek veya sona ermek zorundadır. Faaliyete başladıktan sonra koşullardan birinin kaybedilmesi de Kurula kısa süre içinde bildirilmelidir.

Kurumsal yeterlilik insan kaynağıyla tamamlanır. Yöneticiler, ihtisas personeli, müfettişler, iç kontrol ve risk yönetimi çalışanları görevlerine uygun lisans, eğitim, deneyim ve itibar şartlarını taşır. Genel müdür ve yardımcıları için mali piyasalar veya işletmecilik alanında deneyim aranır; genel müdürün esas olarak bu görev için istihdam edilmesi gerekir. Yönetim kurulu en az üç üyeden oluşur ve üyelerin çoğunluğu lisans düzeyinde eğitim almış olmalıdır. Personelin unvanı değil, fiilen yaptığı iş belirleyicidir. Emir alan kişi müşteri temsilcisi, yatırım tavsiyesi veren kişi yatırım danışmanı, portföy kararlarını yürüten kişi

portföy yöneticisi hükümlerine tabi olur. Mesleki yeterlilik, özen, dürüstlük ve sır saklama ilkeleri bütün bu görevlerin ortak zeminidir.

Müşteri ilişkisinde ilk adım müşteriye tanımak ve doğru sınıfa yerleştirmektir. Her müşteri genel veya profesyonel olarak sınıflandırılır; sınıf ve sınıf değiştirme hakkı müşteriye bildirilir. Profesyonel müşteri, yatırım kararlarını verebilecek ve risklerini değerlendirebilecek bilgi, deneyim ve uzmanlığa sahip kabul edilen kurum ya da kişidir. Bu kabul, belgelere dayanır ve müşteri isterse daha yüksek koruma sağlayan genel müşteri hükümlerinden yararlanmayı talep edebilir. Talebe dayalı profesyonel müşteri olabilmek için işlem deneyimi, finansal varlık büyüklüğü veya finans alanındaki mesleki deneyim ölçütlerinden gerekli olanların sağlanması gerekir. Genel müşteriler ise risk bildirimi ve uygunluk testi gibi koruyucu hükümlerin tamamından yararlanır.

Uygunluk testi, alım satım ve halka arza aracılık kapsamında genel müşterinin talep ettiği ürünün risklerini anlayacak bilgi ve deneyime sahip olup olmadığını ölçer. Testte yatırım süresi, risk ve getiri tercihleri, bilgi düzeyi ve geçmiş işlemler değerlendirilir; mali durum bilgisi bu testin unsuru değildir. Ürün uygun değilse veya yeterli bilgi alınamıyorsa müşteri yazılı olarak uyarılır. Uyarıya rağmen işlem talep edildiğinde kuruluş, hizmet verip vermemekte serbesttir. Bu özellik uygunluk testini yerindelik testinden ayırır. Yerindelik testinde yatırım danışmanlığı veya bireysel portföy yönetimi uygun bulunmazsa hizmet sunulamaz.

İşlem öncesinde genel risk bildirim formu müşteriye verilir, okunup anlaşıldığına ilişkin beyan alınır ve ürüne özgü riskler somut biçimde açıklanır. Komisyon ve vergiler, likidite ve karşı taraf riski, ikincil piyasanın varlığı, tezgâhüstü ürünlerin fiyatlanması ve yurt dışı işlemlerde saklama ile tazmin sistemi gibi bilgiler belirsiz atıflarla değil, mümkün olduğunca açık örneklerle sunulur. Ardından hizmete ilişkin çerçeve sözleşme kurulur. Bu sözleşme münferit işlemlerin temelini oluşturur; mevzuata aykırı, müşterinin haklarını ağır biçimde zedeleyen veya emirlerin ispatını müşteriye yükleyen hükümler içeremez. Her müşteriye numara verilir, MKK veya yetkili saklama kuruluşu nezdindeki sicil ve alt hesaplara eşleştirme yapılır. Sicille eşleşmeyen hesaptan kural olarak emir kabul edilemez.

Yatırım kuruluşunun internet sitesi, yalnız tanıtım alanı değildir; yetkili olunan hizmetler, emir iletim ve gerçekleştirme politikaları, işlem riskleri, ücretler, veri kullanımı, güvenlik altyapısı, olağanüstü durum iletişimi ve şikâyet bilgileri burada açıklanır. Müşterinin mali durumu, risk düzeyi ve teminatları dikkate alınarak ürün ve işlem bazında limitler belirlenir. Reklam ve duyurular objektif olmalı, kesin getiri ya da zararsızlık vaadi içermemeli ve müşterinin bilgi eksikliğini istismar etmemelidir. Özellikle kaldıraçlı işlemlerde kazanç garantisi, risksizlik veya kolay gelir izlenimi veren ifadeler yasaktır.

Aracı kurum şube ve irtibat bürosuyla merkez dışında örgütlenebilir. Şube, kurumun yetkili olduğu faaliyetleri ve nakit işlemlerini yürütebilirken irtibat bürosu esas olarak tanıtım yapar ve müşteri emirlerini merkeze iletir. Her ikisi için mekân, teknik donanım, personel ve Kurul izni gerekir; yaptıkları işlemlerden aracı kurum sorumludur. Dışarıdan hizmet alımı da sorumluluğu değiştirmez. Yönetim kuruluna ait görevler, izin gerektiren yatırım hizmetleri, muhasebe ve iç denetim dışarıya bırakılamaz. Hizmet sağlayıcının seçimi, riskleri, yedeklenebilirliği ve denetimi yazılı prosedüre bağlanır; müşteriye karşı hukuki sorumluluk aracı kurumda kalır.

Tebliğ, müşteriye ait varlıkları izinsiz kullanmayı, fiktif hesap açmayı, kayıt dışı işlem yapmayı, geniş vekâletle müşteri adına kontrolsüz işlem yürütmeyi, gereksiz işlem hacmi yaratmayı ve kesin getiri taahhüt etmeyi yasaklar. Pay devirleri belirli eşikleri aştığında Kurul iznine, diğer bazı değişiklikler bildirimine tabidir. Kuruluş ve faaliyet koşullarının kaybedilmesi, hukuka aykırı işlemler veya mali durumun bozulması halinde Kurul faaliyeti sınırlandırabilir, geçici durdurabilir ya da izni iptal edebilir. Bu bütünlük, yatırım kuruluşunun kuruluş anından müşteriye hizmet verdiği ve gerektiğinde piyasadan çıktığı ana kadar gözetim altında tutulmasını sağlar.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

4.3 · Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ III-45.1

Emirden Saklamaya Yatırım Hizmetlerinde Belge ve Kayıt Düzeni

KISACA

III-45.1 sayılı Tebliğ, yatırım kuruluşunun müşteri emrini aldığı andan işlem sonucunu bildirdiği ve kayıtları sakladığı ana kadar oluşturacağı ispat zincirini düzenler. Çerçeve sözleşme işleminden önce kurulur, müşteriye ayrı numara verilir ve hesaplar bu numarayla ilişkilendirilir. Elektronik hizmetlerde birbirinden bağımsız iki unsura dayanan kimlik doğrulaması ve tek kullanımlık kod gibi güvenlik önlemleri uygulanır. Yazılı veya sözlü borsa emirleri müşteri emir formuna, tezgâhüstü işlem talimatları ise işlem talimat formuna kaydedilir; telefon sesi, faks bilgisi, IP ve elektronik loglar emrin kaynağını gösterecek biçimde tutulur. Emirler zaman önceliğiyle seans veya türev piyasalar takip formuna aktarılır. İşlem türüne göre sonuç formu düzenlenir ve en geç gün sonunda müşteriye bildirilir. Aylık hesap ekstresi varlık hareketlerini, işlemleri, komisyonları, ücretleri ve vergileri açıkça gösterir. Elektronik kayıtlar dahil belgeler kural olarak on yıl saklanır; ihtilaflı kayıtlar uyuşmazlık bitene kadar korunur ve kayıt yapısı silinemez, değiştirilemez ve tahrif edilemez olmalıdır.

III-45.1 sayılı Tebliğ, yatırım hizmetinin hukuken ve operasyonel olarak izlenebilir olmasını sağlar. Amaç yalnız form üretmek değildir; müşterinin talebinden işlemin gerçekleştirilmesine, bildirim ve saklamaya kadar kesintisiz bir delil zinciri kurmaktır. Yatırım kuruluşu, Tebliğde öngörülen belge ve formları eksiksiz düzenler ve işlemlerin muhasebe kayıtlarını belirlenen sürelerde yasal defterlerine işler. Merkezi takasa tabi işlemlerde muhasebe kaydı takas süresini izleyen ilk iş gününde, diğer işlemlerde işlemin gerçekleştiği günü izleyen ilk iş gününde tamamlanır. Bu düzen, müşteri emirleriyle kuruluş kayıtları ve takas sonuçlarının karşılaştırılabilmesini mümkün kılar.

Müşteriyle işlem yapılmadan önce sunulacak hizmete ilişkin çerçeve sözleşme kurulur ve müşteriye tanıma yükümlülüğü yerine getirilir. Fiziksel sözleşmenin bir örneği müşteriye verilir. Elektronik ortamda kurulan sözleşmede kaşe ve ıslak imzalı nüsha aranmaz; ancak sözleşmenin bir örneğinin müşteriye iletilmesi ya da sürekli erişilebilir ve görüntülenebilir olması gerekir. Sonradan elektronik değişiklik yapılacaksa müşteri önceden bu yönteme onay vermeli, değişikliği okuyup anladığını güvenli biçimde doğrulamalıdır. Her müşteriye ayrı bir müşteri numarası tahsis edilir. Aynı numaraya müşterinin onayıyla birden çok hesap bağlanabilir, fakat numara ve hesaplar başka bir müşteriye sözleşmenin sona ermesinden itibaren on yıl geçmeden verilemez.

Elektronik yatırım hizmetlerinde kimlik doğrulama en az iki bağımsız bileşene dayanır. Bu bileşenler müşterinin bildiği, sahip olduğu veya biyometrik özelliği olan unsur sınıflarından farklı ikisine ait olmalıdır. Bir bileşenin ele geçirilmesi diğerini tehlikeye atmamalıdır. Müşteriye özgü gizli anahtarla imzalanan tek kullanımlık doğrulama kodu temel yöntemdir; gerekli koşullarda SMS kodu kullanılabilir. Mobil uygulama PIN'i veya biyometrik doğrulama, müşteriye özgü şifreleme anahtarına erişerek kuruluşa eşsiz bir bilgi doğrulatıyorsa iki bileşenli doğrulama yerine geçebilir. Sistem, belirli sayıdaki

başarısız denemeden sonra erişimi engellemeli, hangi bilginin hatalı olduğunu saldırgana açıklamamalı, hareketsiz oturumu kapatmalı ve izinli durumlar dışında aynı müşteri için eşzamanlı birden çok oturuma izin vermemelidir.

Yatırım kuruluşu faaliyet türüne göre nakit alındı veya ödendi belgesi, müşteri emir formu, türev piyasalar emir takip formu, seans takip formu, işlem sonuç formu, işlem talimat formu, teminat durum raporu, pozisyon limit aşımı raporu ve hesap ekstresi düzenler. Tezgâhüstü işlemlerde müşteri emir formunun yerini işlem talimat formu alır. Gişe hizmetiyle sınırlı emir iletiminde ise müşteri emir formu ile işlemin niteliğine göre nakit belgesi yeterlidir. Formların türü değişse de ortak amaç, emrin kimden, ne zaman, hangi araç ve miktar için, hangi fiyat ve kanalla geldiğini ve nasıl sonuçlandığını ortaya koymaktır.

Müşteri emirleri yazılı veya sözlü alınabilir. Telefon, faks, ATM, internet ya da benzeri kanallarla imzasız alınan emirler genel hükümler bakımından sözlü emir niteliğindedir. Telefon konuşmasının ses kaydı, faksın gönderici numarası ile tarih ve zaman bilgisi, internet emrinin IP kaydı ve emrin kaynağını gösteren elektronik loglar saklanır. Sözlü emrin varlığını ispat yükü yatırım kuruluşundadır. Buna karşılık müşteri, emir verdiği halde hiçbir işlem yapılmadığını ileri sürüyorsa emri verdiğini ispat eder. Bu ayırım, emrin hiç verilmemesi ile verilmiş emrin içeriği veya sonucu hakkındaki uyuşmazlıkların farklı değerlendirilmesini sağlar.

Yazılı veya sözlü bütün emirler, borsaya erişim kanalı bazında birbirini izleyen sıra numarasıyla müşteri emir formuna kaydedilir. Formda müşteri ve hesap numarası, emir veren kişi, sermaye piyasası aracı, alım ya da satım yönü, fiyat, miktar, geçerlilik süresi, alınma ve iletilme zamanı, görevli ve işlem yapılacak piyasa gibi bilgiler bulunur. Türev emirlerinde ayrıca sözleşmenin adı veya kodu, sözleşme adedi ve hesap tipi yer alır. Tezgâhüstü işlem talimatında dayanak varlık, vade, prim, kullanım fiyatı ve başlangıç teminatı gibi ürüne özgü unsurlar gösterilir. Kaldıraçlı işlem emir formu, kabul edilmeyen, gerçekleşmeyen, iptal edilen ve değiştirilen emirleri de kapsar.

Emirlerin zaman önceliğine göre sıralanabilmesi için gerekli teknik altyapı kurulur. Seans öncesi ve seans sırasında alınan emirler, kanala göre seans takip formuna veya türev piyasalar emir takip formuna otomatik aktarılır ve ardından piyasaya iletilir. Kuruluşun kendi nam ve hesabına verdiği emirler de aynı kayıt disiplinine tabidir. Bu mekanizma, belirli bir müşterinin veya kurum portföyünün diğer emirlerin önüne geçirilip geçirilmediğini denetlemeye yarar.

İşlem gerçekleştiğinde işlem türüne uygun sonuç formu elektronik ortamda oluşturulur. Form, alınan veya satılan aracın türünü, miktarını, fiyatını veya primini ve müşteriye yansıtılan komisyonlarla giderleri gösterir. Gerçekleşen işlem, çerçeve sözleşmede belirlenen yöntemle en geç gün sonunda müşteriye bildirilir; form elektronik olarak gönderilebilir, erişime açılabilir veya posta yoluyla iletilir. Gönderimin ya da elektronik erişimin sağlandığını ispat yükü yatırım kuruluşundadır. Türev ve kaldıraçlı işlemlerde günlük sonuç bildirimlerine ek olarak açık ve kapanan pozisyonlar, gerçekleşmiş ve gerçekleşmemiş kâr veya zarar, teminat ve varlık hareketleri aylık ekstrede gösterilir.

Hesap ekstresi kural olarak aylık dönemleri izleyen beş iş günü içinde gönderilir. Ekstre, dönemdeki alım satımları tarih, zaman, fiyat ve miktarıyla; nakit ve varlık hareketlerini; komisyon, ücret ve vergileri açıkça içerir. Dönemde hiç işlem yapmayan müşteriye ekstre gönderilmeyebilir. Profesyonel müşteriyle bu konuda özel sözleşme varsa onun için de istisna uygulanabilir. Ancak bildirimin belirli süre itiraz edilmezse kabul edilmiş sayılacağını öngören sorumsuzluk kayıtları hükümsüzdür.

Elektronik olanlar dahil emir, sözleşme, ses, faks, video ve diğer belgeler kural olarak on yıl saklanır. İhtilaflı kayıtlar bu süre dolsa bile uyuşmazlık sonuçlanıncaya kadar korunur. Elektronik kayda süre boyunca erişilebilmeli ve kayıt okunabilmelidir. Silinemez, değiştirilemez ve tahrif edilemez bir yapı kurulmalı; bilgi sistemi değişiklikleri, güvenlik ihlalleri ve düzeltici işlemler kim tarafından yapıldığıyla birlikte kaydedilmelidir. Belirli işlem ve hesap kayıtlarının bütünlük değerleri günlük zaman damgasıyla oluşturulur. Böylece belge düzeni, yalnız geçmişi arşivleyen bir yükümlülük olmaktan çıkar; emrin önceliğini, müşteriye yapılan bildirimi, teminat durumunu ve kayıt bütünlüğünü denetlenebilir kılan aktif bir güvenlik sistemine dönüşür.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

4.4 · 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 İşlemlerinde Risk ve Teminat

KISACA

Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ, kredili alım, açığa satış ve ödünç işlemlerinin piyasa ile aracı kurum üzerinde yarattığı riski yetki, limit, hesap ayrılığı ve özkaynak kurallarıyla yönetir. Kredili alım, müşterinin kredi kullanarak sermaye piyasası aracı edinmesidir; açığa satış ise sahip olunmayan aracın satılması veya teslim borcunun ödünç alınan araçla karşılanmasıdır. Her işlem türü için ayrı kredi hesabı ve çerçeve sözleşme gerekir. Kredili alım ve açığa satışta başlangıç özkaynak oranı en az yüzde elli, sürdürme oranı en az yüzde otuz beştir. Oran sınırın altına düşerse müşteri başlangıç oranına dönmek üzere özkaynak tamamlamaya çağrılır; süresinde tamamlamazsa kuruluş pozisyonu kapatabilir. Ödünç işleminde aynı cins aracın mislen iadesi esastır ve verilen özkaynak aracın cari değerinin yüzde yüzünden az olamaz. Açığa satış emri ayrıca belirtilir ve Borsaya doğru kodla iletilir. İşleme konu varlıklar ve teminatlar amacı dışında kullanılamaz.

Kredili alım, açığa satış ve ödünç alma veya verme işlemleri, normal alım satıma göre daha fazla karşı taraf, teminat ve piyasa riski üretir. Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ bu işlemleri yasaklamak yerine kimlerin, hangi araçlarda ve ne büyüklükte işlem yapabileceğini; riskin nasıl ölçüleceğini ve temerrüdün nasıl tasfiye edileceğini düzenler. Aracı kurumun alım satıma aracılık yetkisine sahip olması ve gerekli teknik donanım, personel ile muhasebe sistemini kurduğunu Kurula bildirmesi gerekir. Kurul otuz iş günü içinde aksini bildirmezse faaliyet yürütülebilir. Ödünç işlemleri aracı kurum ve bankaların yanında Takasbank tarafından da yapılabilir.

Aracı kurum günlük risk takibi yapacak personel atar, genel müdüre raporlama sorumluluğunu bir yöneticiye verir ve kredi komitesi oluşturur. Kredi komitesi müşteri limitleri ile kredi politikalarının iç kontrol prosedürlerine uygun uygulanmasını sağlar; kararlar noter onaylı karar defterine kaydedilir. İşlemler yalnız belirlenen sermaye piyasası araçlarında yapılabilir. Borsa, piyasa değeri, likidite, dolaşımdaki pay ve işlem sıklığı gibi ölçütlere göre kredili işlem ve açığa satış listelerini oluşturur. Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Girişim Sermayesi Pazarı payları ile borsa yatırım fonları genel olarak iki işleme de konu olabilirken bazı ürünler yalnız kredili işleme açık olabilir veya tamamen kapsam dışında kalabilir. Listedenden çıkarılan araçlar, mevcut pozisyonların tasfiyesi için geçici listeye alınabilir.

Risk yalnız tek müşteride değil, kurumun toplamında da sınırlandırılır. Aracı kurumun kullandığı kredilerin toplamı ve açığa satışların toplam değeri her faaliyet için ayrı hesaplanır ve esas alınan özsermaye büyüklüğünün iki katını geçemez. Özel işlem sınırında ise bir müşteriye açılan kredi, kural olarak aynı özsermaye ölçüsünün yüzde onunu aşamaz. Bir ihraççıya ait paylarda müşteriler üzerinden biriken toplam kredi riski de ayrıca sınırlıdır. Birlikte hareket eden kişiler ve belirli aile ya da ortaklık bağları bulunan hesaplar tek müşteri gibi değerlendirilir; böylece limitlerin görünüşte ayrı hesaplara bölünerek aşılması önlenir.

Kredili alım ve açığa satış için ayrı kredi hesapları açılır. Aynı müşteri her iki işlemi yapıyorsa iki işlem türü tek hesapta birleştirilmez. Kredi hesabı müşterinin diğer hesaplarından ayrı izlenir; bir hesaptaki yükümlülük, diğer hesaptaki varlıklar kendiliğinden teminat sayılarak kapatılamaz. Müşterinin yazılı virman talimatı bulunursa özkaynak açığını tamamlamak için hesaplar arasında aktarım yapılabilir. İşlemin niteliğine göre kredili alım, açığa satış veya ödünç alma ve verme çerçeve sözleşmesi kurulmalıdır. Sözleşme, işlem koşullarını önceden belirler; mevzuata aykırı biçimde müşterinin haklarını zedeleyemez ve emrin ispatını müşteriye yükleyemez.

Özkaynak olarak Türk lirası, konvertibl döviz, uygun listelerdeki sermaye piyasası araçları, yatırım fonu ve borsa yatırım fonu katılma payları, devlet iç borçlanma senetleri ile belirlenen kıymetli madenler kabul edilebilir. Ancak hepsi cari değerinin tamamıyla hesaba katılmaz. Nakit ve bazı düşük riskli kıymetler yüzde yüz, borsa yatırım fonu katılma payları ve bazı yatırım fonları yüzde doksan, daha riskli fonlar daha düşük oranla değerlendirilir. Paylarda Borsa tarafından belirlenen oran kullanılır. Bu kesintiler, teminatın piyasa koşullarında hızla ve beklenen değerden nakde çevrilememe riskini karşılar. İşlem sırası uzun süre kapalı kalan payın teminat niteliğini kaybetmesi, özkaynak oranını aniden düşürebilir.

Kredili alım, müşterinin kredi kullanarak sermaye piyasası aracı satın almasıdır. Emir verilirken kredili olduğu belirtilir. Kredili olduğu söylenmeyen bir alımın bedeli takas gününde karşılanmazsa işlem limitler bakımından kredili sayılır ve kuruluş belirlenen sürede sözleşme kurarak kredili işleme dönüştürmek, müşteriye bildirip gerekli miktarda aracı satarak borcu tahsil etmek veya piyasa temerrüt hükümlerini uygulamak zorundadır. Kredili alımda özkaynak, işleme konu kıymetlerin cari değeri ile bunların gelirleri toplamından kredi ve tahakkuk eden faizin çıkarılmasıyla bulunur. Başlangıçta en az yüzde elli özkaynak gerekir; işlem sürdükçe oran yüzde otuz beşin altına inemez.

Özkaynak oranı her iş günü hesaplanır. Yüzde otuz beşin altına düşerse müşteri en hızlı iletişim aracıyla, oranı yeniden yüzde elliye çıkaracak nakit veya kıymeti yatırmaya çağrılır. Tamamlama süresi çerçeve sözleşmede belirlenir ve iki iş gününü geçemez. Müşteri bu sırada yeni alım emri veremez. Eksiklik süresinde giderilmezse aracı kurum ek ihbara gerek olmadan kredili alınan ya da özkaynak olarak verilen kıymetleri satarak krediyi kapatabilir. Müşteri, sözleşmeye daha yüksek bir oranda otomatik satış uygulanmasını koydurarak zararın daha erken sınırlandırılmasını isteyebilir.

Açığa satış, sahip olunmayan aracın satılması, böyle bir satış emri verilmesi veya teslim yükümlülüğünün ödünç alınan araçla yerine getirilmesidir. Satıştan önce bağlayıcı bir edinim sözleşmesi yapılmışsa teslim henüz gerçekleşmese de satıcı araca sahip kabul edilir. Müşteri emrin açığa satış olduğunu kuruluşuna bildirir; kuruluş da emri Borsaya açığa satış olarak iletir. Hesapta araç bulunmadığı halde müşteri takas gününe kadar teslim edebileceğini beyan ederse işlem açığa satış sayılmayabilir, ancak beyanı araştırma ve belgeleri saklama sorumluluğu kuruluştadır. Teslim gerçekleşmezse en geç takas tarihini izleyen iki iş günü içinde piyasadan alım veya ilgili temerrüt hükümleriyle borç tasfiye edilir.

Açığa satışta da başlangıç özkaynak oranı yüzde elli, sürdürme oranı yüzde otuz beştir. Satılan aracın fiyatı yükseldikçe onu geri alma maliyeti artar ve özkaynak oranı düşer. Sınır aşırsa müşteri oranı başlangıç düzeyine tamamlar; tamamlamazsa kuruluş satış hasılatını veya teminatları kullanarak

pozisyonu kapatır. Borsa ya da Kurul, gerektiğinde açığa satış fiyatını son işlem fiyatının üzerine bağlayan fiyat sınırı koyabilir. İhraççının yöneticileri, üst düzey personeli, yüzde on veya daha fazla pay sahibi ortakları ve onlarla birlikte hareket eden belirli kişiler kendi şirketlerinin araçlarında açığa satış yapamaz.

Ödünç işleminde bir sermaye piyasası aracı belirli süre için devredilir ve aynı cins araç mislen geri alınır. Müşteri varlığının ödünç verilebilmesi için her işlemten önce talimat gerekir. Ödünç alan, aracın cari değerinin yüzde yüzünden az olmamak üzere özkaynak verir; değer günlük izlenir ve eksiklik aynı gün tamamlanır. Temettü veya faiz gibi getiriler sözleşmeye göre ödünç verene aktarılır. Kredili, açığa satış ve ödünç işlemlerine konu kıymetlerle teminatlar, teslim amaçları dışında kullanılamaz, üçüncü kişilere devredilemez ve yatırım kuruluşunun borçları için haczedilemez. Bu koruma, kaldıraç sağlayan işlemlerin kurum veya başka müşteri yararına kontrolsüz biçimde kullanılmasını engeller.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

4.5 · Kitle Fonlaması Tebliği III-35/A.2

Kitle Fonlamasında Platform, Kampanya ve Yatırımcı Koruması

KISACA

III-35/A.2 sayılı Tebliğ, proje veya girişim şirketlerinin pay ya da borçlanma aracı karşılığında platform üzerinden halktan fon toplamasını düzenler. Platform anonim ortaklık olarak kurulur, Kurul listesine alınır; yatırım komitesi, iç kontrol, risk yönetimi, bilgi sistemleri, MKK ve emanet yetkilisi bağlantılarını kurar. Yatırım komitesi bilgi formunu ve paya dayalı modelde fizibiliteyi, borçlanmaya dayalı modelde kredibiliteyi değerlendirir. Kampanya sayfası yatırım kararını etkileyen bilgileri, hedef ve toplanan fonu, süreyi ve sonuçları gösterir. Yatırımcının ödeme emrinden itibaren kırk sekiz saat cayma hakkı vardır; fonlar kampanya sonuçlanıncaya kadar emanet yetkilisinde bloke edilir. Paya dayalı modelde mevcut pay satışıyla fon toplanamaz ve fonlanan şirkette sermaye artırımları yapılır. Borçlanmaya dayalı modelde getiri, vade ve geri ödeme koşulları bilgi formunda açıklanır, kredi riski değerlendirilir. Paylar ve borçlanma araçları MKK nezdinde kayden oluşturulur; toplanan fon yalnız ilan edilen proje amacı için kullanılabilir.

Kitle fonlaması, bir proje veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu kaynağı platform üzerinden çok sayıda yatırımcıdan toplamasıdır. III-35/A.2 sayılı Tebliğ iki modeli birlikte düzenler. Paya dayalı modelde yatırımcı fonlanan şirkete ortak olur; borçlanmaya dayalı modelde ise belirlenen getiri ve geri ödeme koşullarına sahip borçlanma aracını edinir. Bu yöntem klasik halka arz değildir ve yatırımcı tazmin hükümlerine tabi olmaması özel önem taşır. Bu nedenle koruma, platformun Kurul gözetimi, açık bilgi formu, emanet mekanizması, MKK kayıtları, yatırım sınırları ve fon kullanım denetimi üzerinden kurulur.

Platform anonim ortaklık olarak kurulur; payları nama yazılı, faaliyet konusu yalnız paya ve borçlanmaya dayalı kitle fonlamasına aracılık etmek olmalıdır. Ticaret unvanında kitle fonlama platformu ibaresi bulunur, yönetim kurulu en az üç kişiden oluşur ve sermaye ile özsermaye Tebliğdeki asgari düzeyin altına inemez. Kuruluş izni tek başına kampanya yürütmeye yetmez. Platformun Kurul listesine alınması; yatırım komitesini, iç kontrol ve risk yönetimini, muhasebe ve operasyon birimini, bilgi sistemi altyapısını kurmasına bağlıdır. MKK ve emanet yetkilisiyle sözleşme yapılır, veri akışı ve kayıt süreçleri bu kurumlarla uyumlaştırılır. Borçlanmaya dayalı faaliyette ayrıca girişimin geri ödeme kapasitesini değerlendirecek ve kredi limitini izleyecek altyapı gerekir.

Kurucular, ortaklar ve yönetim kurulu üyeleri mali güvenilirlik, dürüstlük ve belirli suçlardan mahkûm olmama şartlarını taşır. Yönetim kurulunun en az bir üyesi bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip olmalıdır. Ortaklık yapısında yüzde on, yirmi veya elli eşiklerini aşan ya da bu eşiklerin altına inen devirler Kurul onayına tabidir. Yönetimde temsil imtiyazı veren payların devrinde oran aranmaz. Daha küçük değişiklikler bildirilir ve güncel ortaklık yapısı internet sitesinde açıklanır. Böylece platformun görünürdeki ortaklarıyla fiili kontrol sahipleri izlenebilir.

Yatırım komitesi en az üç üyeden oluşur; üyelerin çoğunluğu finans, girişimcilik, işletme, hukuk, teknoloji veya benzeri alanlarda en az beş yıllık deneyime sahip olmalıdır. Üyelerden biri platform yönetim kurulu üyesi, en az biri Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 lisansı sahibi olur. Borçlanmaya dayalı faaliyette kredi derecelendirme lisansı ve risk, finansal analiz veya değerlendirme deneyimiyle ilgili ek koşullar uygulanır. Komite, hangi projelerin platformda yayımlanacağını önceden ilan edilmiş objektif değerlendirme politikasına göre kararlaştırır. Paya dayalı kampanyada fizibilite raporunu, borçlanmaya dayalı kampanyada kredibilite raporunu inceler ve bilgi formunun tutarlı, anlaşılır ve eksiksiz olduğunu denetler. Üyenin kendisi veya yakınlarıyla ilişkili projelerde müzakereye katılması ve oy kullanması yasaktır.

Platform her proje için bir kampanya sayfası oluşturur. Onaylı bilgi formu, komite değerlendirme raporu ve varsa karşı oy gerekçeleri bu sayfada yayımlanır. Hedeflenen ve toplanan fon, yatırımcı sayısı ve kalan süre anlık olarak gösterilir. Yatırım kararını etkileyebilecek yeni gelişmeler kampanya sırasında açıklanır; bilgi formu değişikliği komite onayından sonra yayımlanır ve önceden ödeme emri veren yatırımcıların cayma süresi yeniden başlar. Platform yatırım tavsiyesi veremez, üyelerin bilgisizliğinden yararlanamaz ve kendi projeleriyle önemli ortaklık bağı bulunan kişilerin projeleri için kampanya yürütemez. Geniş yetkili aracı kurum niteliğinde olmayan platformlar ikincil piyasa işlemlerine aracılık edemez; üyelerin iletişim kurmasına imkân vermek tek başına ikincil piyasa sayılmaz.

Üyelik elektronik ortamda kurulur. Kimlik doğrulanır, üyelik sözleşmesi yapılır, genel risk bildirim formunun okunduğuna ilişkin beyan alınır ve yatırımcının kitle fonlaması risklerini anlayacak bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadığı değerlendirilir. Yatırımcı, yatırımın tamamını kaybedebileceğini ve edindiği pay ya da borçlanma aracının devrinin sınırlı olabileceğini anlamalıdır. Nitelikli yatırımcı statüsü MKK üzerinden doğrulanır. Nitelikli olmayan gerçek kişiler için yıllık ve proje bazlı yatırım sınırları uygulanır; gelir beyanına bağlı üst sınırlar MKK tarafından platformlar arası toplam üzerinden kontrol edilir.

Kampanya süresi, yatırım komitesince onaylanan bilgi formunun sayfada yayımlanmasıyla başlar ve altmış günü geçemez. Yatırımcının fon sağlama talebiyle ödeme emri eşzamanlıdır; ödeme, kimlik bilgileriyle uyumlu araçtan yapılır. Platform talepleri anlık olarak MKK ve emanet yetkilisine iletir. Toplanan para emanet yetkilisi nezdinde platform adına açılan hesapta bloke edilir; hedefe ulaşıp gerekli hukuki işlemler tamamlanmadan girişimci tarafından kullanılamaz. Yatırımcı, ödeme emrinden itibaren kırk sekiz saat içinde gerekçe göstermeden cayabilir. Cayma bildiriminin emanet yetkilisine iletilmesini izleyen iş gününde iade işlemleri başlatılır. Hedefin erken toplanması halinde bütün yatırımcıların cayma süreleri bittikten sonra kampanya erken sona erdirilebilir. Hedef aşılsa fazla kısım eşitliği bozmayacak dağıtım usulüyle iade edilir.

Paya dayalı modelde mevcut ortakların payını satarak fon toplanamaz; para, yeni kurulacak veya anonim şirkete dönüşecek fonlanan şirkette sermaye artırımını karşılığında çıkarılan paylara yönelir. Nitelikli yatırımcılar dışında aynı kampanyadaki yatırımcı payları arasında imtiyaz farkı yaratılamaz. Girişimci tarafından yürütülen kampanya başarıya ulaşırsa belirlenen süre içinde anonim şirket kurulur;

girişim şirketi limited ise anonim şirkete dönüşür. Sermaye artırımını tamamlandıktan sonra her yatırımcının fonu ve karşılığındaki nominal pay bilgisi MKK'ya iletilir. Fonlanan şirketin bütün payları kayden oluşturulur ve hak sahiplerinin hesaplarına aktarılır. Bu işlemler tamamlandıktan sonra bloke fon şirkete verildiğinde kampanya sona erer.

Borçlanmaya dayalı model yalnız borçlanma aracı satışıyla yürütülür; başka bir ödünç veya borç sözleşmesi kullanılamaz. Komite, girişimin mali durumu, proje nakit akımları, sektör ve teminat yapısını dikkate alan kredibilite raporuyla geri ödeme kapasitesini değerlendirir. Getiri oranı, vade ve ödeme planı bilgi formunda açıklanır; ilan edilenden daha düşük getiriyle fon toplanamaz. Vade beş yılı aşamaz ve bütün borcun vade sonunda tek seferde ödenmesine izin verilmez. Fonlanabilecek tutar, projenin indirgenmiş nakit akımları ve ihraç sınırlarıyla sınırlandırılır. Platform temerrüt oranlarını ve uygulanan getiri oranlarını internet sitesinde sürekli yayımlar.

Hedef toplanamaz, gerekli şirket veya kayıt işlemleri süresinde tamamlanamaz ya da platform listeden çıkarılırsa bloke fon ve varsa nema yatırımcıya iade edilir. Başarılı kampanyada paylar ve borçlanma araçları MKK'da hak sahibi bazında izlenir. Fon kullanım raporu kampanya başında yayımlanır; para proje dışı borçları kapatmak için kullanılamaz. Paya dayalı fonun amacına uygunluğu bağımsız denetimle, borçlanmaya dayalı fonda ise yatırım komitesi raporuyla kontrol edilir. Aykırılık Kurula bildirilir ve fonlanan şirket yönetim kurulu kullanım amacından sorumlu olur. Böylece platform, bilgi formu, emanet hesabı, MKK kaydı ve kullanım denetimi kampanyanın birbirini tamamlayan güvenlik katmanlarını oluşturur.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

4.6 - 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 Sözleşmenin Güvenli Kurulması

KISACA

III-42.1 sayılı Tebliğ, aracı kurum ve portföy yönetim şirketlerinin müşteriye fiziksel olarak aynı ortamda bulunmadan tanımasını ve sözleşmeyi elektronik ortamda kurmasını düzenler. Süreç müşteri tarafından başlatılır, bilgi teknolojisi kontrolleriyle ilerler ve eğitilmiş personelin onayıyla tamamlanır; risk görülürse ikinci personel onayı alınır veya işlem sonlandırılır. Görüntülü görüşme gerçek zamanlı, kesintisiz ve uçtan uca güvenli olmalı; ses ile görüntü kimlik belgesini ve kişiyi tereddütsüz doğrulayacak kalitede tutulmalıdır. Çipli kimlik yakın alan iletişimiyle doğrulanır; bu mümkün değilse en az dört görsel güvenlik unsuru incelenir ve ilk finansal hareket başka bir finansal kuruluştan yapılır. Canlılık kontrolü, yüz ile kimlik fotoğrafının biyometrik karşılaştırması ve tek kullanımlık SMS koduyla telefon doğrulaması uygulanır. Sürecin bütün adımları kaydedilir. Elektronik sözleşmede bütün şartlar müşteriye gösterilir ve yalnız gösterilen metin, müşteriye özgü gizli anahtarla imzalanan irade beyanıyla kuruluşa iletilir.

III-42.1 sayılı Tebliğ, uzaktan müşteri edinimini yüz yüze kimlik tespitinin daha zayıf bir kopyası olarak değil, benzer risk düzeyine sahip kontrollü bir süreç olarak tasarlar. Aracı kurumlar ve portföy yönetim şirketleri, müşteriyle aynı fiziksel ortamda bulunmadan gerçek zamanlı görüntülü görüşme yapabilir ve kimliği doğruladıktan sonra elektronik sözleşme kurabilir. Teknoloji süreci hızlandırırsa da nihai sorumluluk kuruluştadır. Kullanılan çözümün yanlış kişiyi müşteri olarak kabul etme riskini en aza indirmesi, bütün adımların denetlenebilir olması ve şüpheli durumda işlemin durdurulması gerekir.

Uzaktan kimlik tespiti kritik işlem sayılır. Süreç tek bir personelin başlatıp onaylayabileceği şekilde kurulamaz. Başvuru müşteri tarafından kuruluşun uygulamasında elektronik form doldurularak başlatılır. Bilgi teknolojisi kontrolleri kimlik ve başvuru verilerini işler, ardından eğitilmiş personel görüntülü görüşme ve ek kontrollerle işlemi tamamlar. Personel riski yüksek bulursa dosyayı ikinci personele gönderir veya süreci sonlandırır. Kuruluş önce yazılı iş akış prosedürü oluşturur, sistemin etkinliğini test eder ve başarısız sonuçları gidermeden uygulamaya geçmez. Prosedür yılda en az iki kez; güvenlik ihlali, mevzuat değişikliği, yeni dolandırıcılık yöntemi ya da teknik zayıflık ortaya çıktığında ayrıca gözden geçirilir.

Görüntülü görüşmeyi yapan personel kimlik belgelerinin özellikleri, doğrulama yöntemleri, sahtecilik işaretleri, kişisel verilerin korunması ve müşterinin özgür iradesini değerlendirme konusunda eğitilmiş olmalıdır. Eğitim yılda en az bir kez ve süreçteki her önemli güncellemeden sonra yenilenir. Personel erişimi sınırlandırılmış ayrı alanda çalışır; ortam, müşteriye görevlinin gerçekten kuruluş adına hareket ettiğini gösterecek biçimde düzenlenir. Belirli başvuruların önceden belirli personele düşmesini önleyen atama mekanizması ve soruların sıra ya da türünü değiştiren yöntemler, içeriden veya

dışarıdan planlanan suistimali zorlaştırır. Engelli kişilerin hizmete erişebilmesi için gerekli düzenlemeler de yapılır.

Görüntülü görüşme gerçek zamanlı ve kesintisiz yürütülür. Görsel ve işitsel iletişimin bütünlüğü ile gizliliği uçtan uca güvenli bağlantıyla korunur. Görüntü, kimlik belgesinin beyaz ışık altındaki güvenlik unsurlarını, yıpranma veya tahrif izlerini ve kişinin yüzünü tereddütsüz değerlendirecek kalitede olmalıdır. Ses ya da görüntü kalitesi düşer, bağlantı kesilir veya kişiyle güvenilir iletişim kurulamazsa süreç tamamlanmış sayılmaz; görüşme sonlandırılır. Başvuruda biyometrik veri yalnız uzaktan kimlik tespiti amacıyla ve açık rıza elektronik ortamda kayda alınarak kullanılabilir.

Müşterinin cep telefonu, yalnız o kimlik tespiti için merkezî olarak üretilen tek kullanımlık SMS kodunun uygulama arayüzünden geri gönderilmesiyle doğrulanır. Bu kontrol, görüşmeyi yapan kişinin başvuruda bildirdiği numaraya erişimini gösterir. Asıl kimlik doğrulamada beyaz ışıktaki ayırt edilen güvenlik öğelerine, fotoğrafa ve imzaya sahip kimlik belgesi kullanılır. Belgenin temassız çipi yakın alan iletişimiyle okunabiliyorsa, verilerin yetkili makamca verilmiş ve değiştirilmemiş olduğu, çip anahtarlarının kopyalanmadığı doğrulanır. Bu kontroller başarılı olduğunda belgeden alınan kimlik bilgileri güvenilir kabul edilir.

Yakın alan iletişimi kullanılamazsa yalnız belgenin fotoğrafını görmek yeterli değildir. En az dört görsel güvenlik unsurunun biçimi ve içeriği doğrulanır. Kişiden belgeyi farklı yönlerde eğmesi ve sistemin rastgele seçtiği güvenlik alanlarına parmağını koyması istenir. Personel belgenin ön ve arka yüzünü, güvenlik unsurlarını ve üzerindeki bilgileri gösteren görüntüler oluşturur; geçiş noktalarında sonradan yapılmış değişiklik izi bulunmadığını kontrol eder. Yalnız görsel doğrulama kullanılan durumda, sürekli iş ilişkisi kurulmadan önce ilk finansal hareketin müşteriye tanıma kurallarını uygulayan başka bir finansal kuruluş üzerinden yapılması zorunludur. Bu ek adım, çip doğrulamasının yokluğunda ikinci bir kurumsal doğrulama katmanı sağlar.

Belgedeki yazı tipi, düzen, karakter sayısı, geçerlilik tarihi, fotoğraf, makinece okunabilir alan ve seri numarası kontrol edilir. Belge bilgileri Kimlik Paylaşımı Sistemi ve kuruluşun erişebildiği diğer güvenilir verilerle eşleştirilir. Kişinin canlı olduğu teknik yöntemlerle doğrulanır; sahte yüz ve önceden kaydedilmiş görüntü saldırılarına karşı ek önlem alınır. Yüz, mümkünse temassız çipten alınan fotoğrafla, bu mümkün değilse belge üzerindeki fotoğrafla biyometrik olarak karşılaştırılır. Personel aynı zamanda diyalog ve davranışlardan kimlik avı, sosyal mühendislik, üçüncü kişinin baskısı veya yönlendirmesi belirtilerini değerlendirir. Belge, kişi, verilen bilgiler ve beyan edilen amaç birbiriyle uyumlu değilse işlem sonlandırılır.

Görüşmenin sonunda sunulacak hizmetler belirtilir ve kişiden kuruluşun müşterisi olmayı kabul ettiğine ilişkin sözlü onay alınır. Uzaktan edinilen müşteriler farklı risk profilinde izlenir; işlemin türü ve tutarına göre ek güvenlik kontrolleri uygulanabilir. Karmaşık, olağandışı büyüklükte veya görünür ekonomik amacı olmayan işlemlerde sıkılaştırılmış tedbirler devreye girer. Uzaktan kimlik tespitiyle kurulan ilişkiden doğan itirazlarda ispat yükü, kişiye veya üçüncü tarafa yükümlülük doğuran işlemler bakımından aracı kurum ya da portföy yönetim şirketindedir. Kurul, uyum sorunları, şikâyetler veya sahtecilik bulguları üzerine yöntemin kullanımını kısıtlayabilir veya durdurabilir.

Kimlik tespitinden sonra sözleşme mesafeli olarak kurulabilir. Müşterinin irade beyanı, Tebliğdeki güvenli kimlik doğrulama koşullarından sonra elektronik ortamda alınır. İrade beyanı görüntülü görüşme sona ermeden alınmışsa bu görüşmedeki doğrulama ayrıca tekrar edilmez. Bir bilişim veya haberleşme cihazı üzerinden yazılı şeklin yerine geçen sözleşme kurulacaksa bütün şartlar müşterinin okuyabileceği biçimde gösterilir. Sözleşme ile müşterinin kurucu irade beyanı müşteriye özgü gizli anahtarla imzalanarak kuruluşa gönderilir ve teknik sistem müşterinin yalnız kendisine gösterilen metni imzalamasını sağlar. Teminat, kefalet ve temlik gibi yatırım hizmetiyle bağlantılı sözleşmeler de bu şartlar sağlandığında yazılı kurulmuş sayılır.

Uzaktan kimlik tespitinin tamamı, her adımın sonradan denetlenebilmesini sağlayacak şekilde görüntü, ses, belge ve sistem kayıtlarıyla saklanır. Saklama, belge ve kayıt düzenindeki süre ve bütünlük kurallarına tabidir. Bu nedenle güvenli uzaktan müşteri edinimi yalnız görüntülü görüşmeden ibaret değildir; müşteri tarafından başlatılan başvuru, bağımsız teknoloji kontrolleri, eğitimli personel, belge ve canlılık doğrulaması, risk izleme, değiştirilemez kayıt ve imzalanan metnin bütünlüğü birlikte çalıştığında yüz yüze sürece denk bir güven düzeyi oluşturur.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.1.1 · Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği ve İlgili Diğer Düzenlemeler**Borsa İstanbul'un Kurumsal Yapısı ve Borsacılık Düzeni****KISACA**

Borsa, sermaye piyasası araçlarına ilişkin alım ve satım emirlerini düzenli bir sistem içinde buluşturan, oluşan fiyatları tespit ve ilan eden anonim şirkettir. Borsa İstanbul; piyasaları, pazarları ve platformları işletir, işlem görececek araçları belirler, işlem yetkisi verir, gözetim yapar ve düzenli piyasa işleyişini koruyacak tedbirleri alır. Genel kurul ve yönetim kurulu temel organlardır; denetim, kurumsal yönetim, risk, uyuşmazlık ve disiplin işlevleri komitelerle desteklenir. Borsada işlem yapma yetkisi, gerekli izinlere ve Borsa düzenlemelerine uyulmasına bağlıdır. Kotasyon, bir aracın Borsa kotuna alınmasını; işleminden kaldırma ise koşulların kaybı veya piyasa düzeninin gerektirmesi üzerine kotasyonun sona ermesini ifade eder. Emirler kural olarak fiyat ve zaman önceliğiyle eşleşir; tek fiyat veya çok fiyat yöntemi uygulanabilir. Borsa, işlemleri geçici durdurabilir, emirleri iptal edebilir, teminat ve pozisyon sınırları koyabilir. Gözetim Borsanın, kamu gözetimi ise Sermaye Piyasası Kurulunun sorumluluğundadır.

Borsa kavramı, yalnızca alıcı ile satıcının karşılaştığı bir yerden daha geniştir. Sermaye piyasası araçları, kambiyo, kıymetli maden ve taşlar ile Kurulca uygun görülen diğer sözleşmelere ilişkin emirlerin güvenilir ve istikrarlı bir ortamda gerçekleşmesini sağlayan sistemlerin işletilmesini ifade eder. Bu sistemler serbest rekabet şartlarında emirleri bir araya getirir, oluşan fiyatları tespit ve ilan eder. Borsalar kanunen anonim şirket şeklinde kurulur; kuruluşları, faaliyete geçmeleri ve faaliyet esasları Sermaye Piyasası Kanunu ile ilgili düzenlemelere tabidir.

Borsa İstanbul A.Ş., Kanundaki özel hükümle kurulmuş ve önceki borsaların malvarlığı, hak ve yükümlülüklerini bünyesinde toplamıştır. Şirketin temel görevi, kendi bünyesindeki piyasaları, pazarları ve platformları düzenli, dürüst ve etkin biçimde işletmektir. Bu kapsamda işlem görececek araçları belirler, işlem esaslarını düzenler, üyelerin ve temsilcilerin işlem yetkilerini yönetir, fiyat ve işlem bilgilerini yayımlar, gözetim yapar ve gerekli tedbirleri alır. Borsanın düzenleme yetkisi sınırsız bir özel hukuk yetkisi değildir; sermaye piyasası mevzuatı ve Kurulun gözetim ve denetimi içinde kullanılır.

Şirketin temel organları genel kurul ile yönetim kuruludur. Genel kurul, anonim şirket yapısının en üst karar organı olarak mevzuat ve esas sözleşmedeki görevleri yerine getirir. Yönetim kurulu ise Borsanın sevk ve idaresinden, stratejisinden, risklerinin izlenmesinden ve mevzuata uygun işleyişinden sorumludur. Yönetim yapısı; kurumsal yönetim, denetim ve riskin erken saptanması komiteleriyle desteklenir. Borsa uyuşmazlıklarının incelenmesi ve disiplin süreçleri için ayrıca uyuşmazlık ve disiplin komiteleri kurulur. Komiteler karar merciinin yerine geçmekten çok, uzman inceleme ve öneri üreterek yönetim kurulunun sağlıklı karar almasını sağlar.

Borsada doğrudan işlem yapabilmek için işlem yapma yetkisi gerekir. Yatırım kuruluşları, ilgili sermaye piyasası faaliyeti için gerekli Kurul iznine sahip olmalı, Borsanın teknik, mali ve operasyonel şartlarını yerine getirmeli, gerekli teminatları yatırmalı ve temsilcilerini yetkilendirmelidir. Yetki, bütün piyasalarda

sınırsız işlem hakkı vermez; piyasa ve faaliyet türü itibarıyla tanımlanır. Yükümlülüklerin ihlali hâlinde yetki kısıtlanabilir, geçici olarak durdurulabilir veya kaldırılabilir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının para politikası görevleri kapsamındaki işlemleri için mevzuatta özel hükümler bulunur.

Kotasyon, bir sermaye piyasası aracının Borsa kotuna alınarak işlem görebilmesidir. Kotasyon koşulları ihraççının ve aracın niteliğine göre belirlenir. Koşulların kaybedilmesi, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi, yatırımcıların korunması veya piyasanın düzenli işleyişi gibi nedenlerle araç kottan çıkarılabilir ya da işlemleri geçici olarak durdurulabilir. İşlem görmenin geçici durdurulması, aracın kalıcı olarak kottan çıkarılmasıyla aynı değildir. Geçici durdurma sırasında piyasa düzenini koruyacak emir iptali, değişiklik kısıtı veya yeniden açılış yöntemi uygulanabilir.

Alım satım sistemi emirlerin belirli öncelik kurallarıyla eşleşmesine dayanır. Çok fiyat yönteminde farklı fiyat seviyelerinde sürekli eşleşme mümkündür. Tek fiyat yönteminde ise belirli süre emir toplanır ve en fazla işlemi gerçekleştirecek fiyat üzerinden eşleştirme yapılır. Aynı fiyat seviyesindeki emirlerde zaman önceliği esastır. Borsa, araç veya pazarın niteliğine göre işlem yöntemi, emir türü, fiyat adımı, günlük fiyat sınırı, seans akışı ve teminat düzenini belirleyebilir. Olağan dışı fiyat veya miktar hareketlerinde işlemleri durdurmak, emirleri iptal etmek, pozisyon ve işlem sınırı getirmek de düzenli piyasanın korunmasına yönelik yetkilere aittir.

Borsa, işlemlerin mevzuata ve dürüst piyasa düzenine uygunluğunu sürekli gözetir. Emir ve işlemler; yapay fiyat oluşumu, yanıltıcı görünüm, piyasa bozucu eylem ve üyelerin yükümlülükleri bakımından incelenir. Borsanın gözetimi, Kurulun kamu gözetimi ve denetimini ortadan kaldırmaz. Kurul gerekli bilgi ve belgeleri isteyebilir, denetim yapabilir ve mevzuat çerçevesinde tedbir uygulayabilir. Kayıtların güvenli biçimde tutulması, işlem bilgilerinin izlenebilir olması ve çıkar çatışmalarının yönetilmesi bu yapının tamamlayıcı unsurlarıdır.

Borsa tarafından veya Borsa bünyesinde hesaplanan finansal ölçüt ve endekslerde de güvenilirlik esastır. Ölçütün oluşturulma yöntemi açık, tutarlı ve denetlenebilir olmalı; veri girdileri yeterli kaliteye sahip bulunmalı; yöntemin belirlenmesi ile bundan yararlanan faaliyetler arasındaki çıkar çatışmaları kontrol edilmelidir. Böylece Borsa İstanbul'un kurumsal organları, işlem yetkisi rejimi, kotasyon, emir eşleştirme, gözetim ve olağanüstü tedbir yetkileri tek bir amaca bağlanır: fiyatların güvenilir biçimde oluştuğu, yatırımcının korunduğu ve yükümlülüklerin izlenebildiği düzenli bir piyasa kurmak.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.2 · Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası (Piyasanın İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)

Pay Piyasasında Pazarlar, Emirler ve Fiyat Oluşumu

KISACA

Borsa İstanbul Pay Piyasası; paylar yanında yeni pay alma hakları, borsa yatırım fonları, varantlar, sertifikalar ve belirlenmiş diğer sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü organize piyasadır. Araçlar niteliklerine göre pazarlara ayrılır ve sürekli işlem ya da tek fiyat yöntemiyle alınıp satılır. Sürekli işlemde emirler fiyat ve zaman önceliğiyle anlık olarak eşleşir; tek fiyatta emir toplama dönemini en yüksek işlem miktarını sağlayan fiyatın belirlenmesi izler. Limit, piyasa, piyasadan limite, dengeleyici, koşullu, kotasyon, orta nokta ve ağırlıklı ortalama fiyat emirleri farklı işlem amaçlarına hizmet eder. Baz fiyat, fiyat adımı ve günlük fiyat sınırı emir verilebilecek alanı belirler. Piyasa yapıcılığı sürekli çift taraflı kotasyonla, likidite sağlayıcılık ise gerektiğinde emir vererek likiditeyi destekler. Pay bazında ve endekse bağlı devre kesiciler aşırı hareketlerde işlemi geçici olarak emir toplama düzenine geçirir. Açığa satış, brüt takas, kredili işlem ve işlem öncesi risk kontrolleri piyasa güvenliğini tamamlar.

Pay Piyasası, ortaklık paylarının yanı sıra paya bağlı veya Borsa tarafından bu piyasa içinde işlem görmesi uygun bulunan çok sayıda sermaye piyasası aracını bir araya getirir. Yeni pay alma hakkı kuponları, borsa yatırım fonu katılma payları, varantlar, sertifikalar, sahipliğe dayalı kira sertifikaları, gayrimenkul sertifikaları, bazı fon payları ve emtia sertifikaları bunlar arasındadır. Her aracın ekonomik niteliği farklı olsa da emir iletimi, eşleşme, fiyat oluşumu, gözetim ve takas bakımından ortak bir organize piyasa altyapısından yararlanır.

Paylar, şirketlerin büyüklüğü, fiili dolaşım değeri, likiditesi, kamuyu aydınlatma performansı ve diğer ölçütlere göre farklı pazarlarda işlem görür. Yıldız, Ana ve Alt Pazar daha geniş yatırımcı kitlesine açık payları farklı ölçeklerde sınıflandırır. Yakın İzleme Pazarı, mevcut durumları nedeniyle daha yakından izlenmesi gereken şirketleri barındırır. Piyasa Öncesi İşlem Platformu ve yapılandırılmış ürünler, fonlar ya da emtia araçları için kullanılan diğer pazar ve platformlar farklı kabul ve işlem esaslarına sahiptir. Bir payın belirli pazarda bulunması, fiyatının yönünü değil uygulanacak işlem yöntemini, marjı ve bazı koruyucu tedbirleri etkiler.

İki temel fiyat oluşum yöntemi sürekli işlem ve tek fiyattır. Sürekli işlemde sisteme girilen emir, karşı taraftaki uygun emirlerle fiyat ve zaman önceliğine göre hemen eşleşebilir. Daha yüksek fiyatlı alış emri ve daha düşük fiyatlı satış emri önceliklidir; aynı fiyatta sisteme daha önce giren emir önce karşılanır. Tek fiyat yönteminde belirli süre boyunca emirler toplanır, ardından en fazla işlem miktarını sağlayan fiyat hesaplanır ve emirler bu tek fiyat üzerinden eşleştirilir. Açılış ve kapanış bölümleri de tek fiyat mantığından yararlanır. Sürekli işlem gören bir araç, devre kesici sonrasında geçici olarak tek fiyat emir toplama sürecine alınabilir.

Baz fiyat, bir işlem gününde fiyat sınırlarının hesaplanmasına dayanak olur. Günlük fiyat marjı baz fiyata uygulanarak taban ve tavan fiyatlar bulunur; fiyat adımı ise emir fiyatlarının hangi artışlarla girilebileceğini belirler. Baz fiyat çoğunlukla önceki işlem günündeki belirli fiyat verilerinden türetilir,

ancak ilk işlem günü veya özsermaye hâli gibi özel durumlarda farklı yöntem kullanılabilir. Lot, emrin miktar birimidir. Fiyat adımı ile lot birlikte, emir defterinin hem fiyat hem miktar bakımından standartlaşmasını sağlar.

Limit fiyatlı emirde fiyat ve miktar belirtilir; gerçekleşmeyen kısım geçerlilik süresi boyunca defterde bekleyebilir. Piyasa emri fiyat içermez, karşı taraftaki en iyi fiyatlardan gerçekleşir ve karşılanmayan kısmı iptal olur. Piyasadan limite emir yalnız en iyi fiyat kademesiyle eşleşir; kalan kısmı son gerçekleşme fiyatından limit emre dönüşebilir. Dengeleyici emir, tek fiyat eşleşmesinden sonra eşleşme fiyatında kalan emirlerle işlem yapmak için kullanılır. Kısmi görünme koşullu emir, toplam miktarın yalnız bir bölümünü gösterir. Kotasyon emri piyasa yapıcı veya likidite sağlayıcının alış ve satış taraflarını birlikte yönetmesine imkân verir. Orta nokta emirleri büyük tutarlı işlemleri, normal defterin en iyi alış ve satış fiyatlarının ortasında ayrı ve kapalı bir defterde eşleştirir. Ağırlıklı ortalama fiyat emirleri ise gün sonunda oluşan ağırlıklı ortalama fiyatla bağlantılı işlem olanağı sağlar.

Piyasa yapıcı, görevlendirildiği araçta belirli miktar ve azami alış-satış farkı koşullarını karşılayan çift taraflı kotasyon bulundurur. Amaç likit ve sürekli bir piyasa yaratmaktır. Likidite sağlayıcı ise ihraççıyla yaptığı anlaşma çerçevesinde gerektiğinde emir veya kotasyon girer; sürekli olarak piyasada bulunma yükümlülüğü yoktur ve faaliyet fiyat istikrarı garantisi anlamına gelmez. Aynı araçta piyasa yapıcılık ile likidite sağlayıcılık birlikte uygulanmaz. Her iki faaliyet de özel hesaplar, bildirimler, performans ölçümleri ve Borsa gözetimi altında yürütülür.

Pay bazında devre kesici, sürekli işlem sırasında referans fiyata göre belirlenen eşiğin aşılması üzerine ilgili payı geçici olarak tek fiyat emir toplama aşamasına geçirir. Endekse bağlı devre kesici ise BIST 100 Endeksindeki belirlenmiş düşüşün ardından piyasa genelinde işlemleri durdurur ve kontrollü yeniden açılış sağlar. Bu mekanizmalar işlemleri kalıcı olarak sona erdirmez; ani fiyat hareketi sırasında emirlerin yeniden dengelenmesi için zaman yaratır. İşlem öncesi risk yönetimi de kullanıcı, hesap, araç, miktar ve tutar bazında limitlerle emir sisteme kabul edilmeden önce riski sınırlar.

Açığa satış, yatırımcının sahip olmadığı payı ödünç alma veya teslim yükümlülüğünü karşılayacak düzen içinde satmasıdır ve yalnız izin verilen araçlarda yapılabilir. Yukarı adım kuralı, belirli durumlarda açığa satış fiyatını son işlem fiyatına bağlar. Brüt takas uygulamasında gün içi netleştirme imkânı sınırlandırılarak alınan kıymetin ve satılan kıymete ilişkin yükümlülüğün ayrı ayrı yerine getirilmesi istenir. Volatilite Bazlı Tedbir Sistemi; emir yöntemi kısıtı, kredili işlem ve açığa satış yasağı, brüt takas veya tek fiyat gibi tedbirleri araç bazında kademeli uygulayabilir. Böylece pazar yapısı, emir çeşitleri, fiyat sınırları, likidite mekanizmaları ve risk tedbirleri birlikte çalışarak fiyatın şeffaf bir emir defterinde oluşmasını sağlar.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.3 · Borsa İstanbul A.Ş. Borçlanma Araçları Piyasası (Piyasanın İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)

Borçlanma Araçları Piyasasında İşlem ve Repo Düzeni**KISACA**

Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası, sabit getirili menkul kıymetler ile repo ve ters repo işlemlerine organize, şeffaf ve likit bir ortam sağlar. Yetkili yatırım kuruluşları ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası piyasada işlem yapabilir. Emirler işlem gerçekleşinceye kadar karşı taraf kimliği açıklanmadan sisteme iletilir; fiyat veya oran önceliğini zaman önceliği izler. Kesin Alım Satım Pazarı menkul kıymetin mülkiyetini kalıcı biçimde devreder. Repo pazarlarında kıymet, başlangıçta satılıp vadede geri alınır; ters repo aynı işlemin fon veren tarafıdır. Menkul Kıymet Tercihli Repo Pazarı emirde belirli kıymetin seçilmesine, Pay Senedi Repo Pazarı uygun payların repo konusu olmasına imkân verir. Uluslararası Tahvil, Nitelikli Yatırımcıya İhraç, Taahhütlü İşlemler ve diğer pazarlar araç ve yatırımcı türüne göre ayrışır. Temiz fiyat birikmiş faizi dışarıda, kirli fiyat içeride gösterir. Takasbank takas, teminat, risk ve merkezi karşı taraf işlevleriyle işlemlerin tamamlanmasını destekler; temerrüt hâlinde özel kurallar uygulanır.

Borçlanma Araçları Piyasasının amacı, borçlanma araçlarının kesin alım satımı ile repo ve ters repo işlemlerinin güvenilir, şeffaf ve rekabetçi bir ortamda gerçekleşmesini sağlamaktır. Devlet iç borçlanma senetleri, özel sektör borçlanma araçları, kira sertifikaları, uluslararası tahviller ve ilgili düzenlemelerde kabul edilen diğer kıymetler farklı pazarların konusu olabilir. Organize emir sistemi, dağınık ikili işlemlere kıyasla fiyat bilgisinin izlenmesini, emirlerin öncelik kurallarıyla eşleşmesini ve takas yükümlülüklerinin ortak altyapıda yönetilmesini sağlar.

Piyasaya, ilgili faaliyet iznine ve Borsa işlem yetkisine sahip yatırım kuruluşları katılır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da görevleri çerçevesinde işlem yapabilir. Emirler üye temsilcileri veya elektronik bağlantılarla sisteme iletilir. İşlem gerçekleşmeden önce emir sahibinin kimliği diğer piyasa katılımcılarına açıklanmaz; böylece karşı taraf seçiminden çok fiyat ve oran rekabeti öne çıkar. Kesin alım satım emirlerinde fiyat ya da getiri, repo emirlerinde repo oranı belirleyicidir. Daha iyi fiyat veya oran önceliklidir; aynı düzeyde zaman önceliği uygulanır. Çok fiyatlı sürekli müzayede genel yöntem olmakla birlikte, belirli işlemlerde tek fiyat veya özel eşleşme yöntemleri kullanılabilir.

Kesin Alım Satım Pazarında menkul kıymetin mülkiyeti, bedeli karşılığında kesin olarak el değiştirir. İşlem aynı gün veya ileri valörlü olabilir. Tahvil fiyatlamasında temiz fiyat, işlem tarihine kadar birikmiş faizi içermez; kirli fiyat ise temiz fiyat ile birikmiş faizin toplamıdır. Takasta ödenecek tutarın hesaplanmasında kıymetin nominal değeri, fiyatı, birikmiş faizi ve varsa diğer nakit akış unsurları dikkate alınır. Getiri, yatırımcının kıymeti belirli fiyatla edinmesi hâlinde vadeye kadar elde edeceği nakit akışlarının bugünkü değer ilişkisini gösterir.

Repo, bir menkul kıymetin başlangıç valöründe satılması ve önceden belirlenen koşullarla bitiş valöründe geri alınmasıdır. Ekonomik açıdan kıymet teminatlı kısa vadeli fonlama işlevi görür. Ters repo, aynı sözleşmeye fon sağlayan tarafın bakışıdır. Repo Ters Repo Pazarında emir girilirken işlem karşılığı teslim edilecek belirli kıymetin kodu esas unsur olmayabilir; uygun kıymet takas aşamasında

teslim edilir. Menkul Kıymet Tercihli Repo Pazarında ise taraflar repo konusu belirli menkul kıymeti emir aşamasında seçer. Bu fark, genel bir teminat sepetine dayanan repo ile belirli kıymeti edinme veya kullanma amacının öne çıktığı repo işlemini ayırır.

Pay Senedi Repo Pazarı, Borsaca uygun görülen likit payların repo konusu edilmesine imkân verir. Payın fiyat riski nedeniyle değerlendirme, teminat ve risk yönetimi kuralları önem taşır. Taahhütlü İşlemler Pazarı, özellikle kira sertifikalarına dayalı ve katılım finansı ilkeleriyle uyumlu fon sağlama işlemlerini ayrı bir sözleşme düzeninde yürütür. Uluslararası Tahvil Pazarı, yurt dışında ihraç edilen borçlanma araçlarının Borsa ortamında işlem görmesini sağlar. Gözaltı veya yakın izleme niteliğindeki pazarlar, olağan pazarlarda işlem görmesi uygun bulunmayan kıymetleri daha kontrollü koşullarda barındırabilir.

Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı, halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcılara satılacak borçlanma araçlarının ihraç işlemlerinin Borsa sisteminde yapılmasına imkân verir. Bu pazar birincil piyasa niteliğindedir; alıcıların nitelikli yatırımcı olması gerekir. İhraç tamamlandıktan sonra kıymetlerin ikincil piyasa işlemleri de yalnız mevzuatın izin verdiği yatırımcılar arasında gerçekleşir. Böylece kamuyu aydınlatma ve yatırımcı koruması rejimi, genel yatırımcıya yapılan halka arzdan farklılaştırılır.

Emirlerin valörü, vadesi, nominal tutarı, fiyatı veya oranı ve işlem yapılacak pazar birbiriyle uyumlu olmalıdır. Eşleşen işlem tarafları için bağlayıcıdır. Hatalı işlem, emir iptali ve işlem iptali ancak düzenlemelerdeki şartlarla mümkündür; tarafların sonradan piyasa görüşünü değiştirmesi iptal nedeni değildir. Borsa, olağan dışı durumlarda emir türlerini kısıtlayabilir, işlemleri durdurabilir, fiyat veya oran sınırları koyabilir ve bekleyen emirleri iptal edebilir.

Takasbank, piyasa işlemlerinin nakit ve kıymet takasını yürütür. Merkezi karşı taraf hizmeti verilen pazarlarda alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı konumuna geçerek karşı taraf riskini kendi risk yönetimi çerçevesinde üstlenir. Üyeler işlem teminatı ve garanti fonu yükümlülüklerine uyar; pozisyonlar güncel fiyatlarla değerlendirilir ve gerekli hâllerde teminat tamamlama çağrısı yapılır. Yükümlülüğün süresinde yerine getirilmemesi temerrüt oluşturur; kıymet veya nakit borcu piyasa prosedürleriyle kapatılır ve temerrüt faizi uygulanabilir. Bu yapı, kesin alım satım ile farklı repo türlerinin ekonomik farklarını korurken bütün işlemleri ortak öncelik, takas ve risk kuralları altında birleştirir.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.4 · Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası (Piyasanın İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)**ViOP'ta Sözleşmeler, Emirler ve Risk Yönetimi****KISACA**

Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, standart vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin organize biçimde işlem gördüğü Borsa İstanbul piyasasıdır. Vadeli işlem sözleşmesi iki tarafa gelecekte alım veya satım yükümlülüğü verir; opsiyon alıcısı prim karşılığında hak kazanırken satıcı yükümlülük üstlenir. Uzun ve kısa pozisyonlar ters işlemle veya vade sonu uzlaşmasıyla kapanır. Sözleşmeler dayanak varlık, vade, büyüklük, fiyat adımı ve uzlaşma yöntemiyle standartlaştırılır. Normal seansta çok fiyat, açılışta tek fiyat yöntemi uygulanabilir; emirler fiyat ve zaman önceliğiyle eşleşir. Limit, piyasadan limite, şarta bağlı ve vadeler arası strateji emirleri farklı ihtiyaçlara hizmet eder; piyasa emir yöntemi tanımlı olmakla birlikte 1 Mart 2021'den beri kullanılamaz. Günlük uzlaşma fiyatı kâr ve zararın hesaplanmasına, vade sonu uzlaşma fiyatı sözleşmenin sona erdirilmesine temel olur. Takasbank merkezi karşı taraf ve takas merkezidir. Başlangıç teminatı, günlük değerlendirme, teminat tamamlama çağrısı, pozisyon limitleri ve işlem öncesi risk kontrolleri kaldırıcı yapının riskini sınırlar.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, gelecekteki fiyat riskinin standart sözleşmeler üzerinden devredilmesini sağlayan organize türev piyasadır. Vadeli işlem sözleşmesinde alıcı, dayanak varlığı gelecekte belirlenen koşullarda alma; satıcı ise satma yükümlülüğü üstlenir. Opsiyonda alıcı, ödediği prim karşılığında dayanak varlığı belirli fiyattan alma veya satma hakkı kazanır; hakkı kullanıp kullanmamak alıcıya aittir. Opsiyon satıcısı ise alıcının kullanımı hâlinde sözleşmeyi yerine getirmekle yükümlüdür. Bu nedenle vadeli işlemde iki tarafın, opsiyonda ise özellikle satıcının teminat yükümlülüğü önem taşır.

Dayanak varlık pay, endeks, döviz, kıymetli maden, emtia, enerji, faiz göstergesi veya borçlanma aracı olabilir. Her sözleşmenin dayanak varlığı, sözleşme büyüklüğü, fiyat kotasyonu, asgari fiyat adımı, vade ayları, son işlem günü ve uzlaşma şekli önceden belirlenir. Standartlaşma, farklı yatırımcıların aynı sözleşme kodunda karşılaşmasını ve likiditenin yoğunlaşmasını sağlar. Borsa tarafından izin verilen sınırlar içinde kullanıcıların vade veya kullanım fiyatını belirlediği esnek sözleşmeler de oluşturulabilir; bunlar standart sözleşmelerle aynı özelliklere sahip olmadıkları için ayrı kodlanır.

Bir sözleşmede alım yönlü pozisyon uzun, satım yönlü pozisyon kısa pozisyonudur. Aynı sözleşmede ters yönlü işlem yapıldığında pozisyon azalır veya kapanır. Açık pozisyon, henüz ters işlemle ya da vade sonu teslim ve uzlaşmayla tasfiye edilmemiş sözleşme sayısını gösterir. Vadeli işlemlerde vade sonunda nakdi uzlaşma veya fiziki teslimat uygulanabilir. Opsiyonlarda Avrupa tipi hak yalnız vade sonunda, Amerikan tipi hak vade sonuna kadar belirlenen zamanlarda kullanılabilir. Alım opsiyonu satın alma, satım opsiyonu satma hakkı verir.

Piyasa günü açılış, normal seans, uzlaşma, gün sonu ve belirli sözleşmeler için akşam seansı gibi bölümlerden oluşur. Açılış seansında emirler tek fiyat yöntemiyle toplanıp denge fiyatında eşleşebilir. Normal seansta çok fiyatlı sürekli müzayede uygulanır. Daha yüksek alış ve daha düşük satış emri

önceliklidir; aynı fiyat düzeyinde zaman önceliği geçerlidir. Emirler işlem terminalleri yanında FIX ve OUCH gibi elektronik protokollerle iletilebilir. Algoritmik emir sistemleri kullanan üyeler teknik, operasyonel ve risk kontrol yükümlülüklerine uyar.

Limit emir fiyat ve miktar içerir, gerçekleşmeyen kısmı defterde bekleyebilir. Piyasa emir yöntemi, fiyat belirtmeden uygun karşı emirlerden başlayarak eşleşme amacıyla tanımlanmıştır; ancak 1 Mart 2021 itibarıyla bu yöntemin kullanılmasına izin verilmemektedir. Piyasadan limite emir en iyi fiyat kademesindeki işlemin ardından kalan kısmı gerçekleşen fiyat üzerinden limit emre çevirebilir. Kalanı iptal et, gerçekleşmezse iptal et, günlük, tarihli veya iptale kadar geçerli seçenekler emrin ne kadar süre ve hangi gerçekleşme koşuluyla sistemde kalacağını belirler. Şarta bağlı emir, başka bir sözleşmedeki fiyat koşulu gerçekleşince etkinleşir. Vadeler arası strateji emri, aynı dayanak varlığın iki vadesinde ters yönlü işlemleri tek strateji olarak yürütür. Özel işlem bildirimi, büyük tutarlı ve tarafları önceden anlaşmış işlemlerin belirlenmiş sınırlar içinde Borsa kaydına alınmasını sağlar.

Günlük uzlaşma fiyatı, açık pozisyonların her işlem günü sonunda piyasa değerine getirilmesinde kullanılır. Önceki günün uzlaşma fiyatı ile yeni uzlaşma fiyatı arasındaki fark, pozisyon yönüne göre kâr veya zarar yaratır. Vade sonu uzlaşma fiyatı ise sözleşmenin sonlandırılacağı ekonomik değeri belirler. İşlem verilerinin yeterli olmadığı veya olağan dışı koşulların bulunduğu durumlarda uzlaşma fiyatı, sözleşme esaslarındaki alternatif yöntemlerle veya Uzlaşma Fiyatı Komitesinin değerlendirmesiyle belirlenebilir.

Takasbank piyasada takas merkezi ve merkezi karşı taraftır. Açık teklif yöntemiyle eşleşen işlemde alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı olur. Üyelerin ve hesapların riskleri teminatlarla güvenceye alınır. Başlangıç teminatı pozisyon açılırken olası fiyat değişimini karşılamak için istenir. Pozisyonlar ve teminatlar gün içinde ve gün sonunda değerlendirilir; teminatın gerekli düzeyin altına düşmesi teminat tamamlama çağrısı doğurur. Çağrının karşılanmaması pozisyonların re'sen kapatılması ve temerrüt hükümlerinin uygulanması sonucunu yaratabilir. Pozisyon limitleri, belirli hesap veya üyelerin bir sözleşmede aşırı yoğunlaşmasını önler.

Piyasa yapıcılar sorumlu oldukları sözleşmelerde asgari miktar ve azami alış-satış farkı şartlarını sağlayarak likiditeye katkıda bulunur. Performansları piyasada bulunma oranı ve işlem hacmi gibi ölçütlerle değerlendirilir. İşlem öncesi risk yönetimi, emir kabulünden önce limit ve teminat kontrolleri yapar; emir sonrasında ve işlem anında da risk izlenebilir. Olağanüstü durumda Borsa seansları durdurabilir, fiyat değişim sınırlarını değiştirebilir, yalnız pozisyon azaltıcı işleme izin verebilir, uzlaşma koşullarını uyarlayabilir veya bekleyen emirleri iptal edebilir. Böylece standart sözleşme, sürekli fiyat oluşumu, günlük uzlaşma ve merkezi karşı taraf yapısı, kaldıraçlı türev işlemlerin disiplinli biçimde yürütülmesini sağlar.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.5 · Tezgahüstü Piyasalar

Tezgahüstü Piyasaların Yapısı, Ürünleri ve Riskleri

KISACA

Tezgahüstü piyasalar, borsalar ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri dışında, tarafların telefon veya elektronik iletişim araçlarıyla doğrudan işlem yaptığı piyasalardır. Merkezi emir defteri, standart ürün şartları ve ortak bir piyasa kural seti bulunmayabilir. Bu esneklik, vade, miktar, fiyatlama ve dayanak varlığın tarafların ihtiyacına göre düzenlenmesini sağlar; buna karşılık fiyat şeffaflığını, likiditeyi ve sözleşmenin devredilebilirliğini azaltabilir. Merkezi karşı tarafın bulunmadığı ikili işlemlerde karşı tarafın ödeme veya teslim yükümlülüğünü yerine getirmemesi temel risktir. Forward sözleşmeleri gelecekteki alım satımı, swaplar nakit akışlarının değişimini, opsiyonlar ise prim karşılığında bir hakkı konu alır. Tezgahüstü pay, para, döviz, tahvil, repo ve türev işlemleri farklı risk düzeylerine sahiptir. Küresel kriz sonrasında işlem raporlama, veri depolama, teminatlandırma, sermaye yeterliliği ve uygun sözleşmelerin merkezi karşı taraf üzerinden takası yaygınlaşmıştır. Türkiye'de türev işlemler elektronik veri deposuna raporlanır; yatırım kuruluşları müşteri ve teminat riskini izlemek zorundadır.

Finansal piyasaların organize ve tezgahüstü olarak ayrılması, işlemin tek bir bina içinde yapıldığından çok piyasanın kurumsal yapısını anlatır. Organize piyasada merkezi emir sistemi, önceden belirlenmiş işlem kuralları, standart ürünler, gözetim ve ortak takas altyapısı bulunur. Tezgahüstü piyasada ise işlem genellikle iki tarafın telefon, mesajlaşma ağı veya elektronik işlem platformu üzerinden anlaşmasıyla oluşur. Sermaye piyasası mevzuatındaki tanımıyla tezgahüstü piyasa, borsalar ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri dışında kalan alandır.

Merkezi bir emir defterinin bulunmaması, aynı ürün için farklı işlemcilerin farklı alış ve satış kotasyonları vermesine yol açar. Yatırımcı en iyi fiyatı bulmak için birden fazla karşı tarafın kotasyonunu karşılaştırmak zorunda kalabilir. Kendi portföyünden alım satım yapan işlemci, iki yönlü kotasyonla piyasa yapıcısı rolü üstlenebilir. Likiditenin önemli bölümü müşteri emirlerinin tek merkezde toplanmasından değil, bu işlemcilerin bilanço kullanarak fiyat vermesinden doğar. Rekabet işlem maliyetini düşürebilse de işlemlerin tek yerde görünmemesi gerçek piyasa fiyatını ve toplam hacmi ölçmeyi zorlaştırır.

Tezgahüstü sözleşmelerin başlıca üstünlüğü esnekliktir. Taraflar dayanak varlığı, miktarı, vadeyi, ödeme tarihlerini, teminatı ve fesih hükümlerini kendi risklerine göre düzenleyebilir. Organize türev sözleşmelerinde bu unsurlar Borsa tarafından standartlaştırılır. Esneklik, standart sözleşmeyle tam karşılanamayan bir döviz, faiz veya emtia riskinin hassas biçimde korunmasını sağlar. Buna karşılık özel şartlı sözleşme başka bir yatırımcıya kolayca devredilemez; ikincil piyasa likiditesi düşük ve alış-satış farkı geniş olabilir.

Karşı taraf riski tezgahüstü işlemin ayırt edici unsurudur. Merkezi karşı taraf yoksa her taraf, diğer tarafın vade tarihinde nakdi veya varlığı teslim edebilme gücüne güvenmek zorundadır. Bu risk kredi limiti, ikili netleştirme, teminat, günlük değerlendirme ve sözleşmesel erken sona erdirmeye hükümleriyle azaltılabilir. Organize piyasada takas kuruluşunun merkezi karşı taraf olması karşı taraf kimliğinin önemini büyük

ölçüde azaltır; tezgahüstü piyasada ise işlem yapılacak kuruluşun kredi değerliliği fiyat kadar önemlidir.

Şeffaflık da iki piyasa türünü ayırır. Borsada emir, fiyat, miktar ve işlem verileri belirli kurallarla yayımlanır. Tezgahüstü işlem bilgisi başlangıçta yalnız taraflarca bilinebilir. Merkezi veri bulunmaması gözetimi ve sistemik riskin ölçülmesini güçleştirir. Kotasyon koşullarının esnekliği küçük şirketlerin veya özel ürünlerin finansmana erişimini kolaylaştırır da daha sınırlı kamuyu aydınlatma, düşük dolaşım ve seyrek işlemler yatırımcı riskini artırır. Büyük tek seferlik işlemler hacmi yükseltirken sürekli likidite yaratmayabilir.

Forward sözleşmesinde taraflar standart olmayan bir varlığı gelecekte belirledikleri fiyat ve koşullarla alıp satmayı taahhüt eder. Sözleşme ikili olduğu için vade öncesi devri ve pozisyonun kapatılması güç olabilir. Swap, belirli bir finansal varlıktan doğan gelecekteki nakit akışlarının değiştirilmesidir. Faiz swapında sabit ve değişken faiz akışları, para swapında farklı para birimlerindeki anapara ve faiz akışları değiştirilebilir. Opsiyon alıcısı prim karşılığında alma veya satma hakkı kazanır. Faiz türevleri, döviz türevleri, kredi temerrüt swapları ve pay türevleri tezgahüstü piyasaların başlıca ürün gruplarıdır.

İkili ve karmaşık türev pozisyonlarının 2008 küresel krizindeki rolü, tezgahüstü piyasaların tamamen düzenleme dışı bırakılmaması gerektiğini gösterdi. Reformlar işlem bilgilerinin veri depolama kuruluşlarına raporlanması, standartlaştırılabilen türevlerin merkezi karşı taraf üzerinden takası, takasa gitmeyen işlemlerde daha yüksek teminat veya sermaye yükümlülüğü, büyük işlemlerin bildirilmesi ve operasyonel risk kontrolleri üzerinde yoğunlaştı. Merkezi karşı taraf alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı olur; risk tamamen yok olmaz, çok sayıda ikili karşı taraf riskinin uzman bir altyapıda teminat ve garanti kaynaklarıyla yönetilmesine dönüşür.

Türkiye'de bankalararası TL, döviz, tahvil ve repo piyasaları tezgahüstü yapının temel örnekleridir. İşlemler çoğunlukla yalnız karşılıklı kredi limiti bulunan taraflarla, bu limitler içinde yapılır. Bankalararası TL ve döviz işlemlerinde teminat yerine karşı taraf limiti öne çıkabilir. Yatırım kuruluşlarının tezgahüstü türev ürün ve dayanak listelerini ilan etmesi, müşteriye ürünün yapısı ve karşı tarafı hakkında bilgi vermesi, pozisyon limiti ve teminatlandırma politikası oluşturması gerekir. Risk modelleri stres testleriyle sınanır. Türev sözleşmeler Elektronik Veri Deposu Sistemine raporlanır; uygun işlemler için Takasbank merkezi karşı taraf hizmeti sunabilir. Böylece tezgahüstü piyasanın sözleşme esnekliği korunurken görünmeyen risklerin raporlama, teminat ve merkezi takas yoluyla sınırlandırılması amaçlanır.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.6 · T.C. Merkez Bankası Piyasaları ve Bankalararası Piyasalar

TCMB Araçları ve Bankalararası Piyasaların İşleyişi

KISACA

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır; Banka bu amaçla para politikasını ve kullanacağı araçları belirler, finansal istikrarı destekleyici tedbirler alır. Açık piyasa işlemleri ekonomideki Türk lirası likiditesini düzenler. Repo ve doğrudan alım likidite verirken ters repo, doğrudan satım ve depo alımı likidite çekebilir. Geçici ve kalıcı likidite ihtiyacı için kullanılan işlemler birbirinden ayrılır. Bankalararası Para Piyasasında bankalar, TCMB ile depo, gün içi likidite ve geç likidite penceresi işlemleri yapar. Döviz ve efektif işlemleri kur rejimi içinde rezerv yönetimi ve aşırı oynaklığın giderilmesine hizmet eder; dalgalı kur rejiminde önceden belirlenmiş kur hedefi yoktur. Zorunlu karşılıklar bankaların belirli yükümlülüklerine uygulanarak para çarpanını ve finansal koşulları etkiler. Bankalararası TL, repo, tahvil ve döviz piyasalarında taraflar merkezi emir sistemi olmadan, karşılıklı kredi limitleri içinde işlem yapar. Bu nedenle oran ve fiyat yanında karşı taraf riski de belirleyicidir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Banka bu amaca ulaşmak için para politikasını ve kullanacağı araçları doğrudan belirler; ayrıca finansal sistemde istikrarı destekleyici tedbirler alır. Para politikası tek başına büyüme, istihdam, fiyat istikrarı ve dış denge hedeflerinin tümünü aynı anda garanti etmez. Bu nedenle Merkez Bankasının araçları öncelikle fiyat istikrarına yönelirken maliye politikası ve finansal düzenlemelerle birlikte ekonomik sonuç üretir.

Enflasyon hedeflemesinde orta vadeli enflasyon hedefi para politikasının nominal çapasıdır. Merkez Bankası karar verirken yalnız gerçekleşmiş enflasyona değil, gelecekteki enflasyonu etkileyen toplam talep, kredi, ücret, kur, beklenti, maliye politikası ve dış koşullara bakar. Politika faizi, piyasa faizleri ve finansal koşullar üzerinden tüketim, yatırım, kredi ve fiyatlandırma davranışlarına aktarılır. Sermaye hareketleri serbestken kur ile faizin aynı anda bağımsız biçimde kontrol edilemeyeceğini anlatan imkânsız üçlü, para politikası tasarımının temel kısıtlarından biridir.

Açık piyasa işlemleri, Türk lirası likiditesini ve kısa vadeli faizleri düzenlemenin başlıca aracıdır. Likidite açığı geçiciyse TCMB repo işlemiyle menkul kıymeti belirli süre için satın alır, piyasaya Türk lirası verir ve vadede ters işlemi yapar. Likidite fazlası geçiciyse ters repo veya Türk lirası depo alımıyla piyasadan fon çeker. Açık kalıcıysa doğrudan menkul kıymet alımı, fazla kalıcıysa doğrudan satım kullanılabilir. Likidite senetleri, yalnız para politikası etkinliğini artırmak amacıyla kısa vadeli olarak ihraç edilebilir. Açık piyasa işlemleri Hazineye veya kamu kurumlarına kredi sağlama amacıyla yapılamaz.

İşlemler ihale veya kotasyon yöntemiyle yapılabilir. Geleneksel ihalede kazanan teklif kendi fiyatı veya faizinden, son fiyat yönteminde kabul edilen teklifler marjinal teklifin fiyatı veya faizinden işlem görür. Miktar yönteminde fiyat veya faiz ile toplam miktar TCMB tarafından belirlenir ve tahsis teklifler oranında yapılır. Kotasyonda işlem fiyatını veya faizini TCMB ilan eder. Bankalar ve gerekli şartları

sağlayan aracı kurumlar açık piyasa işlemlerine katılabilir; repo işlemleri için kabul edilen kıymetleri teminat olarak bulundurlar.

TCMB bünyesindeki Bankalararası Para Piyasasına yalnız bankalar katılır. Gün içi likidite imkânı, ödeme sistemindeki gün içi sıkışıklığın teminat karşılığında ve gün sonunda geri ödenmek üzere giderilmesini sağlar. Türk lirası depo işlemlerinde bankalar ilan edilen koşullarla TCMB'den borç alabilir veya TCMB'ye borç verebilir. Geç likidite penceresi, gün sonunda likidite ihtiyacını karşılayamayan bankalar için nihai kredi mercii işlevinin bir parçasıdır ve gün içindeki olağan kotasyonlardan farklı faizlerle çalışır. Ödeme gücü bulunan bir bankada sistemik güven kaybı nedeniyle fon çekilişi hızlanırsa, şartları dâhilinde likidite desteği kredisi gündeme gelebilir.

Döviz ve efektif işlemlerinde kur rejimi Hükümetle birlikte belirlenirken rejim içindeki operasyonlar TCMB'nin yetkisindedir. Dalgalı kur rejiminde belirlenmiş bir kur seviyesi hedeflenmez; kurlar arz ve talep koşullarında oluşur. TCMB sağlıklı fiyat oluşumu veya aşırı oynaklık gördüğünde alım satım yapabilir, rezerv biriktirme veya piyasaya döviz likiditesi sağlama amacıyla ihale düzenleyebilir. Gösterge kurlar, bankalararası piyasadaki kotasyonlardan belirli yöntemle hesaplanır; bunlar sabit kur taahhüdü değildir.

Zorunlu karşılık, bankalar ve kapsamdaki finansal kuruluşların belirli yükümlülükleri karşılığında TCMB nezdinde varlık tutmasıdır. Mevduat, katılım fonu, repo yoluyla sağlanan fon, kredi ve ihraç edilen borçlanma araçları gibi kalemler düzenlemeye göre zorunlu karşılık kapsamına girebilir. Oranların veya tesis koşullarının değiştirilmesi bankaların kullanılabilir likiditesini, kredi verme kapasitesini ve fonlama maliyetini etkiler. Bu yönüyle zorunlu karşılık açık piyasa işlemlerinden farklı olarak parasal çarpan ve bilanço kanalı üzerinden çalışır.

Bankalararası repo, tahvil, Türk lirası ve döviz piyasaları TCMB bünyesindeki işlemlerden ayrıdır. Bankalar bu piyasalarda telefon veya elektronik dealing sistemleriyle doğrudan karşılaşır. Merkezi karşı taraf ve ortak teminat sistemi bulunmadığında yalnız karşılıklı kredi limiti tanımlanmış bankalarla, piyasadaki adıyla line içinde işlem yapılır. Bankalararası TL piyasasında teminatsız fon alışverişinin oranı likiditeye ve bankaların nakit ihtiyacına göre oluşur. Repo ve tahvil işlemlerinde organize Borsa pazarlarındaki fiyatlar referans olabilir, ancak işlem ikili sözleşmedir. Bankalararası döviz piyasasında spot, vadeli ve türev işlemler mümkündür; teslim ve ödemeler uluslararası iletişim ve ödeme sistemleriyle yürütülür. Bu nedenle TCMB piyasalarında para politikası amacı ve teminatlı merkez bankası işlemleri, bankalararası piyasalarda ise ikili fiyatlama ve karşı taraf limiti ayırt edici unsurlardır.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.7 · Takasbank ve Borsa Para Piyasaları, Swap Piyasası ve Ödünç Pay Piyasası

Para, Swap ve Ödünç Pay Piyasalarının Ortak Altyapısı

KISACA

Borsa Para Piyasası, Borsa Swap Piyasası, Takasbank Para Piyasası ve Ödünç Pay Piyasası farklı varlıkları konu alsa da emir eşleşmesi, teminat, limit ve takas disiplini üzerine kurulur. Borsa Para Piyasasında Türk lirası fon arzı ve talebi, Borsa Swap Piyasasında ise döviz veya kıymetli maden ile Türk lirası akışları karşılaşır. Takasbank Para Piyasası, üyelerin kısa vadeli Türk lirası fon fazlası ve ihtiyacını organize ortamda eşleştirir. Ödünç Pay Piyasası, uygun pay ve borsa yatırım fonu paylarının belirli komisyon karşılığında geçici devrine imkân verir. Emirler kural olarak oran ve zaman önceliğiyle eşleşir; taraf kimlikleri işlem öncesinde açıklanmaz. Takasbank, kapsamdaki işlemlerde merkezi karşı taraf veya garantör konumuyla yükümlülüklerin tamamlanmasını destekler. Fon veya kıymet alan taraftan teminat alınır, risk güncel değerlerle izlenir ve eksiklik teminat tamamlama çağrısı doğurur. Ödünç verilen payın mali hakları ödünç verene aitken oy hakkı geçici olarak ödünç alana geçer.

Borsa ve Takasbank bünyesindeki para, swap ve ödünç piyasaları farklı ekonomik gereksinimleri karşılar. Para piyasaları kısa vadeli Türk lirası fon fazlası ile ihtiyacını buluşturur. Swap piyasası iki farklı para veya varlık akışının bugün ve vadede ters yönlü değişimini sağlar. Ödünç Pay Piyasası ise payın mülkiyetini belirli süreyle ödünç alana aktarırken vade sonunda aynı tür ve miktarda kıymetin iadesini öngörür. Bu piyasalarda standart emir, öncelik, teminat ve takas kuralları ikili pazarlığa göre daha şeffaf ve yönetilebilir bir yapı yaratır.

Borsa Para Piyasasında Borsa tarafından işlem yetkisi verilmiş bankalar ve aracı kurumlar Türk lirası borç alma ve verme emirleri iletir; Takasbank da işlem yapabilen kuruluşlar arasındadır. İşlemler teminatlıdır ve Takasbank merkezi karşı taraf olarak alıcı ile satıcı arasına girer. Emirler işlem öncesinde taraf kimliği açıklanmadan eşleşir. Fon talebinde daha yüksek, fon teklifinde daha düşük oran önceliklidir; aynı oranda zaman önceliği uygulanır. Aynı gün veya ileri başlangıç valörlü işlemler yapılabilir. Başlangıçta fonu alan taraf vadede anapara ve faizi öder; fonu veren taraf valör tarihinde anaparayı teslim eder.

Borsa Swap Piyasasında bir para birimi veya kıymetli maden, Türk lirası ya da başka kabul edilen varlık karşılığında başlangıç valöründe değişilir ve vadede önceden belirlenen koşullarla ters işlem yapılır. Döviz swapı kısa vadeli döviz veya Türk lirası likiditesi yönetiminde, kıymetli maden swapı ise metal ve nakit pozisyonlarının dengelenmesinde kullanılabilir. Emirlerde miktar, vade, swap fiyatı veya oranı belirtilir. Katılımcıların işlem yetkisi ürün türüne göre farklılaşabilir. Takasbank, kur ve fiyat değişimleri nedeniyle teminat yeterliliğini yeniden değerler; risk artışı ek teminat gerektirir.

Takasbank Para Piyasası, Türk lirası fon fazlası ve ihtiyacı bulunan üyelerin emirlerini organize sistemde buluşturur. Banka ve aracı kurumların yanında finansal kiralama, faktoring, finansman, sigorta, emeklilik ve mevzuatta sayılan bazı kuruluşlar üye olabilir. Takasbank piyasayı işletir, ancak kendi adına alış veya

satış kotasyonu vermez. Eşleşen işlemlerden doğan yükümlülükleri işlem teminatları, garanti fonu ve tahsis ettiği sermaye kaynakları çerçevesinde güvence altına alır.

Takasbank Para Piyasasında limitli emir belirli oranla defterde bekleyebilir. Limitli kalanı iptal et emri kısmen gerçekleşen kısmın kalanını, limitli gerçekleşmezse iptal et emri ise tamamı karşılanmıyorsa bütün emri iptal eder. Piyasa emri mevcut en iyi oranlardan kısmen gerçekleşebilir; piyasa gerçekleşmezse iptal et emri ancak bütünü karşılanırsa işlem olur. Alışta yüksek, satışta düşük faiz oranı ve ardından zaman önceliği geçerlidir. Para alan üyenin anapara ve faizi karşılayacak yeterli limiti ve teminatı bulunmalıdır; para satan taraftan işlem teminatı istenmez. Gün sonunda net borç ve alacaklar belirlenir, yükümlülüğünü süresinde yerine getirmeyen üye temerrüde düşer.

Ödünç Pay Piyasasında kredili işlem ve açığa satışa konu olabilen uygun paylar ile borsa yatırım fonu katılma payları ödünç alınabilir veya verilebilir. Takasbank açık teklif yöntemiyle ödünç verene karşı ödünç alan, ödünç alana karşı ödünç veren olur. Ödünç alma emri için limit ve teminat gerekir; ödünç verme tarafında aynı limit şartı aranmaz. Emirlerde kıymet, adet, valör, vade ve komisyon oranı yer alır. Talepte yüksek, teklifte düşük komisyon oranı önceliklidir; eşit oranda zaman önceliği uygulanır. Günlük, kalanı iptal et ve blok eşleşmezse iptal et emirleri yanında tarafların önceden anlaştığı özel emirler bulunur.

Ödünç işlemi aynı gün veya ileri valörlü, belirli vadeli ya da vadesiz olabilir. Vadesiz işlemde ödünç veren geri çağırma, ödünç alan erken kapama hakkını bildirim sürelerine uyarak kullanır. Vade sonunda ödünç alan aynı tür ve miktardaki kıymeti iade eder, ayrıca işlem komisyonunu öder. Paydan doğan kâr payı, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını gibi mali haklar ödünç verene aittir; sistem bunların ekonomik karşılığını ödünç alandan tahsil ederek verene aktarır. Payın oy hakkı ise pay mülkiyeti geçici olarak ödünç alanda bulunduğundan ödünç verende kalmaz.

Takasbank bu piyasalarda riski üye ve hesap bazında izler. Kabul edilen teminatlar değerlendirilerek katsayılarıyla iskonto edilir, yoğunlaşma ve kompozisyon sınırları uygulanır. Riskin yükselmesi veya teminatın sürdürme seviyesinin altına düşmesi teminat tamamlama çağrısı doğurur. Çağrının karşılanmaması yeni işlemlerin kısıtlanmasına, teminatların nakde çevrilmesine ve açık yükümlülüklerin tasfiyesine yol açabilir. Garanti fonu, temerrüde düşen üyenin kendi kaynaklarını aşan zarar için ortak güvence sağlar. Böylece fon, döviz, kıymetli maden veya pay konu edilse de piyasanın ortak mantığı değişmez: anonim emir eşleşmesi, açık yükümlülüğün güncel değerle izlenmesi ve temerrüdün önceden belirlenmiş kaynak sırasıyla yönetilmesi.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.8 · Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu (İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)

TEFAS'ta Fon Dağıtımı, Talimat ve Takas Süreci

KISACA

Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu, yatırım fonu katılma paylarının farklı dağıtım kuruluşları üzerinden merkezi biçimde alınıp satılmasını sağlar. Takas ve saklama Takasbank ile MKK sistemlerinin bütünsel çalışmasıyla yürütülür. Fon kurucuları, yetkili yatırım kuruluşları ve izin verilen portföy yönetim şirketleri sözleşmelerini imzalayarak kurucu veya dağıtıcı rolüyle işlem yapar. Özel, gayrimenkul, girişim sermayesi, garantili ve anapara koruma amaçlı fonlar Platformda işlem göremez; serbest fon payları yalnız nitelikli yatırımcıya satılabilir. Kurucu her işlem günü geçerli fon payı fiyatını ve havuzda yeterli payı bulundurur. Alım talimatı kalanı iptal et, kalanı beklet veya tamamını al tercihiyle iletilir. Alımda fon payı kurucu havuzunda, satımda müşteri hesabında bloke edilir. İleri valörlü talimat, fiyat valörü günündeki fiyatla sonuçlanır. Nakit borçlar netleştirilir, fon payları talimat bazında aktarılır. Üye işlem limiti, fonlama limiti, nakit bakiyesi, satış alacağı ve eşleşmiş alım yükümlülüklerinden oluşur.

Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu, yatırım fonu katılma paylarının yalnız fonun kendi dağıtım kanalıyla değil, Platforma katılan farklı kuruluşlar aracılığıyla merkezi biçimde satılmasını ve geri alınmasını sağlar. Takasbank işletim ve takas altyapısını, Merkezi Kayıt Kuruluşu ise yatırımcı hesabı ve kaydi saklama altyapısını sunar. Bu bütünsel, talimatın girişinden fon payı blokajına, nakit netleştirmeden müşteri hesabına aktarıma kadar sürecin otomatik ve izlenebilir yürütülmesini sağlar.

Fon kurucuları, portföy veya işlem aracılığı izni bulunan yatırım kuruluşları ve fon payı pazarlama ve dağıtım izni verilen portföy yönetim şirketleri Platformda işlem yapabilir. Kurucu rolündeki üye kurucu sözleşmesini, dağıtım kuruluşu dağıtım sözleşmesini imzalar. Kurucu fonun fiyatını, ihraç havuzunu ve geri alım yükümlülüğünü yönetir. Fon Dağıtım Kuruluşu müşteri talimatını sisteme iletir, müşterinin kimlik ve hesap uygunluğunu kontrol eder ve nakit yükümlülüğünü yerine getirir.

Platformda işlem görecekt fonların kapsamı düzenlemelerle belirlenir. İşlem zorunluluğu getirilen fonların yanı sıra şartları sağlanan bazı para piyasası, kısa vadeli borçlanma, kira sertifikası ve serbest fonlar kurucunun talebiyle kabul edilebilir. Özel fonlar, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları, garantili ve anapara koruma amaçlı fonlar TEFAS'ta işlem göremez. Serbest fon payları yalnız MKK sisteminde nitelikli yatırımcı olduğu doğrulanan hesaplara satılır. Portföy yönetim şirketinin kendi müşterisine kendi fonunu satması için belirli istisnalar bulunabilir; diğer kapsam içi işlemler Platform üzerinden yürütülür.

Kurucu veya operatör üye, her işlem gününde geçerli fon payı fiyatını Takasbank sistemine zamanında tanımlar. Fiyat bulunmayan fon için talimat alınmaz ve işlem gerçekleşmez. Aynı gün valörlü işlem bildirilen güncel fiyatla sonuçlanır. İleri valörlü talimatta giriş günündeki fiyat, marj uygulanarak bloke edilecek tutar veya adet hesabında kullanılır; kesin işlem fiyatı fiyat valörü gününde açıklanan pay fiyatıdır. Bu nedenle ileri valörlü talimatın tahmini tutarı ile gerçekleşen tutarı farklılaşabilir, ancak eşleşen talimatta belirlenen üst sınırlar aşılmaz.

Alım talimatında dağıtım kuruluşu üç gerçekleştirme tercihinden birini seçer. Kalanı iptal et, havuzdaki mevcut paylarla eşleşir ve kalan kısmı iptal eder. Kalanı beklet, gerekli pay tamamlanıncaya kadar parçalı eşleşmeye izin verir; iptal saatinde karşılanmayan kısım sona erer. Tamamını al, kurucu havuzunda talimatın tamamını karşılayacak pay yoksa talimatı sisteme kabul etmez. İşlemlerde fon bazında sisteme giriş zamanı önceliklidir. Alım talimatı adet veya kurucunun tercihinine göre tutar, satım talimatı ise adet üzerinden verilebilir.

Talimat girildiğinde alım konusu paylar Kurucu TEFAS Havuz Hesabında, satım konusu paylar müşteri hesabında bloke edilir. Alımın eşleşmesi için dağıtım kuruluşunun işlem limiti ve kurucu havuz bakiyesi yeterli olmalıdır. Limit yeterli, havuz yetersizse talimat tercihe göre bekler veya iptal olur. Havuz yeterli, limit yetersizse pay havuzda bloke edilerek talimat limit açılmasını bekler; süre sonunda limit oluşmazsa blokaj çözülür ve talimat iptal edilir. Satımda müşterinin MKK hesabında yeterli fon payı bulunması gerekir. Saklama hizmeti başka kurumdan alınıyorsa talimatın işleme alınması saklamacı onayına ve onun limitine bağlıdır.

Üyenin işlem limiti, kullanılabilir fonlama limiti ile nakit borç kapatma hesaplarındaki bakiye ve valör günü gelen satış talimatlarının toplamından, eşleşmiş alım talimatlarının düşülmesiyle hesaplanır. Fonlama limitinin kullanılabilmesi için nakit döviz, standart altın, devlet iç borçlanma senedi, kira sertifikası veya uygun varlığa dayalı menkul kıymet gibi kabul edilen teminatların yatırılması gerekir. Teminatlar piyasa değeri ve değerlendirme katsayılarıyla dikkate alınır. Kurucunun kendi işlemleri ve dağıtıcının operatörü olduğu kendi fonuna ilişkin bazı talimatları işlem limitini etkilemez.

Valör gününde Türk lirası ve varsa yabancı para nakit yükümlülükleri ayrı saatlerde netleştirilir; fon payı bazında netleştirme yapılmaz. Pay aktarımları her talimat için ayrı yürütülür. Nakit borçlu üye yükümlülüğünü borç kapatma hesabına yatırır, alacaklı üyenin alacağı serbest hesabına aktarılır. Süresinde kapatılmayan yükümlülük temerrüt oluşturur. Takasbank, üyenin fonlama limiti içinde borcu karşılayabilir; üye fonlama tutarı ile faizini öder. Temerrüt uzarsa teminatlar nakde çevrilebilir. Fon dağıtım kuruluşuna, taşıdığı fon payı ve fon yönetim ücreti üzerinden aracılık komisyonu ödenir. Böylece TEFAS'ın özü, fon seçimini genişleten dağıtım ağı ile kurucu fiyatı, müşteri hesabı, pay blokajı, üye limiti ve merkezi takası tek işlem zincirinde birleştirmesidir.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.9 · Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu (İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)

BEFAS'ta Emeklilik Fonu Talimat ve Takas Düzeni**KISACA**

Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu, emeklilik yatırım fonu paylarının diğer emeklilik şirketlerinin katılımcılarına satılmasını ve geri alınmasını sağlayan elektronik platformdur. Emeklilik branşında faaliyet gösteren şirketler kurucu ve dağıtıcı, yetkilendirilen yatırım kuruluşları operatör üye olarak katılabilir. Yalnız düzenleyici kurumun işlem zorunluluğu getirdiği fon türleri kabul edilir. İşlemler Türk lirası üzerinden ve ileri valörlü yürütülür. Operatör üye her işlem günü fon fiyatını belirlenen sürede sisteme girer; fiyat yoksa talimat alınmaz. Alım talimatı tutar, satım talimatı adet üzerinden iletilir. Kalanı iptal et, kalanı beklet ve tamamını al seçenekleri havuzdaki payın nasıl eşleşeceğini belirler. Alım payı kurucu ihraç havuzunda, satım payı katılımcı hesabında bloke edilir. Üye bazındaki işlem limiti; fonlama limiti, nakit bakiye, valör günü satışları ve eşleşmiş alımlar dikkate alınarak hesaplanır. Nakit netleştirilir, pay aktarımı talimat bazında yapılır; süresinde kapanmayan borç temerrüt cezası ve teminatların paraya çevrilmesi sonucunu doğurabilir.

Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu, emeklilik yatırım fonu katılma paylarının yalnız kurucusu olan emeklilik şirketinin katılımcılarına değil, Platforma üye diğer emeklilik şirketlerinin katılımcılarına da sunulmasını sağlar. Satış, geri alış, takas ve saklama Takasbank altyapısında bütünleşik olarak yürütülür. Böylece katılımcının farklı kurucuların fonlarına erişimi genişlerken her talimat kurucu havuzu, katılımcı hesabı, üye limiti ve nakit takasıyla ilişkilendirilir.

Emeklilik branşında faaliyet gösteren ve bireysel emeklilik mevzuatına tabi şirketler Platformda işlem yapabilir. Bu şirketler kurucu ve dağıtıcı rollerini kapsayan sözleşmeyi imzalar. Uygun görülen yatırım kuruluşları, yetkilendirme ve ortak sorumluluk taahhütnamesiyle operatör üye olabilir. Kurucu fon payını ihraç eder ve geri alır; dağıtım kuruluşu katılımcı talimatını iletir; operatör üye fiyat ve operasyon süreçlerini yürütür. Bir üyenin faaliyetinin düzenleyici kurum tarafından durdurulması işlem yetkisini etkiler, ancak kurucunun daha önce sattığı fon paylarını geri alma yükümlülüğünü ortadan kaldırmaz.

BEFAS'ta yalnız yetkili kurum tarafından belirlenen ve Platformda işlem zorunluluğu getirilen emeklilik fonu türleri kabul edilir. Şirketin veya aynı gruptaki şirketin kendi kurduğu fonları kendi katılımcıları için Platform dışında işleyebilmesine yönelik istisna bulunabilir. Bu sınır, TEFAS'taki geniş yatırım fonu evreninden farklı olarak BEFAS'ın emeklilik sistemi içinde ve belirlenmiş fonlar için çalıştığını gösterir.

İşlemler Türk lirası üzerinden ve ileri valörlü yapılır. Operatör üye her işlem günü geçerli fon payı fiyatını Takasbank'ın belirlediği geç fiyat bildirim saatinden önce sisteme tanımlar ve gerekli bilgilendirmeyi yapar. Bildirilecek fiyat, son Platform fiyatına göre izin verilen marj aralığında olmalıdır. Fiyat bildirim süresi geçtikten sonra yeni fiyat girişi veya güncelleme yapılamaz. Sistemde fiyatı bulunmayan fon için talimat alınmaz. Talimat girişinde blokaj hesabı için önceki fiyat ve bloke marjı kullanılır; kesin işlem, fiyat valörü gününde bildirilen pay fiyatından gerçekleşir.

Alım talimatları tutar üzerinden, satım talimatları adet üzerinden iletilir. Adına talimat girilen katılımcı hesabı Takasbank Saklama sisteminde tanımlı, sicil numarasıyla eşleşmiş ve işlem yapılabilir olmalıdır. Alım talimatında dağıtım kuruluşu üç tercihten birini kullanır. Kalanı iptal et, mevcut ihraç havuzu bakiyesi kadar eşleşip kalanı sonlandırır. Kalanı beklet, havuza yeni pay geldikçe parçalı eşleşir ve iptal saatinde karşılanmayan kısmı iptal eder. Tamamını al, havuz bütün talimatı karşılamıyorsa talimatı kabul etmez. İşlem önceliği fon bazında Platforma giriş zamanıdır.

Alım talimatı girildiğinde karşılık gelen paylar Kurucu BEFAS Fon Payı İhraç Havuzu Hesabında bloke edilir. Satım talimatında paylar katılımcının Takasbank Saklama hesabında bloke edilir. Alımın hemen eşleşmesi için üyenin işlem limiti ile ihraç havuzu bakiyesinin birlikte yeterli olması gerekir. Limit yeterli, havuz yetersizse talimat tercihe göre bekler veya iptal olur. Havuz yeterli, limit yetersizse talimat teminat bekleyen duruma alınır ve pay bloke kalır; iptal saatine kadar limit açılmazsa talimat iptal edilerek pay serbestleştirilir. Satım ancak katılımcı hesabında yeterli pay bulunursa eşleşir.

İşlem limiti, kullanılabilir fonlama limiti ile Türk lirası borç kapatma hesap bakiyesi ve valör günü gelen satış talimatlarından eşleşmiş alım talimatlarının düşülmesiyle bulunur. Fonlama limitinin kullanılabilmesi için kabul edilen döviz, standart altın, Türk lirası devlet iç borçlanma senedi, kira sertifikası veya uygun varlığa dayalı menkul kıymet teminat olarak verilir. Teminatın nominal değeri doğrudan limit sayılmaz; piyasa fiyatı ve değerlendirme katsayısı uygulanır. Kurucunun dağıtıcı sıfatıyla kendi fonuna ilettiği talimatlar işlem limitini etkilemez.

Valör tarihinde eşleşmiş talimatlar o günkü fon fiyatıyla işleme alınır. Türk lirası nakit tutarlar netleştirilir, ancak fon payı bazında netleştirme yapılmaz; paylar talimat bazında katılımcı hesaplarına aktarılır. Nakit borçlu üye borcunu BEFAS Borç Kapatma Hesabına yatırır. Alacaklı üyenin nakit alacağı Takasbank serbest hesabına geçer. Üye borcunu süresinde kapatmazsa temerrüde düşer. Takasbank, fonlama limiti ve teminat karşılığında borcu geçici olarak karşılayabilir; üye kredi tutarını ve temerrüt cezasını öder. Temerrüt devam ederse teminatlar organize veya tezgahüstü piyasalarda paraya çevrilebilir.

Dağıtım kuruluşuna ödenen aracılık komisyonu, gün sonu fon payı stoku, birim pay fiyatı, fon işletim gider kesintisi ve aracılık komisyon oranına göre hesaplanır. Kurucunun kendi fonuna yaptığı dağıtım için aracılık komisyonu doğmaz. Katılım esaslı faaliyet gösteren emeklilik şirketlerinde temerrüt cezasının değerlendirilmesine ilişkin ayrıca bilgilendirme mekanizması bulunur. BEFAS bu yönleriyle yatırım fonu platformuna benzese de katılımcı hesabı, emeklilik şirketi üyeliği, yalnız belirlenmiş fonlar, Türk lirası işlem ve ileri valör düzeniyle kendine özgü bir emeklilik fonu dağıtım altyapısıdır.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

6.1 • Takas, Saklama ve Operasyon İşlemlerine İlişkin Temel Kavramlar

Takas, Saklama ve Operasyon İşlemlerinin Kavramsal Çerçevesi

KISACA

Sermaye piyasasında işlem eşleşmesi ekonomik anlaşmayı kurar; takas, tarafların bu anlaşmadan doğan nakit ve sermaye piyasası aracı yükümlülüklerini yerine getirerek aktarımı sonuçlandırdığı süreçtir. Teslim karşılığı ödeme, kıymet teslimi ile nakit ödemesini birbirine bağlar. Netleştirme, çok sayıdaki işlemi daha küçük net borç ve alacaklara dönüştürür; brüt takasta ise her yükümlülük ayrı izlenir. Merkezi karşı taraf uygulamasında Takasbank alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı olur ve açık teklif ya da sözleşme yenileme yöntemleriyle taraflar arasına girer.

Saklama, varlıkların korunması ile sahiplik kayıtlarının güvenli ve izlenebilir biçimde tutulmasını kapsar. Kaydileştirilmiş araçlarda haklar fiziki senet yerine MKK nezdindeki elektronik kayıtlardan izlenir. Başlangıç teminatı olası gelecek fiyat değişimini, değişim teminatı güncel piyasa değeri farkını karşılar; garanti fonu ise temerrüde düşen üyenin kendi kaynakları yetersiz kaldığında ortak kayıp paylaşım katmanı sağlar. Serbest virman yalnız kıymet aktarımı, şartlı virman ise kıymet ile nakdin eş anlı aktarımıdır.

Bir sermaye piyasası işleminin borsada eşleşmesi, alıcı ile satıcının fiyat ve miktar üzerinde anlaşmasını sağlar; fakat ekonomik sonucun tamamlanması için nakdin ve sermaye piyasası aracının doğru hesaplar arasında aktarılması gerekir. Takas, piyasa veya sermaye piyasası aracı bazında belirlenen süre ve kurallar içinde üyelerin yükümlülüklerini yerine getirmesiyle bu aktarımın sonuçlandırıldığı sürecin tamamıdır. İşlemin yapıldığı gün T, izleyen iş günleri T+1 ve T+2 biçiminde gösterilir. Valör, yükümlülüğün yerine getirileceği tarihi ifade eder. Takas süresinin kısalığı karşı taraf ve piyasa riskini azaltırken operasyon sistemlerinin, likiditenin ve kayıt altyapısının daha hızlı çalışmasını gerektirir.

Teslim karşılığı ödeme ilkesinde sermaye piyasası aracının teslimi ile nakit ödeme birbirine bağlanır. Taraflardan biri borcunu yerine getirmedikçe karşılığındaki alacağı serbestçe kullanamaz; kısmi ifa varsa kurallara göre kısmi teslim ve ödeme yapılabilir. Kaydi takasta borç ve alacaklar fiziki senet taşınmadan hesaplar arasında kayıtlı aktarılır. Merkezi takas, piyasadaki işlemlerin belirlenmiş merkezi takas kuruluşunca sonuçlandırılmasıdır. Netleştirme ise aynı valör ve kapsam içindeki çok sayıdaki borç ve alacağı mahsup ederek her üye için net bir yükümlülük veya alacak üretir. Brüt yöntemde işlemler mahsup edilmez; satış yapan üye sattığı kıymetin tamamı kadar kıymet borçlu, alış yapan üye alış bedelinin tamamı kadar nakit borçlu olur.

Merkezi karşı taraf hizmetinde takas kuruluşu, gerçekleşen işlemlerde alıcıya karşı satıcı ve satıcıya karşı alıcı konumuna geçer. Açık teklif yönteminde bu sonuç işlemin eşleşmesiyle doğar. Sözleşme yenilemede ise taraflar arasındaki eski sözleşme sona erdirilerek her bir taraf ile merkezi karşı taraf arasında yeni sözleşmeler kurulur. Bu yapı tarafların birbirlerinin kredi riskini doğrudan taşımalarını önler; risk merkezi karşı tarafta toplandığı için üyelik ölçütleri, pozisyon ve risk limitleri, teminat, garanti fonu, stres testi ve temerrüt yönetimi birlikte işler.

Başlangıç teminatı, bir üyenin temerrüdünden pozisyonun tasfiyesine kadar oluşabilecek olumsuz fiyat değişimini belirli güven düzeyi ve elde tutma süresi içinde karşılamak için alınır. Değişim teminatı, pozisyonun cari değeri ile işlem veya önceki değerlendirme değeri arasındaki farkı yansıtır. Üyelik teminatı, üyelik yükümlülüklerinin genel güvencesidir. Garanti fonu katkısı işlem teminatından farklıdır: önce temerrüde düşen üyenin teminatları ve kendi fon katkısı kullanılır; ortak fon kaynakları ancak bu katmanlar yetersiz kalırsa devreye girer. Teminatların kabulü yalnız nominal tutara dayanmaz; varlığın kredi riski, vadesi, likiditesi, oynaklığı ve kur riski dikkate alınarak değerlendirme katsayısı uygulanır, ayrıca tek bir varlık türünde yoğunlaşmayı sınırlandıran kompozisyon kuralları bulunur.

Saklama, sermaye piyasası araçlarının korunması, sahiplik kayıtlarının doğru tutulması, hak kullanımının ve nakit akımlarının izlenmesi işlevlerini kapsar. Kaydileştirme sisteminde fiziki senet yerine elektronik kayıt hukuki hakkın izlenmesini sağlar. Merkezi Kayıt Kuruluşu kayıtları üye ve hak sahibi bazında tutar; yatırımcı sicil numarası farklı kuruluşlardaki hesapları aynı hak sahibiyle ilişkilendirir. Saklama kuruluşu ile merkezi kayıt kuruluşunun rolleri aynı değildir: biri varlığın korunması ve kontrolünü yürütürken diğeri kaydi hak kayıtlarının merkezi sistemini işletir.

Virman, kıymetin hesaplar arasında aktarılmasıdır. Serbest virmanda nakit ayağıyla kurulmuş eş zamanlı bir bağ bulunmaz. Şartlı virman, kıymet teslimini nakit ödemesine bağlayarak tezgâh üstü işlemlerde de teslim karşılığı ödeme sağlar; talimatlar eşleşir ve her iki borç hazır olduğunda aynı süreçte gerçekleşir. Pozisyon hesabı üyenin veya müşterinin işleminden doğan açık durumunu, teminat hesabı bu pozisyondan kaynaklanan güvenceyi izler. Uzun pozisyon fiyat artışından, kısa pozisyon fiyat düşüşünden yararlanır; açık pozisyon henüz ters işlemle kapatılmamış veya vade sonunda uzlaştırılmamış sözleşmeyi ifade eder. Bu kavramların ortak amacı, işlem anından nihai teslim ve ödemeye kadar hak sahipliğini, likiditeyi ve karşı taraf riskini ölçülebilir kurallarla yönetmektir.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

6.2.1 - Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik**Merkezi Kayıt Kuruluşunun Yapısı ve Görevleri****KISACA**

Merkezi Kayıt Kuruluşu, kaydileştirilmiş sermaye piyasası araçları ve bunlara bağlı hakları elektronik ortamda üye ve hak sahibi bazında izleyen özel hukuk tüzel kişisidir. MKK'nın temel görevi merkezi kaydi sistemi işletmek, kayıtların güvenliğini ve sürekliliğini sağlamak, yatırımcıları tek sicil altında ilişkilendirmek ve mevzuatla verilen hak kullanım, veri ve kamuyu aydınlatma hizmetlerini yürütmektir. Kuruluşun sistemdeki merkezi rolü, üyelerin kendi kayıt ve belge düzeni ile sorumluluğunu ortadan kaldırmaz.

İhraççılar, yatırım kuruluşları, merkezi takas kuruluşları ve mevzuatta belirlenen diğer kuruluşlar MKK üyesi olabilir. Üyelik için teknik, mali ve organizasyonel yeterlilik ile sisteme güvenli bağlantı gerekir. Üye yükümlülüklerini ihlal eder veya koşulları kaybederse faaliyetleri sınırlandırılabilir, geçici durdurulabilir ya da üyeliği sona erdirilebilir. MKK ile üyelerin sorumluluğu kendi kusur alanlarına göre ayrılır. Kuruluşun sistem, risk, iç kontrol ve bilgi güvenliği düzeni Kurul gözetim ve denetimine tabidir.

Merkezi Kayıt Kuruluşu, sermaye piyasası araçlarının ve bunlara bağlı hakların kaydi olarak izlenmesi amacıyla kurulmuş özel hukuk tüzel kişisidir. Merkezi kaydi sistemde kayıtlar elektronik ortamda, üyeler itibarıyla ve hak sahipleri bazında tutulur. Bu yapı fiziki senedin basılması, teslimi ve saklanmasına dayalı sistemin operasyonel risklerini azaltır; hak sahipliği, devir, rehin, haciz ve hak kullanımı gibi olayların merkezi ve izlenebilir kayıtlara dayanmasını sağlar. MKK bir yatırım kuruluşu gibi alım satıma aracılık etmez ve merkezi karşı taraf gibi işlem riskini üstlenmez; asıl rolü kaydi hak kayıtlarının güvenli altyapısını işletmektir.

MKK'nın görev alanı merkezi kayıtların tutulmasıyla sınırlı değildir. İhraççı ve yatırımcı bilgilerinin mevzuata uygun biçimde ilişkilendirilmesi, yatırımcıya sicil numarası verilmesi, üyeler arasında veri akışının kurulması, kaydi araçlara bağlı hakların kullanılmasına ilişkin kayıtların yürütülmesi ve sistemdeki hareketlerin raporlanması bu bütünün parçalarıdır. Kuruluş, mevzuatla kendisine verilen kamuyu aydınlatma, kurumsal yönetim ve elektronik genel kurul gibi hizmetleri de yürütebilir. Kayıtların gizliliği esastır; bilgi ancak hak sahibine, yetkili kamu mercilerine ve kanunen bilgi alma yetkisi bulunan kişilere açıklanabilir.

Üyelik, kaydi sistemle işlem yapacak kuruluşların sisteme doğrudan bağlanmasını ve kendi sorumluluk alanlarındaki kayıtları yürütmesini sağlar. İhraççılar, yatırım kuruluşları, merkezi takas kuruluşları ve düzenlemelerde sayılan diğer kuruluşlar faaliyetlerinin niteliğine uygun üyelik statüsüyle sisteme katılır. Üyenin teknik altyapı, personel, iç kontrol, bilgi güvenliği ve mali yeterlilik koşullarını sağlaması; MKK düzenlemelerine ve işletim kurallarına uyması gerekir. Sistem kayıtları üye tarafından oluşturulsa da MKK, merkezi kayıtların bütünlüğünü ve sistemin kesintisiz işletilmesini sağlamakla yükümlüdür.

Üyeler, müşterilerini doğru tanımlamak, talimat ve belgelere dayalı kayıt oluşturmak, kendi kayıtları ile MKK kayıtlarını mutabık tutmak ve hataları süresinde düzeltmek zorundadır. MKK kayıtları, üyenin

dayanak belge ve müşteri kayıtlarını gereksiz kılmaz. Bir üyenin sisteme hatalı bilgi girmesi, yetkisiz işlem yapması veya gerekli kontrolleri işletmemesi kendi sorumluluğunu doğurur. MKK ise merkezi sistemin kurulması, güvenliğinin sağlanması, kayıtların korunması ve kendi kusurundan kaynaklanan zararlar bakımından sorumludur. Böylece sorumluluk, zarara yol açan işlem ve kusurun bulunduğu alana göre belirlenir.

Üyelik koşullarının kaybedilmesi, mevzuata veya işletim kurallarına aykırılık, mali ya da teknik yetersizlik ve sistem güvenliğini tehlikeye düşüren davranışlar yaptırıma yol açabilir. İhlalin niteliğine göre üyenin belirli işlemleri sınırlandırılabilir, faaliyetleri geçici olarak durdurulabilir veya üyelik sona erdirilebilir. Bu önlemler yatırımcı kayıtlarının kaybolması anlamına gelmez; kayıtların başka üyeye aktarılması ve hak sahiplerinin korunması için gerekli geçiş işlemleri yürütülür. Üyenin faaliyetinin durması, kaydi hakların ve kesinleşmiş kayıtların kendiliğinden ortadan kalkmasına yol açmaz.

MKK yönetimi, merkezi kayıt hizmetinin sürekliliğine uygun organizasyon, risk yönetimi, iç kontrol, iç denetim, iş sürekliliği ve felaket kurtarma düzeni kurmak zorundadır. Bilgi sistemlerinde yetkilendirme, işlem izleri, yedekleme ve erişim güvenliği sağlanır. Kurul, MKK'nın faaliyetlerini ve mali yapısını denetleyebilir, bilgi ve belge isteyebilir ve gerekli tedbirleri alabilir. Yönetmeliğin temel dengesi, merkezi bir kayıt otoritesi yaratırken üyelerin müşteri ve işlem bazındaki sorumluluklarını korumak, elektronik kaydın doğruluğunu kurumsal gözetim ve teknik güvenlikle desteklemektir.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

6.2.2 - Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ II-13.1**Kaydileştirilmiş Araçların MKK Nezdinde İzlenmesi****KISACA**

II-13.1 sayılı Tebliğ, kaydileştirilmiş sermaye piyasası araçları ile bunlara bağlı hakların MKK sisteminde nasıl izleneceğini düzenler. Kayıtlar üye ve hak sahibi bazında, hak sahiplerinin kimlik bilgileriyle bağlantılı hesaplarda tutulur. Aynı yatırımcı farklı üyelerde hesap açsa da tek sicil numarasıyla ilişkilendirilir. İhraççı, yatırım kuruluşu, merkezi takas kuruluşu ve yatırımcı hesapları işlevlerine göre ayrılır; serbest, rehin, haciz, yatırımcı blokajı ve takas amaçlı alt hesaplar hakkın hukuki veya operasyonel durumunu gösterir.

İhraç, satış, devir, takas, sermaye artırımları, kâr payı, itfa ve diğer hak kullanım işlemleri kaydi kayıtlar üzerinden yürütülür. Yatırımcı blokajı, hak sahibinin iradesi dışında hesaptan çıkışı önleyen koruyucu bir araçtır; mülkiyeti değiştirmez. DİBS ve bazı kamu araçlarında TCMB ile Elektronik Menkul Kıymet Transfer Sistemi bağlantısı kullanılır. Üyeler talimatların dayanağını saklamak, kayıtları mutabık tutmak ve hatalı kayıtları düzeltmekle sorumludur.

Kaydileştirme, sermaye piyasası aracının fiziki senet olarak basılmadan, bu araca ve bağlı haklara ilişkin kayıtların elektronik ortamda tutulmasıdır. II-13.1 sayılı Tebliğ, hangi hesapların açılacağını, kayıtların kimler tarafından oluşturulacağını ve ihraçtan hak kullanımına kadar olayların MKK sistemine nasıl yansıtılacağını belirler. Kaydi kayıt, yalnız teknik bir envanter değildir; hak sahibinin kim olduğunu, hangi miktarda araca sahip bulunduğunu ve hakkın üzerinde rehin, haciz veya blokaj gibi bir kısıt olup olmadığını gösterir.

Kayıtlar üye bazında ve hak sahipleri adına açılan hesaplarda izlenir. Yatırımcı, birden çok yatırım kuruluşunda hesap açabilir; buna rağmen kimlik bilgileri tek bir yatırımcı sicil numarasıyla ilişkilendirilir. Sicil numarası hesap numarası değildir. Hesap, belirli üye nezdindeki ilişkiyi; sicil ise aynı kişiyi sistem genelinde tanımlar. Hak sahibinin kimliğinin gizlenmesi yerine ismen izleme esastır. Mevzuatın izin verdiği toplu hesaplarda dahi alt kayıtların hak sahipliğini gösterecek biçimde tutulması ve gerektiğinde MKK'ya iletilebilmesi gerekir.

Hesap türleri işleve göre ayrılır. İhraççı hesabı ihraç sürecindeki araçları ve ihraççı işlemlerini, yatırım kuruluşu hesabı üyenin kendi portföyü ile müşterilerinin varlıklarını, merkezi takas kuruluşu hesapları takas amacıyla yapılan hareketleri izler. Yatırımcı hesabının serbest alt hesabındaki kıymetler tasarrufa açıktır. Rehin, teminat, haciz ve yatırımcı blokajı alt hesapları kıymetin mülkiyetini değiştirmeden kullanımını sınırlar. Takas amaçlı hesaplar, satıştan doğan kıymet borcunun valör gününde merkezi takas havuzuna aktarılmasını sağlayan geçici operasyon katmanıdır.

Kaydi ihracın başlangıcında ihraççı, ihraç kararına ve satış sonuçlarına uygun kayıtları oluşturur. Halka arz, nitelikli yatırımcıya satış veya tahsisli satış sonunda araçlar ilgili yatırımcı hesaplarına aktarılır. İkincil piyasa işlemlerinde Borsa ve Takasbank verileriyle oluşan net yükümlülükler MKK sistemine gönderilir;

borçlu hesaplardan takas amaçlı blokaj ve havuz hareketleri, alacaklı hesaplara dağıtım ile tamamlanır. Tezgâh üstü devirler serbest veya teslim karşılığı ödeme sağlayan şartlı virman yoluyla yapılabilir.

Sermaye artırım, kâr payı, faiz ve itfa gibi haklar kayıt tarihinde hesapta bulunan hak sahipliği üzerinden yürütülür. Bedelsiz sermaye artırımında yeni paylar mevcut paylara bağlı olarak hesaplara eklenir. Bedelli artırımda rüçhan hakkı kayıtları ve kullanım sonuçları izlenir. İtfa edilen borçlanma aracının kaydı kapatılırken karşılığındaki ödeme hak sahibine yönlendirilir. Hak kullanımında ihraççı, MKK ve üyeler arasındaki veri ile para akışının mutabakatı önemlidir; işlem tamamlandığında hem araç miktarı hem nakit sonucu kayıtlara uygun olmalıdır.

Yatırımcı blokajı, yatırımcının kendi hesabındaki kıymetlerin iradesi dışında satış veya virman konusu yapılmasını engellemek için koyduğu kısıttır. Blokaj, varlığı yatırım kuruluşunun mülkiyetinden çıkarmaz çünkü varlık zaten yatırımcı adına kayıtlıdır; yalnız hesaptan çıkış işlemini durdurur. Yatırımcı blokajı ile mahkeme veya idari merci kaynaklı haciz aynı hukuki nedene dayanmaz. Rehin kaydı da alacaklı lehine aynı güvenceyi gösterir ve kaldırılması ilgili hukuki şartların gerçekleşmesine bağlıdır.

Devlet iç borçlanma senetleri ve ilgili kamu kıymetlerinde MKK kayıtları ile TCMB nezdindeki kayıtlar Elektronik Menkul Kıymet Transfer Sistemi üzerinden ilişkilendirilebilir. Böylece bankalar, Takasbank ve MKK arasındaki kıymet hareketleri elektronik mesajlarla tamamlanır. Her üye müşteri talimatını doğrulamak, kayıt oluşturma yetkisini sınırlandırmak, dayanak belgeleri saklamak ve kendi alt kayıtlarıyla MKK kayıtlarını düzenli mutabık tutmak zorundadır. Hatalı veya yetkisiz kaydın düzeltilmesi, önceki işlem izini yok etmeden yapılır. Tebliğin ana amacı, kaydi hakkın her aşamada kime ait olduğunu ve hangi kısıtlarla kullanıldığını kesintisiz gösterebilen güvenilir bir kayıt zinciri kurmaktır.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

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

Merkezi Takas Kuruluşlarında Üyelik, Takas ve MKT Esasları

KISACA

Genel Yönetmeliğin dördüncü, beşinci ve altıncı bölümleri merkezi takas kuruluşlarında üyeliği, takas hizmetinin işleyişini ve merkezi karşı taraf faaliyetini düzenler. Üyeler doğrudan veya genel takas üyesi olabilir; MKT kapsamındaki üyelik ayrıca mali yeterlilik, teknik kapasite, risk yönetimi ve temerrüt kaynaklarına katılım şartlarına bağlıdır. Koşullarını kaybeden üyenin faaliyetleri sınırlandırılabilir veya durdurulabilir.

Takas aynı valör içindeki işlemlerin çok taraflı netleştirilmesi, teslim karşılığı ödeme ve kaydi aktarım ilkeleriyle yürütülür. Kesinleşmiş takas talimatları üyenin faaliyetinin durması ya da tasfiyeye girmesi nedeniyle geri alınamaz. MKT hizmetinde kuruluş açık teklif veya sözleşme yenileme ile tarafların arasına girer. Başlangıç ve değişim teminatları, teminat tamamlama çağrıları, garanti fonu, risk limitleri ve stres testleri bu üstlenimin güvenceleridir. Temerrüt zararları önceden belirlenmiş kaynak sırasına göre karşılanır.

Merkezi takas kuruluşu, piyasada gerçekleşen işlemlerden doğan nakit ve sermaye piyasası aracı yükümlülüklerinin hesaplanmasını, kesinleştirilmesini ve yerine getirilmesini sağlayan altyapıdır. Genel Yönetmeliğin dördüncü bölümü üyeliği, beşinci bölümü takas esaslarını, altıncı bölümü merkezi karşı taraf hizmetini düzenler. Bu üç alan birbirine bağlıdır: yalnız yeterli mali ve operasyonel kapasitesi bulunan üyeler sisteme alınır, takas kuralları yükümlülükleri kesinleştirir, MKT çerçevesi ise karşı taraf riskinin merkezi kuruluşça üstlenilmesini güvence kaynaklarıyla sınırlar.

Üyeler faaliyet modeline göre doğrudan veya genel takas üyesi olabilir. Doğrudan takas üyesi kendi işlemleri ile yetki verilen ölçüde müşterilerinin işlemlerinin takasını yapar. Genel takas üyesi bunlara ek olarak işlemci kuruluşların takas işlemlerini üstlenebilir. Merkezi karşı taraf üyeliğinde sermaye, mali yeterlilik, iç kontrol, risk yönetimi, teknik altyapı ve nitelikli personel koşulları aranır. Üye bilgi verme, teminat ve garanti fonu yükümlülüklerini yerine getirme, müşteri ve portföy hesaplarını ayırma ve kuruluşun düzenlemelerine uyma borcu altındadır.

Bir üye koşulları kaybederse aykırılığın giderilmesi için niteliğine göre süre verilebilir; ancak sistemin güvenliğini veya diğer üyeleri ciddi biçimde tehlikeye düşüren durumda beklenmeden kısıtlama uygulanabilir. Emir iletimi, pozisyon artırımı veya takas hizmeti sınırlandırılabilir; üyelik geçici durdurulabilir ya da sona erdirilebilir. Bu önlemler alınırken açık pozisyonların ve müşteri varlıklarının düzenli biçimde devri veya tasfiyesi sağlanır. Üyenin sistemden çıkması daha önce doğmuş yükümlülüklerini ortadan kaldırmaz.

Takas yükümlülükleri aynı valör günü içinde ve belirlenen hesap ayrımları korunarak netleştirilebilir. Çok taraflı netleştirme, her üyenin aynı kıymetteki alış ve satışlarını mahsup ederek tek net kıymet borcu

veya alacağı, bunun karşılığında net nakit borcu veya alacağı üretir. Farklı valör günleri birbiriyle netleştirilmez. Piyasa güvenliği gerektiriyorsa belirli işlem, araç, üye veya yatırımcı için brüt takas uygulanabilir. Teslim karşılığı ödeme, kıymet ve nakit ayaklarını bağlar; kısmi ifada oransal kısmi mutabakat yapılabilir.

Takas kesinliği, sisteme kabul edilmiş ve kurallar uyarınca geri alınamaz hâle gelmiş talimatların korunmasıdır. Üyenin faaliyetinin durdurulması, tasfiye sürecine girmesi veya hakkında idari ya da adli tedbir uygulanması kesinleşmiş talimatı geriye etkili biçimde iptal etmez. Merkezi takas kuruluşunun teminatlar üzerindeki hakları da üçüncü kişilerin sonradan ileri sürdüğü taleplerle işlevsiz bırakılamaz. Bu kural, bir üyenin sorununun tamamlanmış veya tamamlanmakta olan takası zincirleme biçimde bozmasını önler.

Merkezi karşı taraf hizmetinde kuruluş alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı olur. Açık teklifte kuruluş işlem eşleştiği anda taraflar arasına girer; sözleşme yenilemede eski sözleşme sona erer ve kuruluşla iki yeni sözleşme doğar. Kuruluş, her işleme mutlak ve sınırsız garanti vermez. Sorumluluğu mevzuat, piyasa prosedürü, teminat kaynakları ve olağanüstü piyasa koşullarındaki likidite imkânlarıyla belirlenen sınırlar içindedir. Risk limitleri üyenin mali yeterliliğine göre belirlenir; limit aşımında ilave teminat, emir kısıtı veya pozisyon azaltma tedbiri uygulanabilir.

Başlangıç teminatı olası tasfiye dönemi fiyat hareketini, değişim teminatı cari değer farkını karşılar. Teminat değerleri kredi riski, likidite, vade, oynaklık ve kur riski dikkate alınarak kesintiye tabi tutulur. Elektronik teminat tamamlama çağrısı sisteme ulaştığında ayrıca ihbara gerek olmadan alınmış sayılır; süresinde karşılanmaması temerrüt doğurur. Garanti fonu, üyelerin katkılarıyla oluşturulan ortak kaynaktır ve üyelikte katılım zorunlu tutulabilir. Fonun yeterliliği uç fakat olası piyasa koşullarını ölçen stres testleriyle sınanır.

Temerrüt zararları önceden ilan edilmiş bir kaynak sırasına göre kapatılır. Önce temerrüde düşen üyenin işlem teminatları ve yatırılmış garanti fonu katkısı kullanılır. Varsa sigorta kaynakları ve Takasbankın bu amaçla tahsis ettiği sermaye devreye girer. Bunların yetersiz kalması hâlinde temerrüde düşmemiş üyelerin yatırılmış ve talep edilebilecek ilave garanti fonu katkıları, ardından Takasbankın kalan sermaye taahhüdü kullanılabilir. Böylece risk önce zararı doğuran üyeye yüklenir, ortak kayıp paylaşımı daha sonraki katmanlarda başlar. Düzenli stres testi, geriye dönük test, iç kontrol ve denetim bu kaynakların gerçek risk karşısında yeterli kalmasını sağlar.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

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

Takasbank Merkezi Takas Hizmetinin İşleyişi

KISACA

Takasbank Merkezi Takas Yönetmeliği, Bankanın merkezi takas kuruluşu olarak piyasa işlemlerinden doğan yükümlülükleri nasıl hesaplayıp sonuçlandıracağını düzenler. Üyelik; mali yeterlilik, teknik bağlantı, iç kontrol, personel ve hesap düzeni şartlarına bağlıdır. Üyeler müşteri ve portföy işlemlerini doğru hesaplarda izlemek, takas borçlarını süresinde kapatmak, gerekli teminatları yatırmak ve Takasbank bildirimlerini takip etmekle yükümlüdür.

Takasbank işlem verilerini alır, aynı valör ve kapsam içindeki borç ve alacakları netleştirir, takas talimatlarını oluşturur ve teslim karşılığı ödeme çerçevesinde nakit ile kıymet hareketlerini sonuçlandırır. Piyasa güvenliği gerektirdiğinde brüt takas, önceden depo, ilave teminat veya işlem kısıtı uygulanabilir. Kesinleşmiş talimatlar geri alınamaz. Borcunu zamanında yerine getirmeyen üye ayrıca bildirimle gerek olmadan temerrüde düşer; temerrüt faizi, borcun alım veya satımla sonlandırılması ve mağduriyet ödemesi ilgili piyasa prosedürüyle birlikte uygulanır.

Takasbank Merkezi Takas Yönetmeliği, Borsa İstanbul ve diğer piyasalarda gerçekleşen işlemlerin takas hizmetinin ortak kurumsal çerçevesini kurar. Piyasa bazındaki saatler, hesaplar ve ayrıntılı iş kuralları prosedürlerde belirlenirken Yönetmelik üyelik, yükümlülük hesaplama, takas kesinliği, teminat ve temerrüt gibi temel ilkeleri düzenler. Takasbankın merkezi takas kuruluşu olması, her piyasada mutlaka merkezi karşı taraf olduğu anlamına gelmez. MKT hizmeti verilmeyen işlemlerde Banka yükümlülüklerin hesaplanması ve aktarım altyapısını işletir; taraflardan birinin borcunu kendi adına üstlenmez.

Merkezi takas üyeliği için kuruluşun ilgili piyasada işlem yapma yetkisine, yeterli mali güce, teknik altyapıya, iç kontrol ve risk yönetimine, gerekli personele ve Takasbank sistemine güvenli bağlantıya sahip olması gerekir. Üye müşteri ve portföy hesap ayırımını korur, işlem verilerini doğru iletir, rapor ve bildirimleri izler, nakit ve kıymet borçlarını sürelerinde yerine getirir. Üyelik şartlarının kaybında faaliyet kısıtlanabilir veya durdurulabilir. Üyenin işlem yapma yetkisinin sona ermesi, daha önce doğan takas ve temerrüt borçlarını ortadan kaldırmaz.

Takas süreci, piyasa işleticisinden işlem bilgilerinin alınmasıyla başlar. İşlemler aynı valör, kıymet ve hesap ayrımları çerçevesinde netleştirilerek üyelerin net borç ve alacakları belirlenir. Netleştirme operasyonel hareket ve likidite ihtiyacını azaltır; ancak Takasbank, Kurul veya piyasa işleticisi piyasa güvenliği için belirli araç, işlem, üye ya da yatırımcı bazında brüt takas kararı verebilir. Brüt takasta her alışın nakit borcu ve her satışın kıymet borcu mahsup edilmeden izlenir. Farklı valör günlerine ait borç ve alacaklar temerrüt hâli dışında birbirine taşınmaz.

Teslim karşılığı ödeme, üyenin karşı yükümlülüğünü yerine getirmeden alacağını alamamasını sağlar. Üye kıymet borcunu kapattıkça ilgili nakit alacağı, nakit borcunu kapattıkça ilgili kıymet alacağı dağıtılabilir. Sistem ve piyasa kuralları izin verdiğinde kısmi ifa karşılığında kısmi alacak dağıtımı yapılır. Nakit borcu EFT, Takasbank içi virman veya diğer piyasa alacağının mahsubuyla; kıymet borcu ilgili

saklama sisteminden aktarım ya da hesaplar arası virmanla kapatılabilir. Mahsup talimatı borcun kendiliğinden sona erdiği anlamına gelmez; beklenen alacak gelmezse üye borcu son saate kadar başka kaynaktan kapatmalıdır.

Takas talimatı sistem kurallarına göre kesinleştikten sonra geri alınamaz ve iptal edilemez. Üyenin geçici veya sürekli faaliyet durdurması, tasfiyesi ya da hakkında idari ve adli işlem başlatılması bu kesinliği bozmaz. Teminat olarak verilen mal varlıkları üzerinde Takasbankın takas hizmetinden doğan hakları korunur. Bu kesinlik, ödeme ve teslim zincirindeki diğer üyelerin tamamlanmış işlemlere güvenebilmesi için zorunludur.

Takasbank piyasa riskini azaltmak amacıyla üyeden önceden kıymet veya nakit depo etmesini, teminat yatırmasını ya da belirli işlemleri brüt yerine getirmesini isteyebilir. Yükümlülük yoğunluğu, mali yeterlilik veya operasyon riski arttığında ilave güvence ve işlem sınırı uygulanabilir. Teminatlar Takasbank adına mülkiyet devri yaratmak zorunda değildir; ancak Bankanın mevzuattan ve sözleşmeden doğan paraya çevirme ve mahsup yetkileri bulunur. Teminatın değeri piyasa fiyatı ve değerlendirme katsayısıyla belirlenir.

Üye, piyasa için ilan edilen son borç kapatma saatine kadar nakit veya kıymet yükümlülüğünü yerine getirmezse ayrıca bildirim gerek kalmaksızın temerrüde düşer. Temerrüt faizi yerine getirilmeyen tutar, referans faiz, gecikme günü ve saat dilimine bağlı katsayı kullanılarak hesaplanır. Verilen sürede borç devam ederse Takasbank, blokeli alacakları kullanarak borçlu olunan kıymet veya nakdi temin amacıyla alım ya da satım yapabilir; oluşan fiyat farkını üyeye yansıtır ve gerektiğinde işlem teminatı ile garanti fonu katkısına başvurabilir. Gecikme nedeniyle alacağını zamanında alamayan üye, piyasa prosedüründe belirlenen koşullarla mağduriyet ödemesi alabilir. Böylece Yönetmelik yalnız borç kapamayı değil, gecikmenin diğer katılımcılara etkisini de kurala bağlar.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

6.2.5 - İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği

Takasbank Merkezi Karşı Taraf Risk Yönetimi**KISACA**

Takasbank Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği, Bankanın belirlenmiş piyasalarda alıcıya karşı satıcı ve satıcıya karşı alıcı olarak işlem tarafları arasına girmesinin koşullarını düzenler. MKT üyeleri doğrudan veya genel üye statüsünde olabilir; üyelik mali yeterlilik, teknik kapasite, risk yönetimi, teminat ve garanti fonu yükümlülüklerine bağlıdır. Açık teklif veya sözleşme yenileme, Takasbankın taraf sıfatını kazanmasını sağlar.

Risk yönetimi portföy bazlı teminatlandırma, başlangıç ve değişim teminatı, gün içi ve gün sonu tamamlama çağrıları, risk ve pozisyon limitleri, teminat değerlendirme katsayıları, kompozisyon sınırları, garanti fonu, geriye dönük test ve stres testinden oluşur. Temerrütte önce temerrüde düşen üyenin işlem teminatı ile garanti fonu katkısı kullanılır; daha sonra ayrılmış Takasbank kaynakları ve ortak fon katmanları devreye girer. Olağanüstü durumlarda pozisyon azaltma, ters işlem, emir kısıtı ve teminatların nakde çevrilmesi uygulanabilir.

Merkezi karşı taraf hizmeti, Takasbankın belirli bir piyasada gerçekleşen işlemlerde alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı konumuna geçmesidir. Banka, tarafların birbirine karşı olan borçlarını kendi üzerine alarak doğrudan karşı taraf riskini merkezileştirir. Bu sonuç açık teklif yöntemiyle işlemin eşleştiği anda veya sözleşme yenileme yöntemiyle eski sözleşmenin sona erdirilip Takasbankla iki yeni sözleşme kurulmasıyla doğabilir. MKT hizmetinin kapsamı piyasa, pazar ve sermaye piyasası aracı bazında belirlenir; kapsam dışında kalan işlemlerde Takasbank yalnız merkezi takas hizmeti verebilir.

MKT üyeliği doğrudan ve genel üyelik biçiminde kurulabilir. Doğrudan üye kendi işlemleri ve yetkisi ölçüsünde müşterilerinin işlemleri için takas yapar. Genel üye, işlemci kuruluşların pozisyon ve takas yükümlülüklerini de üstlenebilir. Üyelerin mali yeterliliği, sermayesi, operasyon ve bilgi sistemleri, iç kontrolü, risk yönetimi ve nitelikli personeli MKT riskini taşıyabilecek düzeyde olmalıdır. Üye teminat yatırmak, garanti fonuna katılmak, hesap ayrımını korumak ve risk limitlerine uymakla yükümlüdür. Koşulların kaybı, limit aşımı veya temerrüt durumunda işlem ve pozisyon artırımı sınırlandırılabilir.

Başlangıç teminatı, üyenin temerrüdü ile pozisyonların kapatılması arasında oluşabilecek olumsuz piyasa hareketini karşılamak üzere hesaplanır. Hesaplama, yüksek bir istatistiksel güven düzeyi, uygun tasfiye süresi ve yeterli tarihsel veri kullanır. Değişim teminatı pozisyonların cari değeri ile önceki veya işlem değerleri arasındaki farkı günlük ya da gün içi olarak sisteme yansıtır. Portföy bazlı yöntemde aynı risk grubundaki pozisyonların birbirini azaltan etkileri dikkate alınabilir; müşteri ve üye portföyü gibi ayrılması gereken hesaplar arasında netleştirme yapılmaz.

Teminatın kabul edilmesi nominal değerinin tamamının güvence sayılması demek değildir. Takasbank varlığın kredi kalitesini, vadesini, likiditesini, olağanüstü dönem oynaklığını ve varsa kur riskini değerlendirerek kesinti yansıtan değerlendirme katsayısı uygular. Kompozisyon sınırları, teminat havuzunun tek bir ihraççıya, varlık türüne veya dövizle yoğunlaşmasını önler. Teminatlar gün içi risk

hesaplama anlarında, yatırma ve çekmede ve gün sonunda güncel fiyatlarla değerlendirilir. Bulundurulması gereken teminatın çekilmesine izin verilmez.

Teminat değeri gereksinimin altına düştüğünde gün içi veya gün sonu teminat tamamlama çağrısı yapılır. Elektronik çağrı ayrıca yazılı ihbar gerektirmeden alınmış sayılır. Üye çağrıyı nakit veya kabul edilen varlık yatırarak, riski azaltan işlem yaparak ya da pozisyonun takasını tamamlayarak kapatabilir. Belirlenen sürede giderilmeyen açık temerrüt doğurur. Risk limiti üyenin mali yeterliliğiyle bağlantılıdır; ciddi aşım da ilave işlem teminatı talep edilebilir, yeni emirler engellenebilir ve bekleyen emirler iptal edilebilir.

Garanti fonu, bir üyenin temerrüt zararının kendi işlem teminatlarını aşan bölümü için ortak kaynak sağlar. Her MKT üyesi sabit ve riskle orantılı değişken katkı payı yatırır. Fonun asgari büyüklüğü, en büyük riskleri taşıyan üyelerin stres koşullarındaki eş zamanlı temerrüt senaryoları dikkate alınarak belirlenir. Düzenli stres testleri olağanüstü fakat olası koşullarda kaynak ihtiyacını, geriye dönük testler ise kullanılan teminat modelinin gerçekleşen fiyat hareketleri karşısındaki başarısını sınar. Sonuçlar yetersizliği gösterirse parametre, katkı veya teminat gereksinimi artırılır.

Temerrüt yönetiminde kaynak sırası zararı önce temerrüde düşen üyeye yükler. İlk olarak o üyenin işlem teminatları ve yatırılmış garanti fonu katkısı kullanılır. Varsa sigorta kaynağı ile Takasbankın temerrüt yönetimine tahsis ettiği sermaye devreye girer. Zarar hâlâ kapanmazsa temerrüde düşmemiş üyelerin yatırılmış garanti fonu katkıları, talep edilen ilave katkılar ve Takasbankın kalan sermaye taahhüdü kullanılabilir. Takasbank pozisyonları devredebilir, ters işlemle kapatabilir, teminatları satabilir ve gerektiğinde olağanüstü tedbir alabilir. Bu düzen, MKT garantisini sınırsız bir banka garantisi olmaktan çıkarır; önceden ölçülmüş risk, ayrıştırılmış hesaplar ve sıralı mali kaynaklar üzerine kurar.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

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

Portföy Saklama Hizmetinin Kapsamı ve Kontrol İşlevi

KISACA

III-56.1 sayılı Tebliğ, kolektif yatırım kuruluşlarının varlıklarının portföy saklama kuruluşu nezdinde ayrı izlenmesini ve portföy faaliyetlerinin bağımsız bir kuruluşça kontrol edilmesini düzenler. Saklamaya elverişli araçlar saklama hesaplarında tutulur; diğer varlıklarda mülkiyet doğrulanır ve kayıtlar izlenir. Saklayıcı nakit akımlarını, katılma payı ihraç ve iadelerini, portföy değerlemesini, yatırım sınırlamalarını ve talimatların mevzuata uygunluğunu kontrol eder; yönetim kararı vermez.

Her kolektif yatırım kuruluşu için tek saklayıcı esastır. Hizmeti gerekli yetki, organizasyon, personel, bilgi sistemi, iç kontrol ve mali yeterliliğe sahip Takasbank veya yetkili banka ya da yatırım kuruluşu verebilir. Portföy yöneticisi ile saklayıcının görev, personel, sistem ve karar süreçleri ayrılmalıdır.

Saklayıcı günlük mutabakat yapar, aykırılıkları bildirir, yıllık bağımsız denetime tabi olur ve kayıtları saklar. Saklayıcının sorumluluğu kendi saklama ve kontrol yükümlülüklerinin ihlalinden doğar; portföy yönetimi kararları veya piyasa fiyatı kayıplarını kapsamaz.

Portföy saklama hizmeti, kolektif yatırım kuruluşunun varlıklarını portföy yöneticisinin ve saklama kuruluşunun kendi mal varlığından ayrı izlemek, saklamaya elverişli araçları korumak ve kuruluşun işlemlerini mevzuata uygunluk yönünden kontrol etmek üzere kurulur. Hizmet yalnız kıymetin hesapta tutulmasından ibaret değildir. Nakit akımlarının izlenmesi, katılma payı ihraç ve iadesi, portföy değerlemesi, yatırım sınırlamaları ve yönetici talimatlarının kontrolü yatırımcı varlıklarının bağımsız gözetimini sağlar.

Tebliğ kapsamındaki yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları için portföy saklayıcısı bulundurulması esastır. Gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonları da kapsamda yer alırken, düzenlemede açıkça istisna tutulan bazı yatırım ortaklığı ve emeklilik fonu yapılarında bu Tebliğ uyarınca zorunlu saklama uygulanmaz. Her kolektif yatırım kuruluşu için tek bir portföy saklama kuruluşu belirlenir. Teklik ilkesi sorumluluğun parçalanmasını önler; alt saklayıcı kullanılması asıl saklayıcının yükümlülüklerini kendiliğinden ortadan kaldırmaz.

Saklamaya elverişli sermaye piyasası araçları saklayıcının kontrolündeki ayrı hesaplarda tutulur. Fiziken veya kayden saklamaya elverişli olmayan varlıklarda saklayıcı mülkiyetin kolektif yatırım kuruluşuna ait olduğunu dayanak sözleşme, sicil ve diğer belgeler üzerinden doğrular ve güncel kayıt tutar. Portföy varlıkları saklayıcının, yöneticinin veya bunların alacaklılarının mal varlığı sayılmaz. Hesap ayrımı, bu kuruluşların mali sorunlarında yatırımcı varlıklarının kendi borçları için kullanılmasını engelleyen temel korumadır.

Portföy saklayıcısı kolektif yatırım kuruluşunun nakit hareketlerini izler ve kuruluş adına açılmış hesaplara doğru biçimde kaydedildiğini kontrol eder. Katılma paylarının ihraç, satış, geri alım ve iptal işlemlerinin mevzuat ile fon belgelerine uygunluğunu; birim pay değerinin ve portföy değerinin belirlenen yöntemle hesaplandığını; yatırım sınırlamalarına uyulduğunu ve portföy yöneticisinin

talimatlarının kanuna, tebliğe ve kuruluş belgelerine aykırı olmadığını gözetir. İşlemler ve kayıtlar günlük olarak mutabık tutulur. Aykırılık tespitinde yönetici ve gerekli hâllerde Kurul bilgilendirilir.

Bu kontrol işlevi portföy yönetimi değildir. Hangi varlığın alınacağına, ne zaman satılacağına veya hangi yatırım stratejisinin izleneceğine yönetici karar verir. Saklayıcı kararın mevzuata ve fon belgelerine uygunluğunu kontrol eder; ekonomik yerindeliğini üstlenmez. Aynı kolektif yatırım kuruluşuna pay alım satımına aracılık ile saklama hizmetinin birlikte verilmesi çıkar çatışmasına yol açabileceğinden sınırlandırılmıştır. Buna karşılık değerlendirme, muhasebe, operasyon veya katılma payı işlemleri gibi bazı hizmetler görevlerin, personelin ve bilgi akışının etkili biçimde ayrılması şartıyla yürütülebilir.

Portföy saklama hizmetini Takasbank ile Kurulca yetkilendirilmiş banka veya yatırım kuruluşları verebilir. Kuruluşun genel saklama yetkisine, yeterli özkaynağa, uygun organizasyon ve bilgi sistemlerine, iç kontrol ve risk yönetimine, nitelikli yönetici ve personele sahip olması gerekir. Operasyonu yapan personel ile işlemi kontrol eden personel aynı kişi olamaz. Kontrol görevini yürütenlerin mesleki deneyim ve lisans şartlarını sağlaması, görevlerin yazılı prosedürlerle belirlenmesi ve iş sürekliliğinin güvence altına alınması gerekir.

Saklayıcı değişikliğinde yeni kuruluşun göreve başlaması ve varlıklarla kayıtların eksiksiz devri yatırımcıların korunacağı biçimde planlanır. Değişiklik önceden bildirilir; eski saklayıcının sorumluluğu devir fiilen ve hukuken tamamlanıncaya kadar sürer. Saklama faaliyeti yıllık bağımsız denetime ve düzenli iç kontrole tabidir. Denetim sonuçları belirlenen sürede Kurula iletilir. İşlem, mutabakat, kontrol ve aykırılık kayıtları en az düzenlemede belirtilen süre boyunca, uyumsuzluk varsa uyumsuzluk sona erene kadar korunur.

Saklayıcı, varlıkların kaybından ve saklama ya da kontrol yükümlülüğünü gereği gibi yerine getirmemesinden doğan zararlardan sorumludur. Alt saklayıcı kullanması, ancak mevzuattaki sorumluluk şartları çerçevesinde değerlendirilir ve yatırımcıya karşı korumayı boşaltamaz. Buna karşılık portföy yöneticisinin yatırım tercihi, aracın piyasa fiyatındaki düşüş veya saklayıcının görevi dışındaki ticari riskler saklayıcının zararı değildir. Ayrımın ana ölçütü, zararın saklama ve gözetim borcunun ihlalinden mi, yoksa yatırım kararının ekonomik sonucundan mı kaynaklandığıdır.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

6.3 · Borsa İstanbul A.Ş. 'de Payların Transfer, Takas ve Temerrüt İşlemleri

Pay Piyasasında Takas, Temerrüt ve Virman

KISACA

Borsa İstanbul Pay Piyasasında işlemler kural olarak T+2'de takas edilir. Takasbank, müşteri ve portföy ayrımını koruyarak pay bazında çok taraflı netleştirme yapar; net pay borçları karşılığında nakit alacağı, net pay alacakları karşılığında nakit borcu oluşur. Teslim karşılığı ödeme, kaydi takas, merkezi takas ve aynı gün valörlü ödeme temel ilkelerdir. Brüt takasta alış ve satışlar mahsup edilmez. T gününde pozisyonlar oluşur ve kıymetler takas için bloke edilir; T+1'de düzeltmeler ve kesin talimatlar hazırlanır; T+2'de MKK ile Takasbank havuz hesapları üzerinden borç kapama ve alacak dağıtımı yapılır. Son saate kadar borcunu kapatmayan üye bildirimsiz temerrüde düşer; faiz, katsayı, re'sen alım satım ve mağduriyet ödemesi uygulanabilir. Risk başlangıç ve değişim teminatı, limit, tamamlama çağrısı ve garanti fonuyla yönetilir. Serbest virman yalnız kıymet, şartlı virman ise eş anlı kıymet ve nakit transferidir.

Borsa İstanbul Pay Piyasasında gerçekleşen işlemlerin takası kural olarak işlem gününü izleyen ikinci iş gününde, yani T+2'de yapılır. Takas günü belirlenirken Borsa ile Takasbankın açık olduğu iş günleri dikkate alınır; yarım günlerde takas yapılmaz ve ilgili işlemler belirlenen sonraki iş gününde birlikte sonuçlandırılır. Tarafların nakit veya kıymeti önceden hazır etmesi mümkündür, fakat piyasa takasının valör tarihinden önce nihai olarak sonuçlandırılması kural olarak mümkün değildir.

Takasbank, pay bazında müşteri ve üye portföyü ayrımını gözeterek çok taraflı netleştirme yapar. Bir üyenin aynı paydaki alış ve satışları mahsup edilir; net pay borcu varsa bunun karşılığında nakit alacağı, net pay alacağı varsa nakit borcu oluşur. Günlük netleştirme esastır ve temerrüt dışında yükümlülükler farklı günlere taşınmaz. Kurul, Borsa veya piyasa işleticisi belirli pazar, pay, işlem, üye ya da yatırımcı için brüt takas uygulayabilir. Brüt takasta satışların tamamı kadar kıymet borcu ve alışların tamamı kadar nakit borcu doğar; mahsup avantajı ortadan kalkar.

Teslim karşılığı ödeme uyarınca üye borcunu kapatmadan karşı alacağını alamaz. Kısmi borç kapamada Takasbankın belirlediği gerçekleştirme anlarında oransal kısmi takas yapılabilir. Kaydi takasta nakit ve pay borçları hesap hareketleriyle kapatılır, alacaklar Takasbank ve MKK nezdindeki hesaplara aktarılır. Merkezi takas ilkesi gereği istisnalar dışında işlemlerin takasını Takasbank yürütür. Aynı gün valörlü ödeme, takas borcunu valör gününde kapatan üyenin alacağını yine o gün almasını ifade eder; bu kavram işlemin T+0 takas edildiği anlamına gelmez.

T gününde işlem verilerinden üye, müşteri ve portföy bazında anlık pozisyonlar oluşturulur; seans sonunda net sonuçlar MKK'ya iletilir. Aracı kuruluşun onayıyla satış borcu olan müşteri payları serbest alt hesaptan Takas Amaçlı Virman Blokajı hesabına alınır. T+1'de müşteri, portföy ve acente fon kodu gibi alanlardaki hatalar düzeltilir; netleştirme yenilenir ve kesin takas talimatları oluşturulur. Düzeltilmeyen hatalı müşteri işlemleri ayrı hata hesabında izlenir.

T+2'de blokeli kıymetler önce aracı kuruluşun takas havuzuna, ardından Takasbank takas havuzuna aktarılır ve kıymet borcu kapanır. Nakit borcu EFT, Takasbank içi virman veya başka piyasa alacağının mahsubuyla karşılanabilir. Mahsup talimatının sonuçlanmaması hâlinde üye borcunu son saate kadar başka yolla ödemek zorundadır. Kıymet yükümlülüğünü kapatan üyenin nakit alacağı serbest cari hesabına, nakit yükümlülüğünü kapatan üyenin pay alacağı MKK hesabına dağıtılır.

İlan edilen son saate kadar pay veya nakit borcunu yerine getirmeyen üye ayrıca bildirim gerektirmeyen temerrüde düşer. Nakit için geciken tutar, kıymet için adet ile ilgili piyasa fiyatının çarpımı matrahı oluşturur. Temerrüt faizi matrah, referans faiz, gecikme günü ve yükümlülüğün kapatıldığı saat dilimine bağlı katsayıyla hesaplanır. Borç sonraki aşamada da kapanmazsa üye adına Borsada aynı gün valörlü alış veya satış yapılarak re'sen kapatma uygulanabilir. Temerrüt nedeniyle alacağını gecikmeli alan, kendi borçlarını zamanında yerine getirmiş üye; gecikmenin altyapı sorunundan kaynaklanmaması, itirazın reddi ve cezanın tahsili koşullarıyla mağduriyet ödemesi alabilir.

Pay Piyasasında MKT riski her hesap için portföy bazlı hesaplanır. Başlangıç teminatı olası tasfiye dönemi fiyat hareketini, değişim teminatı cari fiyat ile takas fiyatı arasındaki farkı karşılar. Risk limitinin aşılması ilave işlem teminatına ve ciddi durumda emir iletiminin engellenmesine yol açabilir. Gün içi veya gün sonu teminat açığı tamamlama çağrısı doğurur; süresinde kapatılmazsa temerrüt hükümleri uygulanır. Teminatlar değerlendirme katsayıları ve kompozisyon limitleriyle kabul edilir, nakit Türk lirası teminatlar koşullara göre nemalandırılır. Garanti fonu, üye temerrüdünün kendi teminatlarını aşan kısmı için ortak mali kaynaktır.

Pay transferinde serbest ve şartlı virman ayrılır. Serbest virman, payın bir hesaptan diğerine nakit ayağıyla eş zamanlı bağ kurulmadan aktarılmasıdır. Şartlı virman, iki üyenin müşteri hesapları arasındaki pay ve nakit yükümlülüklerini teslim karşılığı ödeme ilkesiyle aynı anda sonuçlandırır. Talimatlar normal veya parçalı gerçekleşebilir; farklı talimatlar zincirlenebilir ve ileri valörlü girilebilir. İleri valörlü talimat giriş gününde eşleşse de ancak valör tarihinde her iki borcun hazır olmasıyla gerçekleşir.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

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

Borçlanma Araçlarında Takas, Transfer ve Temerrüt**KISACA**

Borçlanma araçları ISIN koduyla tanımlanır ve Takasbank nezdinde saklama, takas veya teminat amacına göre ayrılan depo hesaplarında izlenir. Borçlanma Araçları Piyasasında kesin alım satım, repo, taahhütlü işlemler, uluslararası tahvil ve diğer pazarların valör ve netleştirme kuralları farklıdır. Genel takas ilkeleri netleştirme, teslim karşılığı ödeme ve kaydi takastır; işlem bazında takas edilen pazarlar ile MKT kapsamındaki ve kapsam dışındaki işlemler ayrı tutulur.

Türk lirası işlemlerde takas çoğunlukla T+O, yabancı para ödemeli kıymetlerde T+1'dir; ileri valörlü işlem kendi valöründe takasa girer. Nakit EFT, virman veya mahsupla; kıymet EMKT, MKK ve hesaplar arası virmanla kapatılır. Kesinleşmiş talimatlar geri alınamaz. Süresinde kapatılmayan borç bildirimsiz temerrüt doğurur; saat dilimine göre faiz, ters işlem ve mağduriyet ödemesi uygulanabilir. Risk, pazarın niteliğine göre teminatlandırma, limit, garanti fonu ve verim eğrisi şoklarına dayalı Nakit Akım Teminatlandırma yöntemiyle yönetilir.

Borçlanma araçlarında güvenli takas, aracın doğru tanımlanmasıyla başlar. ISIN kodu ülke, araç türü, vade veya ihraç özellikleri ve kontrol hanesini taşıyan on iki karakterli uluslararası tanımlayıcıdır. Devlet iç borçlanma senetleri ile özel sektör borçlanma araçlarının kod yapısı aracın niteliğine göre farklı ayrıntılar içerir. İhraç edilen kıymetler Takasbank nezdinde takas, saklama ve teminat amaçlarına göre ayrılmış depo hesaplarında izlenir; müşteri kıymetleri ile üyenin kendi kıymetleri ve serbest kıymetlerle blokeli kıymetler birbirine karıştırılmaz.

Borçlanma Araçları Piyasası tek tip işlemde oluşmaz. Kesin Alım Satım Pazarında satıcı kıymetin nominal tutarı kadar borçlanır ve piyasa değeri kadar nakit alacaklı olur; alıcı ters yönde yükümlülük taşır. Repo ve ters repoda başlangıç ve bitiş valörlerinde nakit ile kıymet hareketleri bulunur. Taahhütlü İşlemler Pazarında önceden belirlenmiş araç geri alma veya geri satma taahhüdüne konu olur. Uluslararası Tahvil Pazarında döviz cinsinden Eurotahviller ileri valörle işlem görebilir. Para ve swap piyasalarında Takasbank MKT olarak tarafların arasına girer. Bu farklılıklar takas zamanı, netleştirme ve teminat modelini belirler.

Takasın ana ilkeleri netleştirme, teslim karşılığı ödeme ve kaydi takastır. Aynı valör, kıymet ve hesap ayrımındaki işlemler çok taraflı netleştirmeye tek borç veya alacağa dönüştürülebilir. Taahhütlü İşlemler ile Uluslararası Tahvil gibi işlem bazında takas edilen alanlarda netleştirme yapılmaz. MKT hizmeti verilen işlemler ile MKT kapsamı dışındaki işlemler ayrı netleştirilir. Ters repo ile alınan ve bitiş valörüne kadar teminat deposunda blokeli tutulan kıymetler genel netleştirmeye sokulmaz. Üye borcunu kapatmadan karşılığındaki alacağı alamaz; kısmi ifa varsa kısmi mutabakat yapılabilir.

Borçlanma Araçları Piyasasında Türk lirası ödemeli işlemlerin takası genel olarak T+O, yabancı para ödemeli kıymetlerin takası T+1'de yapılır. İleri valörlü işlem, belirlenmiş valör tarihinde takas hesabına alınır. Piyasa ve Takasbankın açık olduğu günler ile para biriminin ödeme sistemi takvimi birlikte dikkate alınır. Üye nakit borcunu EFT, Takasbank nezdindeki başka hesaptan virman veya diğer piyasalardan

doğan alacağın mahsubuyla kapatabilir. Mahsup gerçekleşmezse borç sona ermez ve üyenin süre içinde ödeme yapması gerekir.

Kıymet borcu üyenin ilgili depo bakiyesi yeterliyse netleştirme sırasında otomatik kapatılır. Bakiye yetersizse kıymet TCMB nezdindeki hesaptan EMKT mesajıyla, MKK nezdindeki hesaptan, başka üyenin hesabından veya üyenin kendi serbest deposundan aktarılabilir. Özel sektör borçlanma araçlarında MKK ile Takasbank takas havuzu arasında otomatik hareket kullanılır. Kıymet alacağının dağıtılması için üyenin bağlı nakit ve diğer kıymet yükümlülüklerini yerine getirmesi gerekir. Dağıtılan kıymet TCMB hesabına, MKK alt hesabına veya Takasbank nezdindeki başka depoya aktarılabilir.

Serbest virman nakit karşılığı olmadan kıymet aktarımıdır. Şartlı virman, Borsa dışındaki alım satımların nakit ve kıymet ayaklarını teslim karşılığı ödeme ilkesiyle eş anlı gerçekleştirir. Bireysel emeklilik ve yatırım fonları adına yapılan Borsa işlemlerinde borç kayıtları işlemi yapan üye ile kıymet bazında oluşur; fon kendi başına Borsa üyesi olmadığından takas sorumluluğu işlemi yapan üyededir. Buna karşılık kıymetlerin fonun saklama hesabına doğru yansıtılması gerekir.

Takas kesinliği, sisteme kabul edilip geri alınamaz hâle gelen talimatların üye hakkında faaliyet durdurma veya tasfiye kararı verilse dahi iptal edilmemesidir. Nakit veya kıymet borcunu ilan edilen saate kadar kapatmayan üye bildirimsiz temerrüde düşer. Temerrüt faizi yerine getirilmeyen yükümlülük matrahına, referans faize, gecikme gününe ve saat dilimi katsayısına göre hesaplanır. Borç sürerse Takasbank aynı gün valörlü ters işlem veya temerrüt pazarı işlemiyle re'sen kapatma yapabilir. Alacağını gecikmeli alan ve kendi yükümlülüklerini zamanında yerine getiren üyeye, sistemsel engel bulunmaması ve cezanın tahsili şartlarıyla mağduriyet ödemesi yapılabilir.

MKT kapsamındaki borçlanma aracı riskleri işlem öncesi, işlem anı ve işlem sonrası katmanlarda ölçülür. Portföy bazlı net teminatlandırmada üye ile müşteri pozisyonları ayrılır. Nakit Akım Teminatlandırma yöntemi, kıymetin gelecekteki nakit akımlarını ilgili verim eğrisiyle bugüne indirger; eğride paralel kayma, eğim ve eğrilik değişimi şokları uygulayarak portföyün en olumsuz net bugünkü değer değişimini teminat gereksinimine dönüştürür. Gün içi ve gün sonu çağrılar, risk limitleri, değerlendirme katsayıları, kompozisyon sınırları ve garanti fonu bu ölçümü mali güvenceye bağlar.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

6.5 · Türev Araçlarda Takas, Uzlaşma ve Fiziki Teslim

Türev Araçlarda Takas, Uzlaşma ve Teslim

KISACA

ViOP işlemlerinde Takasbank merkezi karşı taraftır ve pozisyonlar sicil ile üye hesaplarında izlenir. İşlem tarafları günlük kâr ve zarar ödemeleri, teminat tamamlama ve vade sonu yükümlülüklerini Takasbank kurallarına göre yerine getirir. Nakit uzlaşmada açık pozisyon, vade sonu uzlaşma fiyatı ile sözleşme fiyatı arasındaki farkın sözleşme büyüklüğüyle çarpılması sonucu doğan nakit ödeme ile kapanır. Fiziki teslimde ise dayanak varlık ile teslim bedeli karşılıklı aktarılır. Risk işlem öncesi, işlem anı ve işlem sonrası katmanlarda ölçülür. BISTECH Marjin yöntemi aynı dayanak varlığına bağlı sözleşmeleri gruplandırır; ürün grubu ve gruplar arası risk analizlerinden hareketle başlangıç ve bulunması gereken teminatı hesaplar. Günlük kâr ve zarar hesap güncellemesiyle hesaplara yansıtılır. Pozisyon ve risk limitleri, gün içi ve gün sonu çağrıları, üyelik teminatı ve garanti fonu sistemi tamamlar. Süresinde karşılanmayan nakit veya fiziki teslim borcu temerrüt doğurur; pozisyon kapatma, teminatların nakde çevrilmesi ve temerrüt kaynaklarının sıralı kullanımı uygulanır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında bir işlemin takası, yalnız vade sonunda yapılan ödeme değildir. İşlemin eşleşmesinden itibaren pozisyonların hesaplara kaydedilmesi, günlük değerleme, kâr ve zarar aktarımı, teminat yeterliliğinin izlenmesi, pozisyon limitleri ve vade sonu uzlaşma birlikte çalışır. Takasbank merkezi karşı taraf olarak her alıcıya karşı satıcı, her satıcıya karşı alıcı olur. Üyenin kendi işlemleri ile müşterilerinin işlemleri ayrı hesaplarda, müşteriler de sicil bazında izlenir.

Sözleşme ters işlemle kapatılmadıkça, nakdi uzlaşmayla sonlandırılmadıkça veya fiziki teslimle yerine getirilmedikçe açık pozisyonudur. Uzun taraf sözleşme konusu varlığı alma veya fiyat artışından yararlanma yönünde, kısa taraf satma veya fiyat düşüşünden yararlanma yönünde pozisyon taşır. Vadeli işlemde iki taraf da yükümlülük altındadır. Opsiyonda alıcı prim ödeyerek hak elde eder, satıcı ise hakkın kullanılması hâlinde edimi yerine getirme yükümlülüğünü taşır. Bu asimetri teminat ve risk hesabına yansır.

Nakit uzlaşmalı sözleşmede vade sonunda dayanak varlık teslim edilmez. Kesin vade sonu uzlaşma fiyatı ile pozisyonun işlem veya önceki uzlaşma değeri arasındaki fark, sözleşme büyüklüğü ve pozisyon sayısı ile ilişkilendirilerek nakit kâr ya da zarar üretilir. Günlük uzlaşmada piyasa fiyatındaki değişim her gün hesaplara yansıtılır; kâr alacak, zarar borç oluşturur. Böylece vade boyunca birikmiş fiyat farkının tamamının son güne bırakılması önlenir. Opsiyonun kullanılması durumunda nakit uzlaşma tutarı kullanım fiyatı ile vade sonu fiyatı arasındaki sözleşmeye özgü farktan doğar.

Fiziki teslimli sözleşmede vade sonunda dayanak varlığın teslimi ile teslim bedelinin ödenmesi gerekir. Pay vadeli işleminde kısa taraf payı, uzun taraf nakdi; döviz veya kıymet sözleşmesinde taraflar ilgili dayanak ve karşılık para birimini sağlar. Teslim karşılığı ödeme, iki ayağı birbirine bağlar. Kısmi teslim kuralları izin verdiği ölçüde karşılık gelen kısmi ödemeyi doğurabilir. Dayanak varlığın MKK, TCMB veya

ilgili saklama sistemi nezdindeki uygun hesapta hazır bulunması ve teslim talimatlarının sürelerinde tamamlanması gerekir.

Risk yönetimi işlem öncesi, işlem anı ve işlem sonrası olmak üzere üç katmanlıdır. İşlem öncesinde emirlerin gerçekleşme olasılığı ve pozisyon üzerindeki etkisi dikkate alınarak teminat yeterliliği kontrol edilir. Emir işleme dönüştüğünde anlık risk yeniden hesaplanır. İşlem sonrasında güncel pozisyon, teminat ve fiyatlar kullanılarak her hesap için bulunması gereken teminat belirlenir. Yetersiz hesapta pozisyon artırıcı emir engellenebilir, bekleyen emir iptal edilebilir veya risk azaltıcı işlem istenebilir.

BISTECH Marjin yöntemi aynı dayanak varlığına bağlı sözleşmeleri ürün gruplarında toplar. Ürün grubu ve gruplar arası risk analizlerinden BISTECH Marjin risk değeri, başlangıç teminatı ve bulunması gereken teminat hesaplanır. Opsiyonların net opsiyon değerleri ile primleri pozisyon yönüne göre kredi veya yükümlülük olarak risk hesabına girer. Müşteri ve portföy hesapları kendi teminat gereksinimleriyle ayrı izlenir.

Pozisyon limitleri piyasa bütünlüğünü ve yoğunlaşma riskini sınırlar. Sicil bazlı limit, aynı yatırımcıya ait pozisyonları üyeler arasında birleştirerek izler; üye bazlı limit üyenin taşıdığı toplam riski mali yeterliliğiyle karşılaştırır. Limit aşımı pozisyon azaltma, ilave teminat veya yeni emir yasağı doğurabilir. Gün içi ve gün sonu teminat tamamlama çağrıları belirlenen sürelerde karşılanmalıdır. İşlem teminatından ayrı olan üyelik teminatı genel üyelik yükümlülüklerini, garanti fonu ise temerrüde düşen üyenin kendi kaynaklarını aşan zararları güvence altına alır.

Nakit borcun, teminat çağrısının veya fiziki teslim yükümlülüğünün süresinde yerine getirilmemesi temerrüttür. Takasbank temerrüde düşen hesabın pozisyonlarını kapatabilir, teminatları nakde çevirebilir, teslim için piyasadan dayanak alabilir veya satabilir ve zararları temerrüt yönetim kaynaklarından karşılayabilir. Önce temerrüde düşen üyenin işlem teminatı ve garanti fonu katkısı kullanılır; ardından Takasbankın ayrılmış kaynakları ve ortak garanti fonu katmanları gelir. Karşı tarafın alacağı, piyasa likiditesi ve MKT sorumluluk sınırları içinde tamamlanır. Türev takasının temel mantığı, vade sonu borcunu beklemek yerine riski işlem anından başlayarak her gün ölçmek ve finanse etmektir.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

6.6 • Takasbank Teminat Yönetimi

Takasbank Teminat Yönetiminin Ortak Esasları

KISACA

Takasbank teminat yönetimi, üyelik, işlem, başlangıç, değişim ve fiziki teslim teminatlarını işlevlerine göre ayırır. Üyelik teminatı genel üye yükümlülüklerini, işlem teminatı piyasa pozisyonlarından doğan riski, başlangıç teminatı temerrüt ile tasfiye arasındaki olası fiyat hareketini, değişim teminatı cari değer farkını ve fiziki teslim teminatı teslim sürecindeki riski karşılar. Garanti fonu bireysel teminat değildir; bir üyenin kendi kaynaklarını aşan zararın üyeler arasında önceden belirlenmiş kurallarla paylaşılmasını sağlar.

Teminata kabul edilen varlıklar piyasa bazında belirlenir. Nakit Türk lirası, belirli dövizler, kamu borçlanma araçları, uygun paylar, fonlar, altın ve diğer araçlar ancak değerlendirme katsayısı ve kompozisyon sınırlarıyla güvence sayılır. Değerleme kredi, vade, likidite, oynaklık ve kur riskini gözetir. Teminat yatırma, çekme, ikame, virman, bloke, nemalandırma ve tamamlama çağrıları belirlenmiş hesap ve saatlerde yürütülür. Gerekli teminat çekilemez; temerrütte Takasbank mahsup ve paraya çevirme yetkilerini kullanabilir.

Teminat yönetimi, Takasbankın merkezi takas ve merkezi karşı taraf hizmetlerinde üstlendiği riskleri farklı amaçlara tahsis edilmiş güvence katmanlarıyla yönetmesidir. Her teminat aynı borcu karşılamaz. Üyelik teminatı, üyenin işlem pozisyonundan bağımsız genel üyelik yükümlülüklerinin güvencesidir. İşlem teminatı belirli piyasa ve hesaptaki açık pozisyonlardan doğan riski karşılar. Başlangıç teminatı temerrüt anından pozisyonun kapatılmasına kadar olabilecek olumsuz piyasa hareketini, değişim teminatı güncel değer ile önceki değer arasındaki farkı, fiziki teslim teminatı ise vade sonundaki teslim sürecinin fiyat ve ikame riskini kapsar.

Teminat hesabı ile pozisyon hesabı ilişkilidir fakat aynı kayıt değildir. Pozisyon hesabı işlemde doğan uzun ve kısa açık pozisyonları, teminat hesabı bu pozisyonların güvence varlıklarını izler. Tekil hesapta belirli yatırımcının pozisyon ve teminatı ayrı, çoklu hesapta birden çok müşterinin pozisyonları toplu izlenebilir. Brüt teminatlandırmada hesap içindeki ters yönlü müşteri riskleri birbirini azaltmaz; net teminatlandırmada izin verilen pozisyonlar arasındaki risk azaltıcı etki hesaba katılabilir. Müşteri teminatları ile üyenin kendi mal varlığının ayrıştırılması, temerrüt hâlinde hangi kaynağın hangi borca uygulanacağını belirler.

Garanti fonu işlem teminatının ikamesi değildir. İşlem teminatı belirli hesabın veya üyenin riskine karşı önceden alınır; garanti fonu ise temerrüde düşen üyenin kendi teminatı ve katkısı yetersiz kaldığında ortak kayıp paylaşımına geçiş sağlar. Fon, yatırılmış katkılar ile gerektiğinde talep edilebilen ilave katkılardan oluşur. Katkı payı sabit bir bileşen ile üyenin taşıdığı riskle orantılı değişken bileşen içerebilir. Fon büyüklüğü, büyük üyelerin uç fakat olası piyasa koşullarında eş zamanlı temerrüdüne ilişkin stres senaryolarıyla sınırlıdır.

Takasbank her piyasada teminata kabul edilebilecek varlıkları risk yapısına göre belirler. Nakit Türk lirası, konvertibl dövizler, devlet iç borçlanma senetleri, Hazine tarafından ihraç edilen Eurotahviller ve

kira sertifikaları, uygun menkul kıymetleştirilmiş araçlar, belirli paylar, yatırım fonu katılma payları, standart altın ve borsada işlem gören sertifikalar kabul edilebilir gruplara örnektir. Her varlık her piyasada kabul edilmez. VİOP, Pay Piyasası, Borçlanma Araçları Piyasası, para, swap ve tezgâh üstü türev hizmetlerinin kabul listeleri ile sınırları farklı olabilir.

Kabul edilen varlığın tamamı teminat değeri sayılmaz. Değerleme katsayısı, varlığın piyasa değerine uygulanan ve fiyat düşüşü ile paraya çevirme riskini yansıtan kesintiyi içerir. Katsayı belirlenirken ihraççının kredi riski, varlığın vadesi, normal ve olağanüstü koşullardaki oynaklığı, işlem derinliği ve likiditesi, yoğunlaşma ve kur riski değerlendirilir. Yeterli tarihsel veri varsa yüksek güven düzeyi ve uygun likidite süresiyle istatistiksel yöntem kullanılır; veri yetersizse benzer riskteki varlıklar ve ihtiyatlı varsayımlar esas alınır. Katsayılar düzenli gözden geçirilir ve piyasa koşulları bozulursa ara dönemde değiştirilebilir.

Kompozisyon sınırları, teminat havuzunun aynı tür, ihraççı veya para biriminde yoğunlaşmasını önler. Bir varlığın değerlendirme sonrası tutarı yüksek olsa bile grup veya alt grup sınırını aşan kısmı teminat gereksinimini karşılamaz. Bazı piyasalarda toplam gereksinimin belirli kısmının nakit Türk lirası olması istenir. Üyenin kendisinin veya ilişkili kuruluşunun ihraç ettiği araçlar, ters yönlü risk yaratacağı için sınırlanabilir ya da kabul edilmeyebilir. Bu kurallar, temerrüt anında teminat değerinin üyenin kredi durumuyla birlikte çökmesini önlemeyi amaçlar.

Teminatlar gün içi risk hesaplama anlarında, yatırma ve çekme işleminde ve gün sonunda güncel fiyatlarla değerlendirilir. Nakit ve kıymet yatırma, üyenin serbest hesabından ilgili teminat hesabına elektronik virmanla yapılır; doğrudan teminat hesabına kontrolsüz hareket yapılamaz. Çekme ancak çekim sonrasında değerlendirilmiş teminatın bulunması gereken tutarı karşılaması ve çağrı bulunmaması hâlinde gerçekleşir. Üye kompozisyon sınırını koruyarak bir teminatı başka kabul edilebilir varlıkla ikame edebilir. Ödeme ve saklama sistemlerinin kapanış saatleri Takasbank dışına yapılacak transferleri ayrıca sınırlar.

Nakit Türk lirası teminatlar, zorunlu karşılık ve operasyonel kesintiler düşüldükten sonra kredi ve likidite koşulları gözetilerek mevduat, depo, repo veya organize para piyasası işlemleriyle nemalandırılabilir. Olağandışı piyasa koşullarında nema elde edilemezse ödeme yapılmayabilir. Brüt getiriden vergi, yasal maliyet ve onaylanmış hizmet ücreti düşüldükten sonra kalan tutar ilgili hesaba yansıtılır. Üye, kurallara uygun yazılı bildirimle nemalandırma istemediğini belirtebilir.

Teminat tamamlama çağrısı, değerlendirilmiş teminatın gereksinimin altına düşmesi veya gerekli nakit bileşenin eksik kalmasıyla doğar. Elektronik çağrı sisteme ulaştığında alınmış sayılır. Üye teminat yatırarak, ikame yaparak, pozisyon azaltarak veya takası tamamlayarak açığı kapatabilir. Süresinde giderilmeyen açık temerrüttür. Takasbank temerrüt hâlinde teminatları bloke edebilir, alacaklarla mahsup edebilir, nakit dışı varlıkları en likitten başlayarak paraya çevirebilir ve zararı ilgili temerrüt kaynak sırasına göre kapatabilir. Teminat yönetiminin bütünü, kabul anındaki nominal değerden çok temerrüt anında gerçekten kullanılabilecek, ayrıştırılmış ve likit güvenceyi ölçmeye yöneliktir.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.1 • Finansal Yönetimin Genel Esasları

Finansal Yönetimin Karar Alanları ve Değer Amacı

KISACA

Finansal yönetim, işletmenin ihtiyaç duyduğu fonların uygun kaynaklardan sağlanmasını ve bu fonların değer yaratacak varlıklara tahsis edilmesini konu alır. Temel karar alanları yatırım, finansman ve kâr dağıtımıdır. İşletme sermayesine yapılan yatırımlar günlük faaliyetleri sürdürürken sermaye bütçelemesi uzun ömürlü varlık kararlarını kapsar; finansman kararı borç ve özkaynak bileşimini, kâr dağıtımı kararı ise kazancın ortaklara aktarılması ile işletmede tutulması arasındaki dengeyi belirler. Salt dönem kârını en yükseğe çıkarmak yeterli bir amaç değildir; çünkü kârın ne zaman ve hangi risk altında elde edildiğini, nakit niteliğini ve kullanılan sermayeyi göz ardı edebilir. Daha kapsayıcı amaç şirket değerini artırmaktır. Mülkiyet ile yönetimin ayrılması temsil sorununu doğurur. Yöneticilerin teşvikleri, izleme mekanizmaları ve kurumsal yönetim düzeni bu çıkar ayrılığını azaltırken şirketin pay sahipleri, çalışanları, müşterileri, alacaklıları ve toplum karşısındaki sorumluluklarını da gözetir.

Finansal yönetim, işletmede paranın ve paraya dönüşen kaynakların planlanması, sağlanması, kullanılması ve denetlenmesidir. Bir üretim veya hizmet işletmesi faaliyetini sürdürebilmek için önce hangi varlıklara ne kadar yatırım yapacağını, sonra bu yatırımları hangi kaynaklarla finanse edeceğini belirler. Bu nedenle finans yöneticisinin işi yalnız kredi bulmak değildir; kaynak kullanımı ile kaynak sağlama kararlarını aynı değer ölçüsü içinde birleştirmektir.

Yatırım kararları iki ana zaman ufkunda incelenir. Kasa, alacak ve stok gibi dönen varlıklara ayrılan tutar işletme sermayesi yatırımı oluşturur ve günlük faaliyetin kesintisiz yürütülmesini sağlar. Makine, bina, yeni üretim hattı veya yeni pazar yatırımı gibi uzun ömürlü varlıklar ise sermaye bütçelemesinin konusudur. İşletme yetersiz dönen varlıkla çalışırsa ödeme ve üretim aksaması riski doğar; gereğinden fazla dönen varlık tutarsa kaynaklar düşük getirili alanlarda bağlanır. Duran varlık yatırımında da beklenen nakit girişleri, zaman ve risk dikkate alınarak başlangıç harcamasıyla karşılaştırılır.

Finansman kararı, yatırım için gereken fonun borçtan mı özkaynaktan mı ve hangi vadelerle sağlanacağını belirler. Borç çoğu zaman daha ucuz bir kaynak olabilir ve vergi avantajı yaratabilir; buna karşılık faiz ve anapara ödemeleri sabit yükümlülük doğurur. Özkaynakta zorunlu faiz ödemesi bulunmasa da ortakların beklediği getiri bir maliyettir. Finans yöneticisi maliyet, vade, esneklik ve risk arasında denge kurarak işletmenin sermaye yapısını oluşturur. Kâr dağıtımı kararı da finansman kararının devamıdır: Kazanç ortaklara temettü olarak dağıtıldığında yatırımcıya nakit sağlanır, işletmede bırakıldığında ise yeni yatırımlar için iç kaynak yaratılır.

Bu kararlar birbirinden bağımsız değildir. Yeni bir yatırım hem işletme sermayesi hem duran varlık gerektirebilir; seçilen borç vadesi projenin nakit üretme zamanıyla uyumsuzsa kârlı proje dahi ödeme baskısı yaratabilir. Yüksek temettü iç kaynakları azaltıp dış finansman ihtiyacını büyütebilir. Finans yöneticisi bu nedenle kararları ayrı tablolar halinde değil, risk, likidite ve değer üzerindeki birleşik

etkileriyle değerlendirir. Planlama, uygulama ve sonuçların denetimi aynı yönetim döngüsünün parçalarıdır.

Finansal yönetimin amacı yalnız muhasebe kârını en yükseğe çıkarmak değildir. Aynı tutardaki iki kâr farklı tarihlerde elde ediliyorsa erken olan daha değerlidir; aynı tarihte beklenen iki kârdan riski düşük olan tercih edilir. Muhasebe kârı tahakkuk esasına dayanabildiğinden işletmenin kullanabileceği nakdi de tam olarak göstermeyebilir. Ayrıca yüksek kâr için aşırı sermaye bağlanmışsa sonuç ekonomik bakımdan başarılı olmayabilir. Bu eksiklikler nedeniyle temel amaç, beklenen nakit akışlarının zamanı ve riskini yansıtan şirket değerini artırmaktır.

Şirket değerine pay sahipleri açısından yaklaşım, yönetimin ortakların servetini artırmasını öne çıkarır. Bununla birlikte işletme yalnız ortaklardan oluşmaz. Çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, kredi verenler, kamu ve çevre işletmenin kararlarından etkilenir. Uzun dönemli değer yaratımı; hukuka uygunluk, güvenilir ürün, sürdürülebilir tedarik, çalışan hakları ve toplumsal sorumlulukla birlikte düşünülmelidir. Kısa vadeli bir kazanç diğer paydaşlarla ilişkiyi bozarak gelecekteki nakit akışını ve itibarı azaltıyorsa değer amacına da aykırıdır.

Mülkiyet ile günlük yönetimin ayrılması temsil ilişkisini doğurur. Ortaklar sermayeyi sağlarken yöneticiler karar yetkisini kullanır; yöneticinin kişisel konfor, büyüklük veya iş güvencesi gibi hedefleri ortakların değer hedefinden sapabilir. Bu temsil sorunu uygun ücret ve performans teşvikleriyle, bağımsız gözetimle, denetimle ve şeffaf raporlamayla sınırlandırılır. İzleme ve teşviklerin de bir maliyeti bulunduğundan amaç bütün uyumsuzluğu yok etmek değil, temsil maliyetini değer kaybından daha düşük tutmaktır.

Kurumsal yönetim, şirketin yönlendirilmesi ve denetlenmesine ilişkin bu bütünün çerçevesidir. Yönetim kurulu strateji ve gözetim sorumluluğunu taşıırken günlük yönetim icra organlarınca yürütülür. Yetki, hesap verebilirlik, adillik ve şeffaflık dengesi; yatırım, finansman ve dağıtım kararlarının kişisel tercihler yerine şirketin uzun dönemli değeri doğrultusunda alınmasını sağlar.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.2 · Finansal Planlama

Bütçeleme, Pro Forma Tablolar ve Kaldıraç Analizi

KISACA

Finansal planlama, satış tahminini işletmenin nakit, varlık ve finansman gereksinimine dönüştürür. Kısa vadeli planlama çoğunlukla bir yıllık bütçe dönemini kapsar. Nakit bütçesi yalnız para giriş ve çıkışlarını zamanlarıyla gösterir; satış tahsilatları, faaliyet ödemeleri, yatırım ve finansman hareketleri birleştirilerek dönem sonu nakit fazlası veya açığı bulunur. Pro forma gelir tablosu beklenen kârı, pro forma bilanço ise bu faaliyet düzeyini taşıyacak varlıkları ve kaynak açığını tahmin eder.

Satış yüzdesi yönteminde satışla kendiliğinden değişen kalemler, sözleşmeyle belirlenen borç ve özkaynak kalemlerinden ayrılır. Planlamanın diğer araçları başabaş ve kaldıraç analizidir. Katkı payı, sabit faaliyet giderlerinin karşılanmasına hizmet eder; faaliyet kaldıracı satış değişiminin faaliyet kârına etkisini büyütür. Finansal kaldıraç sabit faiz yükünden doğar ve faaliyet kârındaki değişimi ortakların kazancına daha güçlü yansıtır. Toplam kaldıraç bu iki etkinin birleşimidir; yüksek getiri olanağıyla birlikte nakit akışı ve zarar riskini de artırır.

Finansal planlama, işletmenin gelecekteki faaliyet hedeflerini parasal sonuçlara çeviren süreçtir. Başlangıç noktası çoğunlukla satış tahminidir; çünkü üretim, stok, alacak, nakit ihtiyacı ve birçok gider satış hacmine bağlıdır. Planın dönemi belirlendikten sonra yönetim, beklenen faaliyetlerin ne kadar fon gerektireceğini, fonun hangi tarihlerde doğacağını ve hangi kaynaklardan karşılanacağını öngörür. Kısa vadeli planlar genellikle bir yıla kadar olan dönemi kapsar ve aylık ya da üç aylık alt dönemlere ayrılabilir.

Nakit bütçesi tahakkuk etmiş gelir ve giderlerden değil, fiili para giriş ve çıkışlarından oluşur. İlk olarak satışların peşin ve vadeli kısmı ile vadeli satışların tahsilat takvimi belirlenir. Diğer faaliyet gelirleri, varlık satışları veya sağlanacak krediler de girişlere eklenir. Mal alımı, ücret, vergi, kira, faiz, temettü, yatırım harcaması ve borç geri ödemeleri ise gerçekleşeceği dönemde çıkış yazılır. Dönemin girişlerinden çıkışları düşmek net nakit akışını verir; bu tutar başlangıç kasasına eklenerek dönem sonu kasa bulunur. İşletmenin korumak istediği asgari nakit düzeyinin altı finansman açığını, üstü geçici yatırım yapılabilecek fazlayı gösterir.

Nakit bütçesi likiditeyi zaman içinde izlerken pro forma finansal tablolar planlanan faaliyetlerin bütün mali tablo etkisini gösterir. Önce satış tahmininden hareketle pro forma gelir tablosu hazırlanır; satılan malın maliyeti, faaliyet giderleri, finansman gideri ve vergi tahmin edilerek beklenen net kâra ulaşılır. Dağıtılmayacak kârın özkaynağa eklenmesi bilanço tahmininin önemli bir girdisidir. Pro forma bilançoda alacaklar tahsil süresine, stoklar devir hızına, ticari borçlar ödeme süresine ve duran varlıklar yatırım ile amortisman planına göre hesaplanır. Aktif ve pasif eşitliğini sağlayan açık, ilave finansman ihtiyacını ortaya koyar; kasa veya kısa vadeli banka borcu denkleştirici kalem olarak kullanılabilir.

Satışların yüzdesi yöntemi daha toplu bir finansman tahminidir. Geçmişte satışlarla düzenli ilişki gösteren alacak, stok ve ticari borç gibi kalemlerin yeni satış düzeyiyle aynı oranı koruyacağı varsayılır. Satış artışı gereken varlık yatırımını yükseltirken ticari borçlar gibi kendiliğinden oluşan kaynaklar

ihtiyacın bir kısmını karşılar. Dağıtılmayan kâr da iç finansman sağlar. Banka kredisi, tahvil ve ödenmiş sermaye gibi yönetim kararı veya sözleşmeyle belirlenen kalemler satışla otomatik değişmez. Gerekli varlık artışından kendiliğinden kaynak artışı ile iç finansman düşüldüğünde dış finansman gereksinimi bulunur.

Başabaş analizi, satış gelirlerinin toplam maliyete eşit olduğu faaliyet düzeyini gösterir. Birim satış fiyatı ile birim değişken maliyet arasındaki fark katkı payıdır; bu pay önce sabit faaliyet giderlerini karşılar, kalan bölüm faaliyet kârını oluşturur. Miktar cinsinden başabaş noktası, sabit faaliyet giderlerinin birim katkı payına bölünmesiyle hesaplanır. Satış başabaş noktasının altındaysa faaliyet zararı, üstündeyse faaliyet kârı oluşur. Analiz fiyat, değişken maliyet, sabit maliyet ve satış hacmi kararlarının kâra etkisini görünür kılar.

Faaliyet kaldıracı, üretim yapısındaki sabit faaliyet maliyetlerinden kaynaklanır. Sabit maliyetin yüksek olduğu işletmede satıştaki küçük bir yüzde değişimi faiz ve vergi öncesi kârda daha büyük bir yüzde değişimi yaratır. Faaliyet kaldıracı derecesi bu duyarlılığı ölçer ve başabaş noktasına yaklaşıldıkça yükselir. Satışların artması halinde yüksek faaliyet kaldıracı avantaj, düşmesi halinde ise hızla büyüyen zarar riski demektir.

Finansal kaldıraç faiz gibi sabit finansman giderlerinden doğar. Borç kullanımı, varlıkların getirisi borç maliyetini aştığında ortakların getirisini yükseltebilir; aksi durumda özkaynak getirisini azaltır. Finansal kaldıracın başabaş noktası, alternatif finansman planlarının hisse başına kazancı eşitlediği faaliyet kârı düzeyidir. Toplam kaldıraç faaliyet ve finansal kaldıraç derecelerinin çarpımıdır ve satıştaki değişimin hisse başına kazanca toplam etkisini gösterir. Bu nedenle finansal plan, yalnız beklenen sonucu değil, satış tahmini gerçekleşmediğinde likidite ve kazançta oluşacak sapmayı da sınamalıdır.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.3 · Sermaye Maliyeti

Kaynak Maliyetleri ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

KISACA

Sermaye maliyeti, işletmeye fon sağlayanların aynı risk düzeyindeki alternatiflerden beklediği getiridir. Yatırım kararı açısından bu oran, projenin en az sağlaması gereken getiri eşliğini oluşturur. Borç maliyeti kredi faizi veya tahvilin vadeye kadar getirisiyle ölçülür; faiz vergi matrahından düşülebildiği için borcun vergi sonrası maliyeti daha düşüktür. İmtiyazlı pay maliyeti sabit temettünün cari piyasa fiyatına oranıdır.

Özkaynak maliyeti, risksiz getiriye sistematik risk karşılığı ekleyen finansal varlık fiyatlama modeliyle veya beklenen temettü verimi ile büyüme oranını birleştiren modelle tahmin edilebilir. Dağıtılmayan kâr bedelsiz değildir; ortakların vazgeçtiği alternatif getiriye taşır. Yeni pay ihracında ihraç giderleri maliyeti artırabilir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, her kaynağın marjinal maliyetinin hedef sermaye yapısındaki piyasa değeri ağırlığıyla birleştirilmesidir. Projenin riski işletmenin mevcut faaliyet riskinden farklıysa tek bir şirket oranı mekanik biçimde kullanılmamalıdır.

Sermaye maliyeti, işletmenin kullandığı fonların muhasebe kaydı bulunan bir giderinden daha geniştir. Borç verenin faiz beklentisi ve ortağın getiri beklentisi, fonu işletmeye tahsis etmenin fırsat maliyetidir. İşletme bakımından bu maliyet, aynı risk düzeyindeki bir yatırımın kabul edilebilmesi için sağlaması gereken asgari getiriye gösterir. Beklenen getiri sermaye maliyetinin altında kalırsa proje finansman sağlayanların talebini karşılayamaz ve şirket değerini azaltır; üstünde kalırsa değer yaratır.

Borç maliyeti, yeni borçlanmanın işletmeye yüklediği cari maliyettir. Banka kredilerinde sözleşmedeki etkin faiz oranı, tahvillerde ise ihraçtan elde edilen net tutarı faiz ve anapara ödemelerine eşitleyen vadeye kadar getiri esas alınır. Geçmişte düşük faizle alınmış bir borcun kuponu yeni yatırımın fırsat maliyetini yansıtmayabilir; bu nedenle marjinal, yani bugün sağlanacak kaynağın maliyeti kullanılmalıdır. Faiz giderinin vergi matrahını azaltması borcun vergi sonrası maliyetini düşürür. Vergi oranı t ise vergi sonrası borç maliyeti, vergi öncesi maliyetin $1 - t$ ile çarpılmasıyla bulunur. Bu düzeltme yalnız vergi kalkınının fiilen kullanılabildiği ölçüde anlamlıdır.

İmtiyazlı pay, belirlenmiş temettü ödemesi nedeniyle borca benzer; ancak temettü vergi matrahından indirilemez ve ödenmemesi genellikle borç temerrüdüyle aynı sonucu yaratmaz. Süresiz, sabit temettülü imtiyazlı payın maliyeti yıllık sabit temettünün payın cari piyasa fiyatına oranıdır.

Özkaynakta sözleşmeyle belirlenmiş bir faiz bulunmadığından maliyet tahmin edilir. Finansal varlık fiyatlama modelinde özkaynak maliyeti, risksiz faiz oranı ile payın beta katsayısının piyasa risk primiyle çarpımının toplamıdır. Beta, pay getirisinin piyasa hareketlerine duyarlılığını ve çeşitlendirmeye giderilemeyen sistematik riski temsil eder. Risk arttıkça yatırımcının talep ettiği getiri de artar. Modelin sonucu kullanılan risksiz vade, piyasa primi ve beta tahminine duyarlı olduğundan girdiler aynı ekonomik dönem ve para birimiyle uyumlu olmalıdır.

Temettü büyüme yaklaşımında özkaynak maliyeti, gelecek dönemde beklenen pay başına temettünün cari pay fiyatına oranı ile sürdürülebilir temettü büyüme oranının toplamıdır. Bu yöntem düzenli temettü ödeyen ve büyümesi istikrarlı işletmelerde daha elverişlidir. Büyüme oranının beklenen getiriye yaklaşması sonucu aşırı duyarlı hale getirir; temettü ödemeyen veya düzensiz büyüyen işletmelerde güvenilirliği azalır.

Dağıtılmayan kâr işletmeye nakit çıkışı doğurmadan finansman sağlasa da ücretsiz değildir. Ortaklar kâr dağıtılsaydı bu parayı benzer riskte başka bir yatırıma yönleltebilirdi. Dolayısıyla iç özkaynağın maliyeti ortakların vazgeçtiği getiridir. Yeni pay ihracında buna aracılık, kayıt ve satış giderleri eklenir; işletmenin pay başına elde ettiği net fon azaldığından dış özkaynağın maliyeti genellikle iç özkaynak maliyetinden yüksektir.

İşletme birden fazla kaynak kullandığında karar eşiği ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir. Vergi sonrası borç maliyeti, imtiyazlı pay maliyeti ve özkaynak maliyeti, hedef sermaye yapısındaki ağırlıklarıyla çarpılıp toplanır. Ağırlıkların defter değerinden çok piyasa değerine dayanması finansman sağlayanların güncel fırsat maliyetini daha iyi yansıtır. Ayrıca geçmiş ortalama oranlar yerine yeni sağlanacak fonların marjinal maliyeti kullanılmalıdır.

Hedef ağırlıkların kullanılması, yeni yatırımın yalnız bugünkü tesadüfi kaynak bileşimiyle değil işletmenin sürdürmek istediği finansman politikasıyla değerlendirilmesini sağlar. Örneğin yatırım geçici olarak tamamen borçla finanse edilse bile işletme uzun dönemde borç ve özkaynak dengesini yeniden kuracaksa iskonto oranı yalnız bu tek kredinin faizine indirgenmez. Kaynak ağırlıkları ile maliyetleri aynı değerlendirme tarihi itibarıyla tutarlı olmalıdır.

Ağırlıklı ortalama oran, işletmenin mevcut faaliyetleriyle benzer risk taşıyan projelerde uygun bir iskonto oranıdır. Çok daha riskli bir projeyi düşük şirket ortalamasıyla iskonto etmek aşırı yatırım, düşük riskli projeyi yüksek oranla iskonto etmek ise değerli fırsatları reddetme sonucunu doğurabilir. Bu yüzden proje riski, finansman bileşimi, vergi durumu ve hedef sermaye yapısı birlikte değerlendirilir.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.4 · Sermaye Yapısı

Borç–Özkaynak Dengesi ve Sermaye Yapısı Yaklaşımları

KISACA

Sermaye yapısı, işletmenin uzun vadeli finansmanında borç ile özkaynağın göreceli payını ifade eder. Borç genellikle alacaklının önceliği ve faiz vergi kalkanı nedeniyle daha düşük maliyetlidir; fakat sabit faiz ve anapara yükümlülüğü finansal riski yükseltir. Geleneksel yaklaşım, borcun başlangıçtaki maliyet avantajı ile artan risk maliyetinin dengelendiği noktada ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin en düşük, şirket değerinin en yüksek olduğunu savunur.

Modigliani-Miller yaklaşımında vergisiz ve kusursuz piyasada finansman biçimi toplam değeri değiştirmez; borç arttıkça özkaynak maliyetindeki yükseliş ucuz borcun yararını dengeler. Kurumlar vergisi eklendiğinde faiz vergi kalkanı borçlu işletmenin değerini artırır. Gerçek dünyada mali sıkıntı, iflas ve temsil maliyetleri sınırsız borçlanmayı engeller; ödünleşme yaklaşımı vergi yararıyla bu maliyetleri dengeler. Finansman hiyerarşisi yaklaşımı ise bilgi asimetrisi nedeniyle işletmelerin önce dağıtılmayan kârı, sonra borcu ve en son yeni pay ihracını tercih ettiğini açıklar.

Sermaye yapısı, işletmenin kalıcı finansmanında borç ve özkaynağın hangi oranlarda yer aldığını gösterir. Aynı varlıklar farklı finansman bileşimleriyle desteklenebilir; ancak bu bileşim kaynak maliyetini, ödeme yükümlülüklerini, riskin ortaklarla alacaklılar arasındaki dağılımını ve işletmenin esnekliğini etkiler. Optimal sermaye yapısı, işletmenin değerini en yükseğe çıkaran ve buna karşılık ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini en düşük düzeye indiren borç–özkaynak bileşimidir.

Borç, alacaklıların varlıklar ve nakit akışları üzerindeki önceliği nedeniyle özkaynaktan daha az riskli kabul edilir. Faizin vergi matrahından indirilebilmesi de vergi sonrası borç maliyetini düşürür. Buna karşılık borç sözleşmesi dönemsel faiz ve vade sonunda anapara ödemesi doğurur. Faaliyet nakdi yetersiz kaldığında bu sabit yükümlülükler mali sıkıntı ve iflas riskini artırır. İşletmenin satış, maliyet ve faaliyet kârındaki belirsizlik işletme riskidir; borç kullanımının ortakların getirisindeki oynaklığı büyütmesi ise finansal risktir.

Geleneksel sermaye yapısı yaklaşımı, makul ölçüde borç kullanımının ağırlıklı ortalama maliyeti düşürebileceğini savunur. Başlangıçta düşük maliyetli borcun payı artarken özkaynak yatırımcılarının talep ettiği ek risk primi sınırlıdır. Borçlanma belirli bir düzeyi geçtiğinde hem ortaklar hem alacaklılar artan mali sıkıntı olasılığı için daha yüksek getiri ister. Böylece toplam sermaye maliyeti önce azalır, bir minimum noktaya ulaşır ve sonra yükselir. Minimum maliyet noktası şirket değerinin en yüksek olduğu optimal yapıdır.

Modigliani ve Miller, vergisiz, işlem maliyetsiz ve bilgi farkı bulunmayan kusursuz piyasada işletme değerinin finansman biçiminden bağımsız olduğunu ileri sürer. Aynı faaliyet nakit akışını üreten iki işletmeden yalnız borç oranı farklı olanların toplam değeri arbitraj nedeniyle eşitlenir. Borç payı

arttığında ucuz borcun sağladığı yarar, ortakların daha riskli kalan nakit akışı için talep ettiği özkaynak maliyeti artışıyla tam olarak dengelenir. Sonuçta ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti değişmez.

Kurumlar vergisi modele eklendiğinde faiz ödemeleri vergi kalkını yaratır. Sürekli borç varsayımı altında borçlu işletmenin değeri, borçsuz işletme değerine borç tutarı ile vergi oranının çarpımının eklenmesiyle ifade edilir. Bu yalın sonuç, yalnız vergi etkisi varsa daha çok borcun değeri sürekli artıracığını söyler. Ancak tamamı borçla finansman önerisi gerçek hayattaki temerrüt, sözleşme, bilgi ve temsil maliyetlerini dışarıda bıraktığı için uygulanabilir bir son nokta değildir.

Ödünleşme yaklaşımı, borcun vergi yararını beklenen mali sıkıntı maliyetleriyle birlikte ele alır. Doğrudan maliyetler hukuki süreç, danışmanlık ve tasfiye giderlerini; dolaylı maliyetler müşteri ve çalışan kaybı, tedarik koşullarının bozulması, değerli yatırımların ertelenmesi ve varlıkların düşük değerle satılmasını kapsar. Borç az olduğunda ek vergi kalkınının marjinal yararı ağır basabilir; borç yükseldikçe sıkıntı olasılığı ve beklenen kayıp büyür. Denge, bu iki marjinal etkinin eşitlendiği noktadadır.

Temsil maliyetleri de yapıyı etkiler. Dağınık ortaklıkta yöneticiler serbest nakdi düşük getirili büyüme veya kişisel fayda için kullanabilir; borcun zorunlu ödemeleri bu serbest nakdi azaltarak disiplin sağlayabilir. Buna karşılık yüksek borç, ortakları alacaklılar aleyhine aşırı riskli projelere yöneltebilir veya kazancın büyük bölümü alacaklıya gideceği için değerli yatırımları reddetmeye sevk edebilir. Kredi sözleşmelerindeki kısıtlar bu çatışmayı azaltır, fakat işletme esnekliğinin kaybı da bir maliyettir.

Finansman hiyerarşisi yaklaşımı sabit bir hedef borç oranından çok kaynak seçiminin sırasını açıklar. Yöneticiler şirketin değeri hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olduğunda yeni pay ihracı olumsuz bir işaret olarak yorumlanabilir ve paylar düşük fiyatlanabilir. İşletme bu bilgi maliyetinden kaçınmak için önce dağıtılmayan kârı, sonra daha sınırlı bilgi duyarlılığı taşıyan borcu, en son yeni özkaynağı kullanır. Bu nedenle gözlenen borç oranı yalnız optimal dengeyi değil, geçmiş yatırımlar ile iç kaynakların birikmiş sonucunu da yansıtabilir.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.5 · İşletme Sermayesi Yönetimi

Nakit Döngüsü, Alacak ve Stok Politikaları

KISACA

İşletme sermayesi kasa, ticari alacak ve stok gibi dönen varlıklarla kısa vadeli borçların yönetimini kapsar. Nakit döngüsünün kısalması finansman gereksinimini azaltır. Yüksek dönen varlık düzeyi ödeme riskini düşürürken getiriyi sınırlayabilir; düşük düzey kârlılığı artırabilse de üretim kesintisi, müşteri kaybı ve likidite riski yaratır. Bu nedenle yatırım tutarı ile finansman vadesi birlikte belirlenir. Nakit yönetimi işlem, ihtiyat ve spekülasyon amaçlı bakiyeyi; tahsilatın hızlandırılması, ödemelerin uygun zamanda yapılması ve fazlanın likit, kısa vadeli, düşük riskli araçlarda değerlendirilmesini içerir. Alacak politikasında vade, nakit iskontosu, müşteri kalitesi ve tahsilat yoğunluğu satış katkısıyla bağlanan fon ve şüpheli alacak maliyetleri karşılaştırılarak seçilir. Stok yönetiminde ekonomik sipariş miktarı sipariş ve elde bulundurma maliyetlerini dengeler. Yeniden sipariş noktası teslim süresindeki kullanım ile emniyet stokunu birleştirir; daha yüksek güvence stokluz kalma riskini azaltırken taşıma maliyetini yükseltir.

İşletme sermayesi, işletmenin en çok bir yıl içinde nakde dönüşmesi beklenen dönen varlıklardır. Nakit hammadde alımında kullanılır, hammadde üretim sürecinde mamule dönüşür, satış peşinse yeniden nakit, vadeli ise önce alacak yaratır. Alacağın tahsili döngüyü tamamlar. Tedarikçiye ödemenin zamanlaması, üretim ve stok süresi ile müşteriden tahsil süresi arasındaki mesafe işletmenin ne kadar kısa vadeli finansmana ihtiyaç duyacağını belirler. Döngüyü faaliyet ilişkilerini bozmadan kısaltmak finansman maliyetini azaltır.

Dönen varlıklara gereğinden fazla yatırım yapmak da yetersiz yatırım yapmak da maliyetlidir. İhtiyatlı politikada nakit, alacak ve stok düzeyi yüksektir; işletme beklenmedik talepleri karşılayabilir ve borç ödeme riski düşer, fakat düşük getirili varlıklara bağlanan kaynak kârlılığı sınırlar. Atak politikada dönen varlıkların toplam varlıklara oranı düşer; varlık devir hızı ve getiri yükselebilir, ancak üretim kesintisi, satış fırsatı kaybı ve ödeme güçlüğü olasılığı artar. Enflasyon da aynı fiziksel faaliyet düzeyi için kasa, alacak ve stokların parasal tutarını büyütür işletme sermayesi ihtiyacını yükseltir.

Finans yöneticisi yalnız toplam dönen varlık tutarını değil bunun hangi vadeli kaynaklarla finanse edileceğini seçer. Sürekli işletme sermayesi ihtiyacını kısa vadeli borçla karşılamak yenileme ve faiz riskini artırabilir; uzun vadeli kaynak daha güvenli fakat daha pahalı olabilir. Mevsimsel veya geçici ihtiyaçların kısa vadeli kaynakla karşılanması vade uyumunu güçlendirir. Alacak tahsil süresi, stok devir hızı, borç ödeme süresi ve işletme sermayesi devir hızı politikanın sonuçlarını izlemeye yarar.

Nakit yönetiminin ilk amacı tahsilat ve ödemelerin zamanını düzenlemektir. İşletme olağan işlemleri karşılamak, beklenmeyen çıkışlara karşı ihtiyat sağlamak ve cazip bir satın alma fırsatını değerlendirmek için nakit tutabilir. Elde tutulan miktar arttıkça nakit yetersizliğinden doğan işlem ve sıkıntı maliyetleri azalır; buna karşılık nakdin gelir getiren bir yatırımda kullanılamamasından kaynaklanan fırsat maliyeti büyür. Uygun bakiye bu iki maliyetin dengesidir. Asgari ihtiyacın üzerindeki

geçici fazla, gerektiğinde hızla ve değer kaybetmeden nakde çevrilebilen, vadesi kısa ve kredi riski düşük araçlarda değerlendirilir.

Alacak yönetimi, vadeli satışların satış hacmine sağladığı katkı ile alacağa bağlanan fon, tahsilat gideri ve ödenmeme riskini karşılaştırır. Satış koşulu örneğin belirli gün içinde ödeme yapan müşteriye iskonto, daha sonraki nihai tarihte ise tam ödeme öngörebilir. Vadenin uzatılması veya kredi ölçütlerinin gevşetilmesi satışları artırabilir; fakat ortalama tahsil süresini ve şüpheli alacağı da büyütür. Sıkı tahsilat gecikmeyi ve zararı azaltırken müşteri ilişkisi ile satış üzerinde olumsuz etki yaratabilir. Politika değişikliği, ek satıştan doğan katkı ve maliyet tasarrufunun alacaklara yapılan ek yatırımın sermaye maliyeti ile ek şüpheli alacak ve tahsilat giderlerini aşip aşmadığına göre kararlaştırılır. Yaşlandırma tablosu ve ortalama tahsil süresi, gecikmenin kaynağını izlemeye yardımcı olur.

Stok, satın alma ile üretimi ve üretim ile satışı birbirinden bağımsızlaştırarak faaliyet sürekliliği sağlar. Ancak depolama, sigorta, bozulma, eskime ve bağlanan sermaye maliyeti yaratır. Ekonomik sipariş miktarı modeli, sipariş büyüdükçe azalan yıllık sipariş sayısı maliyeti ile büyüyen ortalama stok ve elde bulundurma maliyetini dengeler. Sabit talep, değişmeyen sipariş ve taşıma maliyeti, sabit fiyat ve gecikmesiz tedarik varsayımları altında toplam maliyetin en düşük olduğu miktarı verir.

Gerçekte talep ve teslim süresi belirsizdir. Yeniden sipariş noktası, teslim süresi boyunca beklenen kullanım ile emniyet stokunun toplamıdır. Emniyet stoku beklenmedik tüketim veya tedarik gecikmesinde stoksuz kalmayı önler; fakat ortalama stoğu ve taşıma maliyetini artırır. Sipariş miktarı, sipariş zamanı ve güvence düzeyi birlikte seçildiğinde işletme satış kaybı riski ile likidite ve kârlılık arasında tutarlı bir denge kurabilir.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.6 · Yatırım Projelerinin Değerlemesi

Yatırım Nakit Akışları ve Değerleme Ölçütleri

KISACA

Sermaye bütçelemesi, uzun ömürlü varlık yatırımlarının şirket değerine katkısını değerlendirir. Analiz muhasebe kârına değil, projenin vergi sonrası ek nakit akışlarına dayanır. İlk yatırım tutarına varlığın satın alma ve işletmeye alma giderleriyle işletme sermayesi ihtiyacı eklenir; eski varlığın satış geliri düşülür. Batık maliyetler dışlanır, fırsat maliyeti ve projenin diğer faaliyetlerde doğurduğu etkiler dahil edilir. Faiz ayrıca nakit akışına yazılmaz; finansman maliyeti iskonto oranında temsil edilir.

Ortalama kârlılık ve basit geri ödeme yöntemleri kolaydır fakat paranın zaman değerini ve bazı nakit akışlarını ihmal eder. İskonto edilmiş geri ödeme bu eksikliği kısmen giderir. Net bugünkü değer pozitifse proje değer yaratır; iç verim oranı sermaye maliyetini, kârlılık endeksi biri aşmalıdır. Birbirini dışlayan projelerde ölçek, zamanlama veya çoklu iç verim sorunları varsa net bugünkü değer üstün ölçüttür. Farklı ömürlü alternatifler yıllık eşdeğer değerle, risk ise iskonto oranı veya nakit akışları uyarlanarak karşılaştırılır.

Yatırım projelerinin değerlendirilmesi, bugün yapılacak bir harcamanın gelecekte sağlayacağı nakit yararlarının bu fedakârlığı karşılayıp karşılamadığını inceler. Yeni tesis kurma, kapasite genişletme, eski makineyi yenileme, yeni ürüne veya coğrafi pazara girme, araştırma-geliştirme ve çevre yatırımları sermaye bütçelemesinin kapsamındadır. Duran varlık yatırımları büyük, uzun süre etkili ve çoğu zaman başka kullanıma kolay çevrilemez olduğundan yanlış kararın maliyeti yüksektir.

Projenin ilk yatırım tutarı yalnız satın alma fiyatından oluşmaz. Nakliye, kurulum ve varlığı çalışır hale getirme giderleri, başlangıçta gereken ek stok, alacak ve nakit gibi işletme sermayesi kalemleri ile yenilemede eski varlığı sökme gideri dahil edilir. Eski varlığın satışından elde edilen vergi sonrası gelir ilk çıkışı azaltır. Proje sonunda hurda değeri ve işletme sermayesinin çözülmesi nakit girişi olarak alınır.

Değerleme vergi sonrası ek nakit akışına dayanır. Ek nakit akışı, proje kabul edilirse ortaya çıkacak nakit ile proje reddedilirse oluşacak nakit arasındaki farktır. Geçmişte yapılmış ve karar ne olursa olsun geri alınamayacak araştırma veya hazırlık gideri batık maliyettir ve analize alınmaz. Buna karşılık işletmenin sahip olduğu bir bina projede kullanılıncaya vazgeçilen satış veya kira geliri fırsat maliyetidir. Projenin mevcut ürün satışını azaltması ya da başka bir faaliyeti desteklemesi gibi yan etkiler de hesaba katılır. Yalnız proje nedeniyle artan genel gider payı dahil edilir.

Amortisman nakit çıkışı değildir; fakat vergi matrahını düşürerek vergi kalkını yaratır. İşletme sermayesindeki artış nakit çıkışı, azalış ise nakit girişidir. Finansmanın faizi proje nakit akışına ayrıca konmaz, çünkü borç ve özkaynak maliyeti iskonto oranında temsil edilir; faizi hem akıştan düşmek hem iskonto oranında kullanmak çift sayım olur. Nakit akışlarının zamanı, projenin ekonomik ömrü ve ömür sonu değeri tahminin temel unsurlarıdır.

Ortalama kârlılık oranı, yıllık ortalama muhasebe kârını başlangıç veya ortalama yatırım tutarına böler. Kolay anlaşılır olsa da nakit yerine kâr kullanır ve paranın zaman değerini dikkate almaz. Geri ödeme

süresi, ilk yatırımın nominal nakit girişleriyle kaç yılda karşılandığını gösterir. Likidite ve hızlı geri dönüş hakkında bilgi verir; ancak geri ödeme sonrasındaki nakitleri ve süre içindeki zaman farkını göz ardı eder. İskonto edilmiş geri ödeme, nakitleri sermaye maliyetiyle bugüne indirerek zaman değeri sorununu düzeltir, fakat geri ödeme sonrasını yine dışlar.

Net bugünkü değer, gelecekteki ek nakit akışlarının sermaye maliyetiyle bugüne indirgenmiş toplamından ilk yatırımı çıkarır. Pozitif sonuç proje kabul edildiğinde şirket değerinin artacağını, negatif sonuç değer kaybını gösterir. Birden çok bağımsız proje kaynak elverdiği ölçüde pozitif net bugünkü değerle kabul edilir; birbirini dışlayan projelerde en yüksek pozitif değer tercih edilir. Kârlılık endeksi nakit girişlerinin bugünkü değerini ilk yatırıma böler ve birden büyükse kabul işareti verir; fon kısıtında birim yatırım başına değer üretimini göstermesi yararlıdır.

İç verim oranı net bugünkü değeri sıfıra eşitleyen iskonto oranıdır. Oran sermaye maliyetini aşarsa proje kabul edilebilir. Tek başına bir projenin kabulünde çoğu zaman net bugünkü değerle aynı sonuca ulaşır; fakat birbirini dışlayan projelerde yatırım büyüklüğü veya nakit zamanlaması farklıysa sıralamalar çatışabilir. İç verim yaklaşımı ara nakitlerin aynı yüksek oranla yeniden yatırıldığını varsayar, net bugünkü değer ise sermaye maliyetini kullanır. Ayrıca nakit işaretinin birden çok kez değişmesi birden fazla iç verim oranı üretebilir. Bu durumlarda şirket değerindeki parasal artışı doğrudan ölçen net bugünkü değer esas alınır.

Ekonomik ömürleri farklı ve tekrarlanabilir projeler yıllık eşdeğer net bugünkü değer veya maliyetle ortak bir zaman ölçüsüne çevrilir. Belirsizlikte proje riskine göre iskonto oranı yükseltilebilir ya da risk nakit akışlarının olasılık ve kesinlik eşdeğerlerine yansıtılabilir. Sağlam karar; daha çok, daha erken ve daha az riskli nakit akışını, bütün ek etkileriyle birlikte tutarlı biçimde değerlendirir.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.7 · Birleşme ve Devir

Birleşme Türleri, Sinerji ve Pay Değişimi

KISACA

Birleşme ve satın alma, işletmelerin iç büyüme yerine başka işletmelerle bütünleşerek ölçek, pazar, teknoloji veya finansman avantajı aramasıdır. Birleşmede tarafların eski tüzel kişilikleri yeni bir yapı içinde sona erebilir; devralmada devralan varlığını sürdürür, devrolanın bütün aktif ve pasiflerini üstlenir. Yatay birleşme rakipleri, dikey birleşme aynı üretim zincirindeki işletmeleri, karma birleşme ise farklı faaliyet alanlarını bir araya getirir.

Temel ekonomik gerekçe sinerjidir: Birleşik değer tarafların ayrı değerleri toplamını aşması gerekir. Ölçek ekonomisi, ortak kaynak, daha etkin yönetim, vergi yararı ve düşük finansman maliyeti sinerji yaratabilir; ödenen satın alma primi bu yararı alıcı ile hedef ortakları arasında bölüştürür. Hedef değerlendirirken piyasa, defter, tasfiye ve gelecekteki nakit akışlarına dayanan işleyen teşebbüs değerleri ayrıştırılır. Devir yoluyla birleşmede birleşme oranı şirketlerin ekonomik katkısını, pay değişim oranı ise devrolan bir pay karşılığında verilecek devralan pay sayısını belirler. Kültür çatışması, kontrol kaybı ve gerçekleşmeyen sinerji başlıca risklerdir.

Birleşme ve satın almalar, işletmenin üretim kapasitesini, pazarını veya yetkinliklerini başka bir işletmeyle bütünleşerek büyütmesidir. Birleşmede bağımsız şirketler hukuki ve ekonomik bir bütün oluşturur ve eski tüzel kişilikler yeni yapı içinde sona erebilir. Devralma yoluyla birleşmede ise devralan şirket unvanını ve tüzel kişiliğini sürdürür; devrolan şirket tescille sona ererken bütün varlıkları, borçları, hakları ve yükümlülükleri tasfiye edilmeksizin devralana geçer. Devrolan ortakların ekonomik ilişkisi, devralan şirkette pay almalarıyla devam eder.

Yatay birleşme aynı sektörde ve üretim aşamasında faaliyet gösteren rakip işletmeleri bir araya getirir. Amaç ölçeği büyütme, tekrar eden birimleri azaltmak ve piyasa gücünü artırmak olabilir. Dikey birleşme tedarikçi, üretici veya dağıtıcı gibi aynı değer zincirinin farklı aşamalarındaki işletmeler arasında gerçekleşir; girdi güvencesi, koordinasyon ve dağıtım erişimi sağlayabilir. Karma veya entegre birleşmede faaliyet alanları farklıdır. Bu tür çeşitlendirme gelir dalgalanmasını azaltabilir, fakat yatırımcıların kendi portföylerinde daha düşük maliyetle çeşitlendirme yapabilmesi ve büyük yapının yönetim zorluğu beklenen faydayı sınırlayabilir.

Birleşmenin temel ekonomik ölçüsü sinerjidir. Sinerji varsa birleşik işletmenin değeri, tarafların ayrı ayrı değerleri toplamından büyüktür. Ölçek ekonomisiyle sabit maliyetin daha geniş üretime yayılması, ortak satış ve dağıtım ağları, teknoloji ve uzmanlığın paylaşılması, verimsiz yönetimin değiştirilmesi, vergi avantajı, nakit fazlası ile yatırım fırsatlarının eşleştirilmesi ve daha düşük risk primiyle finansman sağlanması ek değer yaratabilir. Çeşitlendirme tek başına mutlaka sinerji değildir; bütünleşmenin somut nakit artışı veya risk-maliyet azalması üretmesi gerekir.

Satın alma fiyatı bu ek değer taraflar arasında nasıl paylaşıldığını belirler. Hedefin birleşme öncesi bağımsız değeri üzerinde ödenen tutar satın alma primidir ve hedef ortaklarının kazancıdır. Alıcının kazancı, beklenen sinerji değerinden ödediği prim ve işlem maliyetleri çıkarıldıktan sonra kalandır. Prim

sinerjiyi aşarsa işlem toplam faaliyet değeri yaratsa bile alıcı ortakları için değer kaybı doğurabilir. Nakit ödeme işlemi hızlandırır ve sahiplik oranını sulandırmaz; yeni payla ödeme ise nakit ihtiyacını azaltır, fakat sinerji ile gelecekteki riskin hedef ortaklarıyla paylaşılmasına yol açar.

Hedef şirketin değerinde farklı ölçüler aynı anlamı taşımaz. Borsada oluşan piyasa değeri güncel beklentileri yansıtır, ancak geçici piyasa koşullarından etkilenebilir. Defter değeri varlıkların tarihî muhasebe tutarlarına dayanır. Tasfiye değeri varlıkların satılıp borçların ödenmesinden sonra kalanı gösterir ve faaliyetin gelecekteki kazanma gücünü dışlar. İşleyen teşebbüs değeri, gelecekte beklenen nakit akışlarını riske uygun oranla bugüne indirger; şirketin faaliyetini sürdürme kapasitesini değerlendirdiği için birleşme kararında temel ekonomik ölçüdür. Büyüme, temettü, pay fiyatı ve fiyat-kazanç çarpanı yardımcı karşılaştırmalar sağlar.

Devir yoluyla birleşmede birleşme oranı, devralan ve devrolan işletmelerin birleşik ekonomik değere katkılarını ve birleşme sonrası sahiplik yüzdelerini belirler. Uygulamada birleşmeye esas özkaynak veya değerler karşılaştırılır. Devralanın değeri toplam birleşme değerine bölündüğünde devralan ortakların korunacak payı bulunur; bu oran devralanın mevcut sermayesinden hareketle birleşme sonrası sermayeyi ve gerekli sermaye artışını verir. Pay değişim oranı ise artırılacak sermayenin devrolanın sermayesine oranıdır ve devrolan şirketteki bir pay karşılığında kaç devralan payı verileceğini somutlaştırır. Adil oran yalnız aritmetik değil, kullanılan değerlendirme tabanının tutarlılığına da bağlıdır.

Birleşme ölçek, araştırma kapasitesi, pazarlık gücü, finansman erişimi ve gelir istikrarı sağlayabilir. Buna karşılık yönetim kontrolünün seyrelmesi, organizasyon ve kültür çatışması, anahtar çalışan veya müşteri kaybı, entegrasyon giderleri ve verilen garantiler işlemin değerini azaltabilir. En kritik risk, kâğıt üzerinde hesaplanan sinerjinin zamanında gerçekleşmemesidir. Bu nedenle süreçte hedef seçimi, karşılıklı üstünlüklerin analizi, gerçekçi koşullar, dikkatli değerlendirme ve birleşme sonrası entegrasyon planı aynı karar bütününün parçalarıdır.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.8 - Finansal Analiz

Finansal Tabloların Oran, Eğilim ve Nakit Analizi

KISACA

Finansal analiz, bir işletmenin mali durumunu, faaliyet sonuçlarını ve gelişme yönünü finansal tablolardaki ilişkiler üzerinden değerlendirir. Bilanço belirli tarihte varlıklar ile bunların borç ve özkaynak kaynaklarını, gelir tablosu ise bir dönem içindeki gelir, gider ve kâr oluşumunu gösterir. Oranlar tek başına hüküm değildir; geçmiş dönem, sektör, benzer işletme ve muhasebe politikalarıyla karşılaştırılarak yorumlanır.

Likidite oranları kısa vadeli ödeme gücünü, kaldıraç oranları finansman riskini, faaliyet oranları varlıkların satış ve nakde dönüşme hızını, kârlılık oranları marj ile yatırım getirisini ölçer. Nakit dönüşüm süresi alacak ve stok günlerinden ticari borç günlerini çıkarır. DuPont yaklaşımı varlık kârlılığını marj ve devir hızına ayırır; borç maliyetinin altındaki varlık getirisi özkaynak kârlılığını olumsuz etkiler. Dikey analiz kalemleri ortak bir tabana, yatay analiz zaman içindeki değişime göre inceler. Nakit akım analizi tahakkuk kârının ödeme gücüne dönüşüp dönüşmediğini; finansal tablo makyajları ise görünürdeki iyileşmenin gerçekliğini sınar.

Finansal analiz, finansal tablolardaki kalemler arasındaki ilişkileri ve bu ilişkilerin zaman içindeki yönünü inceleyerek işletmenin bugünkü durumunu ve gelecekteki kapasitesini değerlendirmektir. Yönetim karar ve denetim için, kredi verenler borç ödeme gücü için, yatırımcılar ise beklenen getiri ve risk için analiz yapar. Sonuçlar kullanılan muhasebe verisinin kalitesine bağlıdır; farklı stok değerlendirme veya amortisman politikaları karşılaştırmayı bozabileceğinden yöntem değişiklikleri dikkate alınmalıdır.

Gelir tablosu belirli dönemde satışlardan başlayarak satılan malın maliyeti, faaliyet giderleri, diğer gelir ve giderler, finansman gideri ve vergiler yoluyla net kârın nasıl oluştuğunu gösterir. Bilanço belirli bir tarihte statik görünüm sunar. Aktifte dönen ve duran varlıklar, pasifte kısa ve uzun vadeli borçlar ile özkaynak yer alır; varlık toplamı kaynak toplamına eşittir. Bilanço ile gelir tablosu birbirinden kopuk yorumlanamaz, çünkü dönem kârı özkaynağı etkiler ve varlık yatırımı gelirin üretilmesinde kullanılır.

Oran analizi iki tablo kalemi arasındaki matematiksel ilişkiyi anlamlı bir ölçüye dönüştürür. Hesaplanan sayı tek başına iyi veya kötü değildir; geçmiş eğilim, sektör ortalaması, benzer şirket ve iş modeline uygun kabul ölçüsüyle karşılaştırılır. Cari oran dönen varlıkları kısa vadeli borçlara, asit-test oranı stok dışındaki dönen varlıkları kısa vadeli borçlara, nakit oran ise para ve kolay nakde çevrilen araçları kısa vadeli borçlara oranlar. Yüksek likidite güvence sağlayabilir, fakat aşırı stok veya tahsil edilemeyen alacak nedeniyle oluşmuşsa verimsizliği gizleyebilir.

Finansal yapı oranları varlıkların ne ölçüde borçla finanse edildiğini ve sabit ödeme baskısını gösterir. Toplam borcun varlıklara veya özkaynağa oranı yükseldikçe kaldıraç ve mali sıkıntı riski artar; özkaynağın varlıklara oranı ters yönde güvence sağlar. Kısa vadeli ve finansal borcun toplam borç içindeki payı, borcun yalnız miktarını değil vade ve maliyet kalitesini ortaya koyar. Faiz karşılama oranı faiz ve vergi öncesi kârın finansman giderine oranıdır. Nakit çıkışı gerektirmeyen amortismanı ekleyen ölçüm, faiz ödeme kapasitesine daha nakit odaklı bakar.

Faaliyet oranları varlıkların satış ve nakde dönüşme hızını ölçer. Alacak devir hızı kredili satışların ortalama alacağa oranıdır; bunun gün karşılığı ortalama tahsil süresidir. Stok devir hızı satılan malın maliyetini ortalama stoğa oranlar ve gün karşılığı stokta kalma süresini verir. Ticari borç ödeme süresi tedarikçi kredisinin ne kadar kullanıldığını gösterir; aşırı uzama finansman avantajı kadar ödeme güçlüğü işareti de olabilir. Nakit dönüşüm süresi, alacak tahsil süresi ile stokta kalma süresinin toplamından ticari borç ödeme süresinin çıkarılmasıdır. Sürenin uzaması işletme sermayesi ve finansman ihtiyacını büyütür. Sabit ve toplam varlık devir hızları, yatırılan her birim varlığın ürettiği satış düzeyini gösterir.

Kârlılık analizinde brüt, faaliyet, faiz-vergi öncesi, vergi öncesi ve net kâr marjları farklı gider katmanlarının satış içindeki etkisini ayırır. Varlık kârlılığı faaliyet sonucunu toplam yatırıma, özkaynak kârlılığı vergi sonrası net kârı ortakların sermayesine bağlar. DuPont yaklaşımı varlık kârlılığını kâr marjı ile varlık devir hızının çarpımı olarak açıklar; düşük getiri böylece fiyat-maliyet sorunu mu, varlık verimsizliği mi ayırt edilebilir. Borç maliyeti varlık kârlılığının altındaysa kaldıraç özkaynak getirisini yükseltebilir, üstündeyse borç oranı arttıkça ortakların getirisi ve mali güvenlik bozulur.

Büyüme oranlarında enflasyon etkisi çıkarılarak reel satış ve kâr değişimi incelenir. Piyasa oranları muhasebe dışındaki yatırımcı değerlendirmesini yansıtır. Fiyat-kazanç oranı bir birim kâr için ödenen fiyatı, temettü verimi pay başına temettünün piyasa fiyatına oranını, piyasa değeri-defter değeri ise piyasanın muhasebe özkaynağına biçtiği katsayıyı gösterir. Bunlar risk, büyüme beklentisi ve piyasa koşullarına duyarlı olduğundan tek başına yatırım kararı oluşturmaz.

Dikey analiz bilançoda toplam varlığı, gelir tablosunda net satışları yüz kabul ederek yapıyı karşılaştırılabilir kılar. Yatay analiz seçilen baz yıla göre kalemlerin artış ve azalışını izler. Nakit akım analizi faaliyet, yatırım ve finansman hareketlerini ayırır; faaliyetlerin faiz, anapara, leasing taksiti ve temettüyü karşılayıp karşılamadığını gösterir. Kâr yaratıp nakit yaratamayan işletme yeniden borçlanmak zorunda kalabilir. Finansal giderin aktifleştirilmesi, amortisman ayrılmaması, borcun gizlenmesi veya grup içi yapay işlemler gibi tablo makyajları oranları olduğundan iyi gösterebilir. Bu nedenle oran, eğilim ve nakit bulguları birlikte ve eleştirel muhakemeyle yorumlanır.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.9 · Leasing, Faktöring ve Forfaiting

Leasing, Faktöring ve Forfaiting ile Alternatif Finansman

KISACA

Leasing, bir yatırım malının mülkiyeti kiralayanda kalırken kullanım hakkının belirli süre ve kira karşılığında kiracıya bırakılmasıdır. Kiracı varlığı seçer, kiralayan satın alıp teslim eder ve kira ödemelerini tahsil eder. Finansal kiralama ekonomik yarar ve risklerin büyük bölümünü kiracıya aktarırken faaliyet kiralaması daha kısa, iptal edilebilir ve bakım hizmeti içerebilen bir kullanım çözümüdür. Satıp geri kiralama, varlığını satan işletmeye nakit sağlarken kullanımın sürmesini mümkün kılar.

Faktöring, mal veya hizmet satışından doğan kısa vadeli alacağın faktöring şirketine devridir.

Finansman işlevi vadeden önce ön ödeme, hizmet işlevi kayıt ve tahsilat, teminat işlevi ise borçlunun ödememe riskinin üstlenilmesidir; rücu düzeni riskin kimde kaldığını belirler. Forfaiting daha çok orta-uzun vadeli ihracat alacaklarının, ihracatçıya rücu edilmeksizin iskonto edilerek forfaiter tarafından satın alınmasıdır. Genellikle banka garantili bono veya poliçeler kullanılır. Böylece ihracatçı vadeli satışı nakde çevirir ve tahsil riskini devreder.

Leasing, faktöring ve forfaiting, işletmenin klasik borç veya yeni özkaynak dışında varlık kullanımı ya da alacak devri üzerinden finansman sağlamasına imkân verir. Leasing uzun ömürlü yatırım malına erişimi, faktöring kısa vadeli ticari alacakların nakde dönüşmesini, forfaiting ise ağırlıklı orta ve uzun vadeli ihracat alacaklarının kesin satışını düzenler. Üç yöntemin ortak yönü nakit zamanlamasını iyileştirmeleridir; hukuki konu, vade, taraflar ve risk devri bakımından ise birbirlerinden ayrılırlar.

Leasing, bir varlığın kullanım hakkının belirli süre ve bedelle varlık sahibi kiralayandan kullanıcı kiracıya bırakıldığı sözleşmedir. İşletmenin ekonomik ihtiyacı çoğu zaman makinenin mülkiyetine değil üretimde kullanılmasına yöneliktir. Kiracı ihtiyacı olan varlığı ve satıcıyı seçer, kiralama şirketine başvurur, sözleşme yapıldıktan sonra kiralayan varlığı satın alıp kiracıya teslim eder. Kiracı dönemsel kira öder; süre sonunda sözleşmeye göre varlığı iade edebilir, kiralamayı yenileyebilir veya belirlenmiş koşulla satın alabilir.

Leasing işleminde kiralayan, kiracı, satıcı, sözleşme konusu taşınır veya taşınmaz varlık, vade ve kira bedeli temel unsurlardır. Kira tutarı varlığın bedeli, finansman oranı, sözleşme süresi, kiracının kredi değerliliği, vade sonu tahmini değer ve satın alma opsiyonuna göre şekillenir. Ödemeler sabit veya piyasa değişkenine bağlı olabilir; mevsimsel faaliyete uygun takvim kurulabilir. Vade sonunda satın alma bedeli başlangıçta öngörülen kalıntı değer, o tarihteki piyasa değeri veya sembolik bir tutar olabilir.

Finansal kiralama, varlığın ekonomik risk ve yararlarının önemli bölümünü kiracıya aktaran, çoğu kez ekonomik ömrün büyük kısmını kapsayan ve kira ödemelerinin bugünkü değeri varlık değerine yaklaşan yöntemdir. Mülkiyet süre içinde kiralayanda kalsa da vade sonunda düşük bedelle devir seçeneği bulunabilir. Faaliyet kiralaması daha kısa sürelidir; kiralayan yatırımını tek sözleşmede

bütünüyle geri kazanamayabilir, bakım yükünü taşıyabilir ve kiracı teknolojik eskime halinde sözleşmeyi sona erdirmeye esnekliği elde edebilir.

Leasing türleri risk ve hizmet paylaşımını değiştirir. Brüt kiralamada bakım, sigorta ve benzeri yükler kiralayanda, net kiralamada kiracıdadır. Kaldıraçlı kiralamada kiralayan varlık maliyetinin bir bölümünü borçla finanse eder. Dolaylı kiralamada üretici, kiralayan ve kiracı ayrı taraflardır; doğrudan kiralamada üretici kiralayan rolünü üstlenir. Satıp geri kiralamada işletme sahip olduğu varlığı leasing kuruluşuna satarak nakit elde eder ve aynı varlığı kiralarak kullanmayı sürdürür. Açık uçlu sözleşmede vade sonu değer farkı riskinin daha büyük bölümü kiracıya, kapalı uçluda kiralayana aittir.

Leasing kiracıya orta ve uzun vadeli, varlık bedelinin büyük kısmını kapsayabilen finansman, esnek ödeme ve daha sınırlı başlangıç nakdi sağlayabilir. Mülkiyetin kiralayanda kalması teminat yapısını kolaylaştırabilir; varlık satın almaya ayrılacak kaynak faaliyetlerde kullanılabilir. Kiralayan açısından mülkiyet güvence ve düzenli kira akışı sağlar. Bununla birlikte karar yalnız kira tutarına bakılarak verilmez; sözleşmenin bugünkü maliyeti, vergi ve amortisman etkisi, bakım yükü, vade sonu değeri ve satın alma alternatifinin finansman maliyeti karşılaştırılır.

Factoring, satıcının mal veya hizmet satışından doğmuş ya da belgelenebilir biçimde doğacak kısa vadeli alacağını factoring şirketine devretmesidir. Müşteri konumundaki satıcı, borçlu alıcı ve factoring şirketi temel taraflardır. Faktör alıcının kredi değerliliğini inceleyip limit belirler, fatura konusu alacağı devralır, sözleşmeye göre bedelin önemli bir bölümünü önceden öder ve vadede tahsilattan sonra kalan tutarı ücretler düşülerek satıcıya aktarır.

Factoringin finansman işlevi alacağın vadeden önce nakde çevrilmesi, hizmet işlevi müşteri ve borçlu hesaplarının tutulması ile tahsilatın yönetilmesi, teminat işlevi ise borçlunun ödeme riskinin faktörce üstlenilmesidir. Tam factoring bu işlevlerin tümünü içerebilir. Rücu edilebilir işlemde borçlu ödemezse faktör satıcıdan bedeli isteyebilir; rücusuz işlemde onaylanan ticari risk faktörde kalır. Açık factoringde devir borçluya bildirilir ve ödeme faktöre yapılır, örtülü işlemde borçlu devri bilmeden satıcıya öder. Uluslararası factoringde ihracatçı ve ithalatçı faktörleri de yapıya katılabilir.

Forfaiting, vadeli ihracattan doğan belirli ödeme planlı alacakların forfaiter tarafından ihracatçıya rücu hakkı olmadan iskonto edilerek satın alınmasıdır. İşlemde ihracatçı, ithalatçı, borcu aval veya garantiyle destekleyen banka ve alacağı satın alan forfaiter bulunur. İhracatçı malları teslim edip banka garantili bono veya poliçeleri alır, sonra bu senetleri iskonto ettirerek vadeyi beklemeden nakde ulaşır. Forfaiter alacağın tahsil edilememeye riskini üstlenir. Factoring çoğunlukla kısa vadeli ve sürekli ticari alacak hizmeti sunarken forfaiting daha uzun vadeli, sabit faizli, tekil ihracat işlemlerinde kesin risk devrine dayanır.

8. TİCARET HUKUKU

İçindekiler

8.1 - Türk Ticaret Kanununun Ticaret Şirketlerine İlişkin Genel Hükümleri (Madde 124 – 210)

Ticaret Şirketlerine İlişkin Genel Hükümler: Ortak Özellikler, Sermaye ve Yapısal Değişiklikler

KISACA

Türk Ticaret Kanunu, ticaret şirketlerini beş türle sınırlar: kollektif, komandit, anonim, limited ve kooperatif. Bunlardan kollektif ile komandit şirketler şahıs şirketi; anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ise sermaye şirketi sayılır. Ticaret şirketi kabul edilen kooperatif bu ikili ayrımın dışında tutulur. Kanunun 124 ilâ 210. maddeleri arasındaki genel hükümler, aksine özel bir düzenleme bulunmadıkça bütün bu şirketlere uygulanır. Bölümün taşıyıcı fikri, ticaret şirketlerinin tamamının tüzel kişiliğe sahip olması, yalnızca kanunda sayılan türlerle kurulabilmesi ve hak ehliyetinin artık işletme konusuyla sınırlı olmamasıdır; yani ultra vires teorisi terk edilmiştir. Ortakların hepsi şirkete sermaye koyma borcu altındadır ve bu borcun konusu, ifası ile ifa edilmemesinin yaptırımları ayrıntıyla düzenlenir. Genel hükümler ayrıca şirketlerin birleşme, bölünme ve tür değiştirme yoluyla yapısal olarak dönüşmesini ve bir hâkim şirketle ona bağlı şirketlerden oluşan şirketler topluluğunu düzenler. Bu çerçevede, sonraki her şirket türünün üzerine oturduğu ortak zemini verir ve buradaki kavramlar netleştirildiğinde ileriki başlıklar çok daha kolay anlaşılır.

Türk Ticaret Kanunu'nun ikinci kitabı ticaret şirketlerine ayrılmıştır ve daha en başında bu şirketlerin kollektif, komandit, anonim, limited ve kooperatif şirketlerden ibaret olduğunu hükme bağlar. Bu beş türün kendi içinde bir sınıflandırması vardır: kollektif ile komandit şirketler şahıs şirketi, anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ise sermaye şirketi sayılır. Ticaret şirketi olarak kabul edilen kooperatif ise bu şahıs-sermaye ayrımının dışında tutulur. Kanunun 124 ilâ 210. maddeleri arasındaki genel hükümler, aksine özel bir düzenleme bulunmayan hâllerde tüm şirketler için uygulama alanı bulur; bu hükümler şirketlerin türlerini, tüzel kişilik ve ehliyetlerini, sermayeye ilişkin kuralları, birleşme ve bölünme ile tür değiştirme gibi yapısal değişiklikleri, şirketler topluluğunu ve nihayet Ticaret Bakanlığı'nın düzenleme ve denetleme yetkisini kapsar. Ticaret ortaklıklarına ilişkin Kanunda hüküm bulunmayan hâllerde ise Türk Medenî Kanunu'nun tüzel kişilere ilişkin genel hükümleri ile Türk Borçlar Kanunu'nun adi şirketlere ilişkin hükümleri, nitelikleri uygun düştüğü ölçüde genel hüküm olarak devreye girer.

Ticaret şirketlerinin ilk ortak özelliği, tamamının tüzel kişiliğe sahip olmasıdır; bu yönüyle tüzel kişiliği bulunmayan adi şirketten ayrılırlar. Tüzel kişilik, şirketin ortaklarından bağımsız bir hak süjesi hâline gelmesini, kendi özel malvarlığına ve ticaret unvanına sahip olmasını, bir tabiiyet kazanmasını ve hak ile fiil ehliyetine sahip olmasını sağlar. İkinci ortak özellik sınırlı sayı ilkesidir: gerçek ve tüzel kişiler ancak Kanunda sayılan türlerde bir ticaret şirketi kurabilir, bu türlerin karakteristik özelliklerini karıştırarak yeni bir tip yaratamazlar. Bir ortaklık, ticaret şirketi türlerine özgü ayırt edici nitelikleri taşııyorsa Türk Borçlar Kanunu anlamında adi ortaklık sayılır.

Üçüncü ortak özellik, hak ehliyetinin işletme konusuyla sınırlı olmamasıdır. Eski dönemde şirketin ehliyeti sözleşmedeki işletme konusuyla sınırlıydı ve bu konunun dışında kalan işlem yok hükmünde

sayılıyordu; İngiliz hukukundan gelen bu yaklaşım ultra vires teorisi olarak anılıyordu. Avrupa Birliği düzenlemelerinin etkisiyle yeni Kanun bu teoriyi terk etmiş, ticaret şirketlerinin Türk Medenî Kanunu'nun 48. maddesi çerçevesinde cinsiyet, yaş ve hısımlık gibi yaradılış gereği insana özgü niteliklere bağlı olanlar dışındaki bütün haklardan yararlanabileceğini ve borçları üstlenebileceğini kabul etmiştir. Bunun anonim şirketlere özgü görünümü, temsile yetkili olanların işletme konusu dışında üçüncü kişilerle yaptığı işlemlerin de kural olarak şirketi bağlayacağı; ancak üçüncü kişinin işlemin işletme konusu dışında olduğunu bildiği ya da durumun gereğinden bilebilecek durumda olduğu ispatlanırsa şirketin bağlı olmayacağı biçimindedir. Şirket esas sözleşmesinin tescil ve ilan edilmiş olması, bu hususun ispatı bakımından tek başına yeterli delil sayılmaz.

Şirketin zorunlu bir unsuru olan sermaye, ortaklara şirkete karşı bir sermaye koyma borcu yükler. Kanunun 127. maddesi sermaye olarak getirilebilecek değerleri örnekleyici biçimde sayar: para, alacak, kıymetli evrak ve sermaye şirketlerine ait paylar; fikrî mülkiyet hakları; taşınır ve her çeşit taşınmaz ile bunların faydalanma ve kullanma hakları; kişisel emek; ticari itibar; ticari işletmeler; haklı olarak kullanılan devredilebilir elektronik ortamlar ile devrolunabilen ve nakden değerlendirilebilen her türlü değer bu kapsamdadır. Ticaret şirketleri arasında anonim ve limited şirketler için asgari bir sermaye zorunluluğu öngörülmüştür. Esas sermaye sistemini benimsemiş anonim şirketlerde asgari sermaye iki yüz elli bin, kayıtlı sermaye sistemini kabul eden halka kapalı şirketlerde beş yüz bin Türk Lirasıdır; limited şirketin kurulabilmesi için ise en az elli bin Türk Lirası gerekir. Anonim şirketlerde kişisel emek, ticari itibar ve vadesi gelmemiş alacaklar sermaye olamaz; aynı sermaye olarak konulacak unsurların üzerinde sınırlı bir aynı hak, haciz ve tedbir bulunmamalı, bunların nakden değerlendirilebilir ve devrolunabilir nitelikte olması gerekir.

Sermaye koyma borcunun ifası taahhüt ve tasarruf olmak üzere iki aşamalıdır ve getirilen değer in türüne göre özel kurallara tabidir. Taşınmaz sermaye olarak konulduğunda şirket sözleşmesindeki bu yöndeki hükümler resmî şekil aranmaksızın geçerli olur; taşınmaz tapuya şerh verildiği anda aynı sermaye sayılır ve şirketin üzerinde tasarruf edebilmesi için tapu siciline tescili gerekir. Aynı sermaye olarak konulan varlıklara, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişilerce değer biçilmesi zorunludur. Nakden taahhüt edilen payların itibarî değerlerinin en az yüzde yirmi beşi tescilden önce, geri kalanı ise şirketin tescilini izleyen yirmi dört ay içinde ödenir. Sermaye koyma borcunu yerine getirmeyen ortağa karşı şirket ifayı dava edebilir, gecikme nedeniyle tazminat ve temerrüt faizi isteyebilir. Anonim şirketlere özgü bir yaptırım olarak ıskat müessesesi düzenlenmiştir: yönetim kurulu, temerrüde düşen pay sahibine bir aylık süre veren bir ihtarda bulunur, buna rağmen ödeme yapılmazsa pay sahibini iştirak taahhüdünden ve yaptığı kısmi ödemelerden doğan haklarından yoksun bırakabilir ve payı satarak yerine başkasını alabilir; esas sözleşmede hüküm bulunması hâlinde ayrıca sözleşme cezası da istenebilir.

Ortakların kişisel ilişkilerinden doğan borçları bakımından, alacaklıların şirket üzerindeki haklara ne ölçüde başvurabileceği de genel hükümler arasında düzenlenmiştir. Şahıs şirketlerinde bir ortağın kişisel alacaklısı, şirket devam ettiği sürece yalnızca o ortağa düşen kâr payından, şirket fesholunmuşsa tasfiye payından alacağını alabilir. Sermaye şirketlerinde, dolayısıyla anonim şirketlerde ise alacaklılar bunun yanında ortağa ait payların icra ve iflas Kanunu'nun taşınırlara ilişkin

hükümleri uyarınca haczedilmesini ve paraya çevrilmesini de isteyebilirler. Her hâlde bu özel hükümler, borçlu ortağın şirket dışındaki mallarına başvurmaya engel değildir.

Genel hükümlerin geniş bir bölümü, şirketlerin birleşme, bölünme ve tür değiştirme yoluyla yapısal olarak dönüşmesine ayrılmıştır. Birleşme, bir ya da daha çok ticaret şirketinin malvarlıklarının tasfiye edilmeksizin mevcut veya yeni kurulan bir şirket tarafından devralınması ve devrolunan şirketin ortaklarının önceden belirlenen bir değişim oranına göre devralan şirkette pay sahibi olmasıdır; devralma ve yeni kuruluş olmak üzere iki türü vardır. Birleşmenin ticaret siciline tescili ile devrolunan şirketin bütün aktif ve pasifi kendiliğinden devralan şirkete geçer; buna küllî halefiyet ilkesi denir ve devrolunan şirket tescille infisah eder. Bölünme tam veya kısmi olabilir; tür değiştirmede ise şirket tasfiye edilmeksizin başka bir türe dönüşür ve yeni türe dönüşen şirket eskisinin devamı sayılır. Bu işlemlerin tümüne hâkim olan temel ilke, ortaklık paylarının ve haklarının korunmasıdır. Ortaklar bu ilke uyarınca uygun bir denkleştirme akçesinin saptanmasını inceleme davasıyla, kanuna aykırı bir yapısal değişiklik kararının iptalini iptal davasıyla, işleme katılanların kusurlu davranışlarından doğan zararların tazminini ise sorumluluk davasıyla talep edebilirler.

Genel hükümlerin son bölümü şirketler topluluğunu düzenler. Bir ticaret şirketi, diğer bir ticaret şirketinin oy haklarının çoğunluğuna sahipse, şirket sözleşmesi uyarınca yönetim organında karar çoğunluğunu oluşturan üyeleri seçtirebiliyorsa, bir sözleşmeye dayanarak oy çoğunluğunu oluşturuyorsa ya da bir sözleşme veya başka bir yolla onu hâkimiyeti altında tutabiliyorsa, birinci şirket hâkim, diğeri bağlı şirkettir; bunlar birlikte şirketler topluluğunu oluşturur ve hâkim ana, bağlı yavru şirket konumundadır. Bir teşebbüs, bir sermaye şirketinin sermayesinin yüzde beş, on, yirmi, yirmi beş, otuz üç, elli, altmış yedi veya yüzde yüzünü temsil eden paylarına ulaştığında ya da payları bu eşiklerin altına düştüğünde durumu on gün içinde bildirmekle yükümlüdür. Hâkim şirket, hâkimiyetini bağlı şirketi kayba uğratabilecek şekilde kullanamaz; kayıp o faaliyet yılı içinde denkleştirilmez veya denk bir istem hakkı tanınmazsa bağlı şirketin pay sahipleri ve alacaklıları zararın tazminini isteyebilirler. Hâkim şirket, doğrudan veya dolaylı olarak bir sermaye şirketinin paylarının ve oy haklarının en az yüzde doksanına sahipse ve azlık şirketin çalışmasını engelliyor, dürüstlük kuralına aykırı davranıyorsa azlığın paylarını satın alabilir. Ayrıca hâkim şirket, topluluk itibarının topluma veya tüketiciye güven veren bir düzeye ulaştığı hâllerde bu itibarın kullanılmasının uyandırdığı güvenden de sorumlu tutulur. Bütün bu düzenlemelerin üstünde, genel hükümler bölümünün son maddesiyle Ticaret Bakanlığı'na ticaret şirketlerine ilişkin genel bir düzenleme ve denetleme yetkisi tanınmıştır.

8. TİCARET HUKUKU

İçindekiler

8.2 · Türk Ticaret Kanununun Anonim Şirketlere İlişkin Hükümleri (Madde 329 – 562)

Anonim Şirketler: Tanımı, Kuruluşu, Organları ve Pay Yapısı

KISACA

Anonim şirket, sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan bir sermaye şirkettir. Pay sahibi, taahhüt ettiği sermaye borcunu şirkete karşı ödemekle yükümlüdür ve bunun dışında şirket borçlarından sorumlu değildir; buna tek borç ilkesi denir. Şirketi bir tek kurucu dahi kurabilir ve tüzel kişilik, esas sözleşmenin ticaret siciline tesciliyle doğar. Esas sermaye sistemini benimseyen şirketlerde asgari sermaye iki yüz elli bin, kayıtlı sermaye sistemini benimseyen halka kapalı şirketlerde beş yüz bin Türk Lirasıdır. Anonim şirketin iki zorunlu organı vardır: karar organı olan genel kurul ve idare ile temsil organı olan yönetim kurulu; aralarında işlev ayrılığı ilkesi geçerlidir, yani genel kurul üst organ değildir. Şirket; çoğunluk, eşit işlem, malvarlığının ve sermayenin korunması, kamuyu aydınlatma ve emredici hükümler gibi ilkelerle yönetilir. Sermayenin bölündüğü en küçük birim olan pay, aynı zamanda ortaklık hakkını temsil eden bir menkul kıymettir. Bu özet, anonim şirketin tanımını, kuruluşunu, organlarının işleyişini ve pay yapısını bir bütün olarak kavramanın çerçevesini sunar.

Anonim şirket, Kanunun 329. maddesindeki tanıma göre sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirkettir. Bu tanımın içinde şirketin temel unsurları saklıdır. Esas sermayenin belirli olması, önceden tespit edilmiş ve kendiliğinden değişmez olması demektir; paylara bölünmüş olması ise sermayenin, her biri pay sahibinin katılım oranını gösteren ve itibarî değer taşıyan eşit birimlere ayrılmasıdır. Şirketin borçlarından yalnız malvarlığıyla sorumlu olması, ayrı bir hukuk süjesi olan tüzel kişinin bütün malvarlığıyla ve sınırsız olarak sorumlu tutulmasını ifade eder. Buna karşılık pay sahibi, yalnızca taahhüt ettiği sermaye payı ile ve sadece şirkete karşı sorumludur; taahhüt ettiği borcu gereği gibi ödendiğinde şirkete karşı sorumluluğu da sona erer. Öğretide tek borç ilkesi olarak anılan bu kural, esas sözleşmeyle pay sahibine, payın itibarî değerini aşan prim ifası dışında borç yükletilemeyeceği biçiminde de vurgulanmıştır. Bunun bir sonucu olarak ortakların şirket alacaklılarına karşı herhangi bir sorumluluğu bulunmaz; taahhüt edilen sermaye getirilmese bile alacaklıların dava açıp bunun kendilerine ödenmesini isteme hakkı yoktur.

Anonim şirket bizzat tacir sayılır ve buna bağlı olarak kanuna uygun bir ticaret unvanı seçip tescil ettirmek zorundadır; unvanın çekirdek unsurları işletme konusu ile şirketin türünü gösteren anonim şirket ibaresidir. Şirket, kanunen yasaklanmamış her türlü ekonomik amaç ve konu için kurulabilir; en temel amacı kâr elde etmektir. Bir anonim şirketin kurulabilmesi için tek bir pay sahibi yeterlidir ve bu kişi gerçek ya da tüzel kişi olabilir; ancak şirket, tek pay sahibi kendisi olacak şekilde kendi paylarının tamamını iktisap edemez. Tüzel kişilik, şirketin ticaret siciline tescili ile doğar. Pay sahiplerinin şirket borçlarından şahsen sorumlu olmadığı bu türde alacaklıların korunması amacıyla asgari bir sermaye öngörülmüştür: esas sermaye sistemini benimseyen şirketlerde iki yüz elli bin, kayıtlı sermaye sistemini

benimseyen halka kapalı şirketlerde beş yüz bin, kayıtlı sermaye sistemindeki halka açık şirketlerde ise Kurul düzenlemesiyle çok daha yüksek bir tutar aranır.

Anonim şirketler bir dizi temel ilkeyle yönetilir. Çoğunluk ilkesi gereği kararlar kural olarak salt çoğunlukla alınır, bazı hâllerde ise nitelikli çoğunluk aranır. Malvarlığının ve sermayenin korunması ilkesi, sınırlı sorumlu bir şirkette alacaklıları koruma amacına dayanır ve bu ilkeye aykırı yönetim kurulu ile genel kurul kararlarının butlanla sakatlanmasına kadar varır. Emredici hükümler ilkesine göre esas sözleşme, Kanunun anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak Kanunda buna açıkça izin verilmişse sapabilir; yani kural emredicilik, istisna irade serbestisidir. Eşit işlem ilkesi, pay sahiplerinin eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulmasını gerektirir ve muhatabı öncelikle yönetim kuruludur. Pay sahiplerinin şirkete borçlanması ise kural olarak yasaktır; ancak sermaye taahhüdünden doğan vadesi gelmiş borçlar ifa edilmiş ve şirketin serbest yedek akçelerle birlikte kârı geçmiş yıl zararlarını karşılayacak düzeydeyse borçlanma mümkün olur. Son olarak oransallık ilkesi, pay sahipliği haklarının kural olarak sermayeye katılım oranına göre belirlendiğini ifade eder.

Anonim şirketin kurucusu, pay taahhüt edip esas sözleşmeyi imzalayan gerçek veya tüzel kişidir. Olağan kuruluş yolu öğretide anı kuruluş olarak anılır; kurucuların, sermayenin tamamını ödemeyi şartsız taahhüt ettikleri ve imzaları noterce onaylanan esas sözleşmede anonim şirket kurma iradelerini açıklamalarıyla kurulur. İmzaların noterce onaylanmasıyla, tescile kadar sürecektir olan ön şirket aşamasına geçilir; bu aşamada henüz tüzel kişilik yoksa da esas sözleşme ve Kanunun anonim şirket hükümleri kurucular arası ilişkilere uygulanmaya başlar. Kuruluştaki sermaye kısmen veya tamamen ödenir, şirket Bakanlık iznine tabiyse izin alınır ve esas sözleşmenin tamamı ticaret siciline tescil edilerek şirket tüzel kişilik kazanır; ardından Ticaret Sicili Gazetesinde ilan yapılır. Sermayenin kısmen veya tamamen aynı sermayeden oluşması, kuruluşta bir işletme ya da ayın devralınması veya kuruculara özel menfaatler sağlanması hâllerinde basit değil, ek işlemler ve değerlendirme gerektiren nitelikli kuruluş söz konusu olur. Kanun, kuruculara şirket sermayesinin azalması sonucunu doğurabilecek bir menfaat tanınmasını yasaklamakla birlikte, dağıtılabilir kârdan belirli bir orana kadar kurucu intifa senetleri oluşturulmasına izin vermiştir.

Anonim şirket organları aracılığıyla yönetilir ve dış dünyada temsil edilir. Zorunlu iki organı, karar organı olan genel kurul ile idare ve temsil organı olan yönetim kuruludur; bu organlar arasında işlev ayrılığı ilkesi geçerlidir, yani genel kurul üst organ değildir, yönetim kurulu kararları genel kurulun onayına sunulamaz ve yönetim kurulunun sorumluluğu genel kurul kararıyla kaldırılamaz. Yönetim kurulu, esas sözleşmeyle atanmış veya genel kurulca seçilmiş bir ya da daha fazla kişiden oluşur; tek kişilik bir yönetim kurulu da mümkündür. Yönetim kurulu, kanun ve esas sözleşme uyarınca genel kurula bırakılanlar dışında, işletme konusunun gerçekleştirilmesi için gerekli her türlü iş ve işlem hakkında karar almaya yetkilidir. Bazı görev ve yetkileri devredilemez ve vazgeçilemez niteliktedir; şirketin üst düzeyde yönetimi, yönetim teşkilatının belirlenmesi, finansal planlama düzeninin kurulması, üst düzey yöneticilerin atanıp görevden alınması ve gözetimi, defter ve raporların tutulması ile borca batıklık durumunda mahkemeye bildirimde bulunulması bunlar arasındadır. Yönetim kurulu, son yıllık bilançodan sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının yarısının zarar sebebiyle karşılıksız kaldığını anladığında genel kurulu hemen toplantıya çağırıp iyileştirici önlemler sunmak; üçte ikisinin karşılıksız

kaldığı hâlde ise genel kurul sermayeyle yetinme ya da sermayenin tamamlanması kararını vermezse şirketin kendiliğinden sona ermesiyle karşılaşmak durumundadır.

Genel kurul, şirketin karar merciidir ve yetkileri kural olarak Kanunda açıkça öngörülen hâllerle sınırlıdır. Devredilemez görev ve yetkileri arasında esas sözleşmenin değiştirilmesi, yönetim kurulu üyelerinin seçimi ile ibrası ve görevden alınması, denetçinin seçimi, finansal tablolar ile yıllık kâr üzerinde tasarrufa ilişkin kararların alınması, şirketin feshi ve önemli miktarda şirket varlığının toptan satışı yer alır. Genel kurul olağan olarak her faaliyet döneminin sonundan itibaren üç ay içinde toplanır, gerektiğinde olağanüstü toplantı da yapılabilir; bütün payların sahipleri itiraz etmezse çağrı usulüne uyulmaksızın çağrısız da toplanabilir. Adi toplantı yetersayısı, sermayenin en az dörtte birini karşılayan payların temsil edilmesidir ve kararlar toplantıda hazır bulunan oyların çoğunluğuyla alınır. Esas sözleşmeyi değiştiren kararlar için ilk toplantıda sermayenin en az yarısı, elde edilemezse ikinci toplantıda en az üçte biri aranır; işletme konusunun tamamen değiştirilmesi, imtiyazlı pay oluşturulması ve nama yazılı payların devrinin sınırlandırılması gibi kararlarda sermayenin en az yüzde yetmiş beşinin olumlu oyu, şirket merkezinin yurt dışına taşınması gibi kararlarda ise oybirliği gerekir. Genel kurul kararlarının sakatlığı üç yaptırımı gündeme getirir: toplantı ve karar yetersayılarına aykırılık gibi kurucu unsur eksikliklerinde yokluk; pay sahibinin vazgeçilemez haklarını sınırlayan, şirketin temel yapısını bozan veya sermayenin korunması hükümlerine aykırı kararlarda butlan; kanuna, esas sözleşmeye ya da dürüstlük kurallarına aykırılık hâlinde ise karar tarihinden itibaren üç aylık hak düşürücü süre içinde açılabilen iptal davası.

Anonim şirketin kanuni tanımında yer alan pay, şirket sermayesinin bölündüğü en küçük birimi ve aynı zamanda ortaklık hakkını temsil eden menkul kıymeti ifade eder. Payın itibârî değeri en az bir kuruştur ve ancak birer kuruş ve katları olarak yükseltilebilir; itibârî değer altında pay çıkarılamaz, ancak esas sözleşmede hüküm veya genel kurul kararı bulunması hâlinde itibârî değer üzerinde primli pay ihracı mümkündür. Pay senetleri hamiline veya nama yazılı olabilir; bedelleri tamamen ödenmemiş paylar için hamiline yazılı pay senedi çıkarılamaz. Hamiline yazılı payların devri zilyetliğin geçirilmesi ve Merkezi Kayıt Kuruluşuna yapılacak bildirimle, nama yazılı payların devri ise ciro ve zilyetliğin geçirilmesiyle gerçekleşir; nama yazılı payın devrinin şirkete karşı ileri sürülebilmesi için pay defterine kaydedilmesi gerekir. Pay sahipliği hakları geleneksel olarak yönetsel ve malvarlıksal haklar biçiminde ikiye ayrılır. Genel kurula katılma, oy kullanma, kararların yokluğunu, butlanını veya iptalini isteme, sorumluluk davası açma, bilgi alma ve inceleme ile özel denetçi atanmasını isteme yönetsel hakların; kâr payı, tasfiye bakiyesine katılma ve rüçhan hakkı ise malvarlıksal hakların başlıcalarıdır. Bu hakların bir kısmı sermayeye katılım oranından bağımsız olarak tek bir paya sahip pay sahibi tarafından dahi kullanılabilirken, oy ve kâr payı gibi haklarda oransallık ilkesi işler.

9. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

9.1 • Muhasebenin Temel Kavramları, İlkeleri ve Genel Muhasebe

Muhasebenin Kavramsal Temeli ve Kayıt Düzeni

KISACA

Muhasebe, işletmenin para ile ifade edilebilen işlemlerini belgeye dayalı olarak kaydeden, sınıflandıran, özetleyen ve yorumlayan bilgi sistemidir. Bilanço belirli bir tarihte varlıklar ile bunların borç ve özkaynak kaynaklarını; gelir tablosu ise bir dönemin gelir, gider ve sonucunu gösterir. Varlıklar eşittir borçlar artı özkaynaklar denklemi çift taraflı kaydın temelidir.

Sosyal sorumluluk, kişilik, süreklilik, dönemsellik, parayla ölçülme, maliyet esası, tarafsızlık ve belgelendirme, tutarlılık, tam açıklama, ihtiyatlılık, önemlilik ve özün önceliği kavramları kayıt ve raporlama tercihlerini yönlendirir. Muhasebe süreci açılış kaydıyla başlayıp günlük defter, büyük defter ve geçici mizan üzerinden dönem sonu envanter ve düzeltme kayıtlarına ilerler; kesin mizan, finansal tablolar ve kapanış kayıtlarıyla tamamlanır. Tekdüzen hesap planında hesap sınıfı, hesap grubu ve ana hesap kodları ortak bir kayıt dili kurar.

Muhasebe yalnızca defter tutma tekniği değil, ekonomik olayları karar verilebilir bilgiye dönüştüren bir sistemdir. İşletmenin para ile ifade edilebilen işlemleri önce belge ve diğer kanıtlarla saptanır, sonra zaman sırasına göre kaydedilir, benzer niteliklerine göre sınıflandırılır ve finansal tablolarda özetlenir. Son aşamada üretilen bilgi analiz edilip yorumlanır. Bu zincir, işletme yönetimi kadar ortaklar, yatırımcılar, kredi verenler, çalışanlar ve kamu kurumları için de işletmenin mali durumu ile faaliyet sonucunu anlaşılır hâle getirir.

Finansal durum tablosu, geleneksel adıyla bilanço, belirli bir tarihte işletmenin varlıklarını ve bu varlıkların hangi kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Temel denklem varlıklar eşittir borçlar artı özkaynaklar biçimindedir. Her işlem bu eşitliği koruyacak şekilde en az iki hesabı etkilediğinden çift taraflı kayıt sistemi doğar. Gelir tablosu ise bir tarih fotoğrafı değil, belirli bir dönemde oluşan gelir ve giderlerin akışını ve bunların sonucundaki kâr veya zararı açıklar. Nakit akış tablosu nakdin işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerinden nasıl doğup kullanıldığını; özkaynak değişim tablosu ise dönem içindeki sermaye hareketleri ile kapsamlı sonuçların özkaynak üzerindeki etkisini tamamlar.

Muhasebe bilgisinin kayıt, sınıflandırma ve raporlama işlevi yönetimin hesap verme sorumluluğuna da hizmet eder. Kayıt düzeni işletmede var olan her şeyi değil, finansal tablolara alınma koşullarını karşılayan ekonomik olayları işler. Buna karşılık kayıt dışında kalan fakat kullanıcı kararını etkileyen önemli hususlar dipnotlarla açıklanabilir. Bu ayırım, muhasebe ile raporlamanın yalnız tutar üretmekten ibaret olmadığını; sınıflandırma, dönem seçimi, ölçüm ve açıklamanın birlikte yargı gerektirdiğini gösterir.

Muhasebenin temel kavramları, tek tek kayıtların ötesinde bütün sistemin davranış kurallarıdır. Sosyal sorumluluk, muhasebe bilgisinin hazırlanmasında yalnız işletme sahibinin değil tüm ilgililerin çıkarlarının gözetilmesini gerektirir. Kişilik kavramı işletmeyi sahiplerinden ve diğer kişilerden ayrı bir muhasebe birimi sayar. İşletmenin sürekliliği, faaliyetlerin öngörülebilir gelecekte devam edeceği varsayımını

kurar; dönemsellik bu süresiz yaşamı karşılaştırılabilir raporlama dönemlerine böler. Parayla ölçülme, ortak ölçü birimi yaratırken para ile güvenilir biçimde ifade edilemeyen olayların doğrudan kayda alınamayacağını anlatır.

Maliyet esası, para mevcudu ve alacaklar dışında varlıkların kural olarak elde etme maliyeti üzerinden kaydını temel alır. Tarafsızlık ve belgelendirme, kayıtların gerçeği yansıtan nesnel belgelere dayanmasını ister. Tutarlılık, benzer olaylarda seçilen yöntemlerin dönemler arasında korunmasını ve yöntem değişirse etkinin açıklanmasını sağlar. Tam açıklama, finansal tablo kullanıcılarının kararını etkileyebilecek bilginin yeterli biçimde sunulmasını gerektirir. İhtiyatlılık belirsizlik altında temkinli davranmayı, fakat gizli yedek veya kasıtlı düşük değer yaratmamayı ifade eder. Önemlilik, bir kalemin sunulmuş veya sınıflandırma kararını kullanıcı kararını etkileme gücüne bağlar. Özün önceliği ise işlemin hukuki biçimi ile ekonomik gerçeği ayrıştığında muhasebeleştirmede ekonomik gerçeğin esas alınmasını sağlar.

Hesap, aynı nitelikteki artış ve azalışların izlendiği kayıt birimidir. Varlık hesaplarında artışlar genellikle borç, azalışlar alacak tarafına; borç ve özkaynak hesaplarında bunun tersi yönde kaydedilir. Gelir hesapları özkaynağı artıran, gider hesapları azaltan hareketleri temsil eder. Bir hesabın borç ve alacak toplamaları arasındaki fark hesap kalanıdır. Günlük defter işlemleri tarih sırasıyla ve karşılıklı hesap ilişkisi içinde gösterir; büyük defter aynı hareketleri hesap bazında toplar. Mizan, hesapların borç ve alacak toplamaları ile kalanlarını karşılaştırarak matematiksel eşitliği denetler, ancak her muhasebe hatasını tek başına ortaya çıkarmaz.

Tekdüzen hesap planı, farklı işletmelerin aynı ekonomik olayları ortak hesap sınıfları ve kodlarıyla izlemesine yardımcı olur. Dönen ve duran varlıklar bilançonun aktifini; kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar ile özkaynaklar pasifini oluşturur. Gelir tablosu hesapları faaliyet sonucunu, maliyet hesapları mal ve hizmet maliyetinin oluşumunu izler. Kodlamada ilk rakam hesap sınıfını, ikinci rakam hesap grubunu, üçüncü rakam ana hesabı belirtir. Bununla birlikte hesap planı mekanik bir ezber değildir; doğru hesabı seçmek işlemin ekonomik niteliğini, vadesini ve işletmeye etkisini anlamayı gerektirir.

Muhasebe dönemi açılış bilançosu ve açılış kaydıyla başlar. Belgelenen günlük işlemler yevmiye defterine kaydedilir, büyük deftere aktarılır ve geçici mizan hazırlanır. Dönem sonunda önce muhasebe dışı envanterle varlık ve borçların fiilî durumu sayım, ölçüm, değerlendirme ve mutabakat yoluyla belirlenir. Ardından kayıtlı durum ile gerçek durum arasındaki farklar muhasebe içi envanter ve düzeltme kayıtlarıyla giderilir; tahakkuklar, amortismanlar, karşılıklar ve dönem ayırıcı işlemler ilgili döneme yerleştirilir. Kesin mizan sonrasında finansal tablolar hazırlanır, sonuç hesapları devredilir ve kapanış kayıtları yapılır. Böylece belgeden başlayan süreç, dengeli kayıt düzeni ve temel kavramların rehberliğinde güvenilir finansal rapora dönüşür.

9. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

9.2.1 • Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve

Finansal Raporlamanın Kavramsal Çerçevesi

KISACA

Genel amaçlı finansal raporlamanın hedefi mevcut ve potansiyel yatırımcılar, borç verenler ve diğer kreditorlere işletmeye kaynak sağlama kararlarında yararlı bilgi sunmaktır. Bu kullanıcılar gelecekteki net nakit girişlerini ve yönetimin kaynakları kullanma sorumluluğunu değerlendirir. Yararlı bilgi ilgili ve gerçeğe uygun biçimde sunulmuş olmalı; karşılaştırılabilirlik, doğrulanabilirlik, zamanında sunum ve anlaşılabilirlik bu bilgiyi güçlendirmelidir.

Varlık geçmiş olayların sonucu kontrol edilen ekonomik kaynak, yükümlülük ekonomik kaynak devretme konusunda mevcut bir görev, özkaynak varlıklardan yükümlülükler çıktıktan sonraki kalan haktır. Gelir özkaynağı artıran, gider azaltan değişimleri ifade eder; sahiplerle yapılan katkı ve dağıtımlar bunların dışındadır. Tahakkuk esaslı işlemleri nakit hareketinden bağımsız olarak doğdukları döneme taşır. Ölçümde tarihi maliyet veya cari değer esasları kullanılabilir; cari değer gerçeğe uygun değer, kullanım ya da ifa değeri ve cari maliyet yaklaşımlarını kapsar.

Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve, tek başına belirli bir işlemin ayrıntılı muhasebe kuralı değildir. Finansal raporlamanın amacını, yararlı bilginin niteliklerini, finansal tablo unsurlarını ve bu unsurların kayda alma ile ölçüm esaslarını bir bütün içinde açıklar. Standart hazırlarken tutarlı kavramlar kurulmasına, açık bir standart hükmü bulunmadığında uygun muhasebe politikasının geliştirilmesine ve kullanıcıların standartları yorumlamasına yardımcı olur. Ayrıntılı bir TMS veya TFRS hükmü ile çerçeve arasında farklılık varsa işlem için ilgili standardın hükmü uygulanır.

Genel amaçlı finansal raporlamanın başlıca kullanıcıları mevcut ve potansiyel yatırımcılar, borç verenler ve diğer kreditorlerdir. Bu kullanıcılar işletmeye kaynak sağlamak, ellerindeki hakları tutmak veya devretmek ve yönetimin kaynak kullanımı üzerindeki sorumluluğunu değerlendirmek için bilgiye ihtiyaç duyar. İşletmenin ekonomik kaynakları ve üzerindeki talepler finansal durumu; dönem içindeki değişimler ise performans ile finansman hareketlerini açıklar. Kâr bilgisi tek başına yeterli değildir: nakit akışları, kaynakların likiditesi, borçların niteliği ve yönetimin kaynakları ne kadar etkili kullandığı birlikte gelecekteki net nakit girişlerinin tutarı, zamanı ve belirsizliği hakkında değerlendirme sağlar. Genel amaçlı raporlar her kullanıcının bütün özel bilgi gereksinimini karşılayamaz; bu nedenle önemli ortak ihtiyaçlara odaklanır.

Yararlı finansal bilginin iki temel niteliği ihtiyaca uygunluk ve gerçeğe uygun sunumdur. Bilgi, kullanıcı kararında fark yaratabiliyorsa ihtiyaca uygundur; tahminlerde kullanılabilmesi tahmin değeri, önceki değerlendirmeleri doğrulaması veya değiştirmesi doğrulama değeri taşır. Önemlilik ihtiyaca uygunluğun işletmeye özgü yönüdür. Bir bilginin atlanması, yanlış sunulması veya belirsizleştirilmesi kullanıcı kararını makul olarak etkileyebiliyorsa önemlidir; her işletmeye uygulanabilecek tek bir sayısal önemlilik sınırı yoktur.

Gerçeğe uygun sunum, ekonomik olgunun yalnız hukuki biçimini değil özünü doğru betimlemeyi amaçlar. İdeal sunum tam, tarafsız ve hatasızdır. Tamlik, kullanıcının olguyu anlayabilmesi için gerekli

açıklamaları kapsar. Tarafsızlık, bilginin önceden belirlenmiş bir sonuca yönlendirecek şekilde seçilmemesi veya ağırlıklandırılmamasıdır; ihtiyatlılık belirsizlik altında varlık ve gelirleri abartmadan, borç ve giderleri eksik göstermeden dikkatli yargıda bulunmayı destekler. Hatasızlık, bütün tahminlerin kesin olması değil, kullanılan sürecin doğru seçilip uygulanması ve tahmin belirsizliğinin açıklanmasıdır.

Karşılaştırılabilirlik, benzer kalemler arasındaki benzerliklerin ve farklı kalemler arasındaki ayrımların görülmesini sağlar; tutarlılık bu amaca hizmet eden aynı yöntemlerin dönemler arasında kullanılmasıdır. Doğrulanabilirlik, bilgili ve bağımsız gözlemcilerin sunumun gerçeğe uygun olduğu konusunda uzlaşabilmesini ifade eder. Zamanında sunum, bilginin karar etkisini koruyacak sürede kullanıcıya ulaşmasıdır. Anlaşılabilirlik ise bilgiyi açık ve özlü sınıflandırıp sunmayı gerektirir; karmaşık bir olgu yalnız zor anlaşılır olduğu için dışarıda bırakılamaz. Bu niteliklerin sağlanması, bilginin maliyeti ile sağlayacağı fayda arasındaki genel kısıta tabidir.

Finansal durumun unsurları varlık, yükümlülük ve özkaynaktır. Varlık, geçmiş olaylar sonucunda işletmenin kontrol ettiği mevcut ekonomik kaynaktır; ekonomik kaynak ekonomik fayda üretme potansiyeli taşıyan bir haktır. Kontrol, kaynağın kullanımını yönlendirme ve faydasını elde etme yeteneğidir. Yükümlülük, geçmiş olayların sonucu olarak ekonomik kaynak devretme konusunda işletmenin kaçınma imkânının bulunmadığı mevcut bir görevidir. Özkaynak, tüm yükümlülükler düşüldükten sonra varlıklar üzerindeki kalan haklardan oluşur. Gelirler, sahiplerin katkıları dışında özkaynakta artış yaratan varlık artışları veya yükümlülük azalışlarıdır. Giderler ise sahiplerine yapılan dağıtımlar dışında özkaynağı azaltan varlık azalışları veya yükümlülük artışlarıdır.

Bir unsurun finansal tablolara alınması, varlık, yükümlülük, gelir veya gider tanımını karşılayan kalemin tabloya dâhil edilmesidir. Kayda alma kararında üretilen bilginin ihtiyaca uygunluğu, gerçeğe uygun sunumu ve sağladığı faydanın maliyetini haklı çıkarıp çıkarmadığı birlikte değerlendirilir. Belirsizlik, otomatik olarak kayda almama sonucu doğurmaz; ölçüm belirsizliği çok yüksekse başka bir ölçüm esası veya açıklama daha yararlı olabilir. Kayda alınmayan önemli hak ve yükümlülükler, kullanıcıya yararlıysa dipnotlarda açıklanabilir.

Tahakkuk esasına göre işlemlerin etkileri nakit alındığı veya ödendiği anda değil ekonomik sonuç doğduğu dönemde muhasebeleştirilir. Böylece aynı döneme ait gelir ve bunlarla ilişkili giderler performansın ölçülmesinde birlikte ele alınır. Ölçüm, finansal tablo unsuruna parasal tutar verilmesidir. Tarihi maliyet işlem tarihindeki bedeli esas alır ve sonradan tüketim, tahsilat, değer düşüklüğü gibi değişimlerle güncellenir. Cari değer ölçümleri raporlama tarihindeki koşulları yansıtır. Gerçeğe uygun değer piyasa katılımcıları bakışından çıkış değerini, kullanım değeri varlıktan işletmeye özgü beklenen nakit akışlarının bugünkü değerini, ifa değeri yükümlülüğün yerine getirilmesi için beklenen kaynakların bugünkü değerini, cari maliyet ise eşdeğer varlığın edinilmesi veya yükümlülüğün üstlenilmesi için o tarihte gereken bedeli ifade eder. Uygun esas, üretilen bilginin niteliği ve maliyeti değerlendirilerek seçilir.

9. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

9.2.2 · TMS/TFRS

TMS ve TFRS Sisteminin Uygulama Mantığı

KISACA

Türkiye Muhasebe Standartları sistemi, Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından uluslararası standartlarla uyumlu olarak yayımlanan TMS, TFRS ve yorumlardan oluşur. Uygulanacak çerçeve işletmenin kamu yararını ilgilendirme niteliğine ve büyüklüğüne göre TFRS, BOBİ FRS veya KÜMİ FRS olabilir. Vergi mevzuatına göre tutulan yasal kayıtlarla standartlara göre hazırlanan genel amaçlı finansal tablolar aynı amaç ve ölçüm esasına dayanmak zorunda değildir. Standartlar tek tek hesap kodu öğretmekten çok ekonomik olayın finansal tablolara ne zaman ve hangi değerle yansıtılacağını düzenler. Stoklar maliyet ile net gerçekleştirilebilir değerin düşük olmasıyla, maddi duran varlıklar amortisman ve değer düşüklüğü dikkate alınarak, kiralama hakları kullanım hakkı varlığı ve kira yükümlülüğüyle ele alınır. Karşılıklar mevcut yükümlülük, muhtemel kaynak çıkışı ve güvenilir tahmin şartlarına bağlıdır; parasal yabancı para kalemleri kapanış kuruyla çevrilir. Grup raporlamasında kontrol konsolidasyonun temelidir.

TMS ve TFRS, işletmelerin ekonomik olaylarını karşılaştırılabilir, şeffaf ve gerçeğe uygun finansal bilgiye dönüştüren standartlar bütünüdür. Türkiye'de Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu uluslararası standartlarla uyumlu Türkiye Muhasebe Standartlarını yayımlar. Bu bütün, numaralı Türkiye Muhasebe Standartlarını, Türkiye Finansal Raporlama Standartlarını ve bunlara ilişkin yorumları kapsar. TMS adı çoğu kullanımda bütün seti ifade ederken TFRS, özellikle yeni nesil finansal raporlama standartlarının adında yer alır; bir standardın TMS veya TFRS başlığı taşıması hiyerarşik olarak birinin diğerinden üstün olduğu anlamına gelmez.

Her işletme aynı raporlama çerçevesini uygulamaz. Kamu yararını ilgilendiren kuruluşlar ve mevzuatın belirlediği diğer işletmeler tam TFRS uygular. Bağımsız denetime tabi olup TFRS uygulama zorunluluğu bulunmayan işletmeler için Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı, kapsamındaki küçük ve mikro işletmeler için KÜMİ FRS ayrı, orantılı çerçeveler sağlar. Hangi çerçevenin kullanılacağı işletmenin hukuki biçiminden ibaret değildir; kamuya hesap verme yükümlülüğü, denetim kapsamı ve ilgili düzenleme birlikte değerlendirilir. Eşikler ve kapsama ilişkin kararlar değişebileceğinden güncel mevzuat esas alınmalıdır.

Vergi mevzuatı ile finansal raporlama standartlarının amaçları farklıdır. Vergi Usul Kanunu ve muhasebe sistemi uygulamaları verginin hesaplanması ve yasal defter düzeni için temel oluştururken TMS/TFRS yatırımcılar, kredi verenler ve diğer kullanıcılar için genel amaçlı finansal tablo üretir. İşletme yasal kayıtlarını vergi kurallarına göre tutup raporlama tarihinde standartların gerektirdiği sınıflandırma, değerlendirme ve düzeltmeleri yapabilir. Bu fark, aynı ekonomik olayın vergi matrahındaki değeri ile finansal tablodaki defter değerinin ayrışmasına ve ertelenmiş vergi etkisine yol açabilir.

Finansal tabloların sunum standardı, tam bir setin finansal durum, kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir, özkaynak değişim ve nakit akış tabloları ile dipnotlardan oluşmasını gerektirir. İşletmenin sürekliliği, tahakkuk esası, önemlilik, mahsup yasağı, raporlama sıklığı ve karşılaştırmalı bilgi sunumun temel

ilkeleridir. Nakit akışları işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerine ayrılır. Raporlama döneminden sonraki olaylarda düzeltme gerektiren olaylar dönem sonundaki koşullara ilişkin yeni kanıt sağlarken, düzeltme gerektirmeyen önemli olaylar tutarları değiştirmeden dipnot açıklaması doğurabilir.

Stoklar satın alma, dönüştürme ve mevcut konumuna getirme maliyetlerini içerir; maliyet ile net gerçekleşebilir değer düşük olanıyla ölçülür. Maddi duran varlık ilk kayda almada maliyetle ölçülür, yararlı ömrü boyunca sistematik amortisman tabi tutulur ve değer düşüklüğü göstergeleri izlenir. Önemli parçaların yararlı ömürleri farklıysa ayrı amortisman uygulanır. Maddi olmayan duran varlıkta tanımlanabilirlik, kontrol ve gelecekteki ekonomik fayda aranır. Araştırma harcamaları giderleşirken geliştirme harcamaları ancak teknik yapılabilirlik, tamamlama niyeti, kaynak yeterliliği ve fayda üretme gibi koşullar kanıtlandığında aktifleştirilebilir.

Kiralama işlemlerinde kiracı, kısa vadeli ve düşük değerli varlık istisnaları dışında kullanım hakkı varlığı ile kira ödemelerinin bugünkü değerini temsil eden yükümlülüğü kaydeder. Bu yaklaşım sözleşmenin yalnız hukuki adını değil varlığın kullanımını kontrol edip etmediğini inceler. Karşılık, geçmiş olaydan doğan mevcut hukuki veya zımni yükümlülük bulunduğu, ekonomik fayda içeren kaynak çıkışı muhtemel olduğunda ve tutar güvenilir biçimde tahmin edilebildiğinde kayda alınır. Olası yükümlülük veya yeterince olası olmayan çıkış ise koşullarına göre şarta bağlı borç olarak açıklanır; olası varlık gerçekleşmesi kesinleşmeden varlık olarak kaydedilmez.

Yabancı para işlemleri ilk kayıta işlem tarihindeki kurla çevrilir. Raporlama tarihinde parasal kalemler kapanış kuruyula; tarihi maliyetle ölçülen parasal olmayan kalemler işlem tarihindeki kurla, gerçeğe uygun değerle ölçülen parasal olmayan kalemler ise değer belirlendiği tarihteki kurla çevrilir. Parasal kalemlerin kur farkları kural olarak kâr veya zararda muhasebeleştirilir. Vergiye esas değer ile finansal tablo değeri arasındaki geçici farklar, tanımlanan istisnalar dışında ertelenmiş vergi varlığı veya yükümlülüğü oluşturur. Böylece cari dönem vergisi ile işlemlerin gelecekte doğuracağı vergi sonuçları ayrıştırılır.

Bir ana ortaklık başka bir işletme üzerinde kontrole sahipse konsolide finansal tablo hazırlar. Kontrol; yatırım yapılan işletme üzerinde güce, değişken getirilere maruz kalmaya veya bu getirilerde hak sahibi olmaya ve gücü getirileri etkilemek için kullanabilme yeteneğine dayanır. Grup içi bakiyeler, işlemler, gelir ve giderler konsolidasyonda elimine edilir; bağlı ortaklığın varlık ve yükümlülükleri satır satır birleştirilir. Müşterek anlaşmalar sözleşmedeki ortak kontrol ve tarafların haklarına göre müşterek faaliyet veya iş ortaklığı olarak sınıflanır. İlişkili taraf, faaliyet bölümü ve finansal araç açıklamaları da kullanıcıların yalnız toplam tutarı değil bu tutarın risk, yönetim ilişkisi ve faaliyet kaynağını anlamasını sağlar. Standartların ortak mantığı, hukuki şekil yerine ekonomik özü ölçüp yeterli açıklamayla sunmaktır.

9.2.3 · Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği II-14.1**II-14.1 Tebliği Kapsamında Finansal Raporlama****KISACA**

Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği II-14.1, ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının yıllık ve ara dönem finansal raporlarını Türkiye Muhasebe Standartlarına uygun hazırlama, bağımsız denetimden geçirme ve kamuya açıklama esaslarını belirler. Finansal rapor; finansal tablolar, sorumluluk beyanları ve faaliyet raporundan oluşur. Yönetim kurulu raporların hazırlanması, sunulması ve gerçeğe uygunluğu için sorumludur; denetimden sorumlu komitenin incelemesi bu sorumluluğu kaldırmaz.

Raporlar yönetim kurulu kararıyla kabul edilir, sorumlu yöneticilerce imzalanır ve işlem gören işletmelerce Kamuyu Aydınlatma Platformunda ilan edilir. Özet finansal bilgi ancak tam rapora erişim bilgisi verilerek ve yanıltıcı olmadan açıklanabilir. Kamuya açıklanan raporlar internet sitesinde en az beş yıl tutulur. Yasal defterlerle TMS tabanlı raporlama arasındaki düzeltmeler sermaye piyasası muhasebe defterinde izlenebilir; bu defter kanuni defterlerin yerine geçmez ve kayıtları değiştirmez.

Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği II-14.1, sermaye piyasasında güvenilir ve zamanında bilgi akışını sağlamak için finansal raporların hazırlanması, sorumluluk üstlenilmesi, bağımsız denetimi ve kamuya açıklanmasını birlikte düzenler. Tebliğde işletme kavramı, yatırım fonları ile konut ve varlık finansmanı fonları dışındaki ihraççıları ve sermaye piyasası kurumlarını ifade eder. Özel nitelikli kurumlar için kendi düzenlemeleri saklı olmakla birlikte, Tebliğ kapsamındaki raporlama yükümlülüğü kamuyu aydınlatmanın temel katmanıdır.

İşletmeler yıllık ve ara dönem finansal raporlarını Türkiye Muhasebe Standartları çerçevesinde hazırlar. Finansal rapor yalnız bilanço veya gelir tablosundan ibaret değildir; finansal tablolar, yönetim kurulunun sorumluluk beyanları ve faaliyet raporu bir bütün oluşturur. Finansal tabloların tam seti, ilgili standartların gerektirdiği tabloları, karşılaştırmalı bilgileri ve dipnotları kapsar. İşletme bir ana ortaklıksa ve konsolide tablo hazırlama yükümlülüğü varsa, konsolide rapor grup ekonomik birimini gösterirken bireysel finansal tablolar ayrı tüzel kişiliğin durumunu açıklar.

Finansal raporların hazırlanmasından, sunulmasından ve gerçeğe uygunluğundan işletmenin yönetim kurulu sorumludur. Yönetim kurulu, raporların kabulüne ilişkin ayrı bir karar alır. İmza ve sorumluluk beyanı, raporların kendilerine ulaştığı, görev alanlarındaki bilgi çerçevesinde önemli bir yanlışlık veya eksiklik içermediği ve faaliyet gelişimi ile riskleri dürüst biçimde yansıttığı yönündeki sorumluluğu görünür kılar. Raporlama işlevinin muhasebe birimine bırakılması, bağımsız denetim yaptırılması veya denetimden sorumlu komitenin görüş vermesi yönetim kurulunun nihai sorumluluğunu ortadan kaldırmaz.

Payları borsada işlem gören işletmelerde denetimden sorumlu komite, muhasebe sistemi, finansal bilgi, bağımsız denetim ve iç kontrol süreçlerini gözetir; finansal raporların doğruluğu ve uygunluğu hakkındaki değerlendirmesini yönetim kuruluna bildirir. Komite bulunması gerekmeyen işletmelerde bu işlev yönetim kurulu üyelerince yerine getirilir. Yönetim kurulu kabulünden önce finansal raporların

sorumlu yöneticiler ile genel müdür veya finansal raporlamadan sorumlu yönetici tarafından incelenip imzalanması, sorumluluk zincirini işletmenin günlük yönetimine kadar uzatır.

Yıllık faaliyet raporu finansal tablolardaki sayıları yinelemekle kalmaz; işletmenin gelişimini, performansını, finansal durumunu ve karşılaştığı önemli riskleri dengeli biçimde açıklar. Finansal tablo dipnotlarıyla faaliyet raporu arasında çelişki bulunmaması gerekir. Yönetim kurulu, raporlama için yeterli iç kontrol ve bilgi sistemi kurarak muhasebe tahminleri, konsolidasyon verileri ve açıklamaların izlenebilirliğini sağlamalıdır. Bu hazırlık altyapısı bağımsız denetçiye bilgi sunmanın ötesinde, kurulun kendi sorumluluk beyanına dayanak oluşturur.

Tebliğ, yıllık ve ara dönem raporlar için farklı kamuya açıklama süreleri öngörür; konsolide raporların hazırlanması için tanınan süre bireysel raporlardan daha uzundur. Ara dönem tabloları sınırlı bağımsız denetime tabi olduğunda buna ilişkin ek süre uygulanabilir. Süre hesabında raporun bağımsız denetçiden teslim alındığı veya yönetim kurulunca kabul edildiği an ile Tebliğdeki son tarihler birlikte önem taşır. Süreler ve kapsama ilişkin istisnalar düzenleme değişikliklerine açık olduğundan uygulamada Tebliğin güncel metni üzerinden kontrol edilmelidir.

Borsada işlem gören işletmeler finansal raporlarını Kamuyu Aydınlatma Platformunda açıklar. Diğer işletmeler, tabi oldukları bildirim düzenine göre Kurula veya belirlenen kanala iletir. Bağımsız denetimden geçmiş rapor için denetim raporunun işletmeye ulaştığı gün yönetim kurulunun kabul ve bildirim kararı alması; denetimden geçmemiş rapor için de aynı kararın alınması gerekir. Bildirim bu tarihleri izleyen ilk iş günü sonuna kadar yapılır. Finansal rapor daha sonra değişirse değişikliğin nedeni, etkisi ve gerekiyorsa yenilenen bağımsız denetim sonucu aynı kamuyu aydınlatma disiplini içinde sunulur.

Bir işletme tam finansal raporundan özet bilgi yayımlayabilir, ancak özet tam rapordan önce kamuya açıklanamaz. Özet, kullanıcıyı yanıltmamalı ve tam rapora nereden erişilebileceğini açıkça göstermelidir. Başka mevzuat uyarınca hazırlanan mali tablo veya raporlar, II-14.1 kapsamındaki raporların yerine geçmez. Kamuya açıklanan yıllık ve ara dönem finansal raporlar işletmenin internet sitesinde erişilebilir tutulur; Tebliğ bu erişim için en az beş yıllık süre öngörür. Böylece KAP'taki anlık açıklama ile işletmenin kalıcı bilgi arşivi birbirini tamamlar.

Yasal defter kayıtları ile TMS'ye göre hazırlanacak finansal tablolar arasında sınıflandırma ve değerlendirme farkları bulunabilir. Tebliğ, bu farkların sermaye piyasası muhasebe defterinde izlenmesine imkân verir. Söz konusu defter kanuni defter niteliğinde değildir, yasal muhasebe kayıtlarını değiştirmez ve vergi yükümlülüğünü tek başına belirlemez; finansal rapora ulaşırken yapılan düzeltmelerin izini oluşturur. Finansal tabloların bağımsız denetimi Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerine uygun yürütülür. Bu yapı, standartlara uygun ölçüm, yönetim sorumluluğu, dış denetim ve zamanında kamuyu aydınlatmayı tek bir raporlama zincirinde birleştirir.

9.3.1 - Temel Kavramlar

Bağımsız Denetimin Temel Kavramları ve Süreci

KISACA

Bağımsız denetim, finansal tabloların geçerli finansal raporlama çerçevesine tüm önemli yönleriyle uygun hazırlanıp hazırlanmadığı hakkında görüş oluşturmak için yeterli ve uygun kanıtın tarafsız biçimde toplanıp değerlendirilmesidir. Amaç mutlak doğruluk garantisi değil, kullanıcıların tablolara duyduğu güveni makul güvence düzeyinde artırmaktır. Bağımsızlık, etik ilkelere bağlılık, mesleki şüphecilik ve mesleki yargı bu güvenin ön koşullarıdır.

Risk temelli denetimde denetçi işletmeyi ve iç kontrolü tanıır; yapısal risk ile kontrol riskini değerlendirir ve kabul edilebilir denetim riskine göre tespit riskini yönetecek prosedürler tasarlar. Önemlilik, hangi yanlışlıkların kullanıcı kararını etkileyebileceğini belirler. Kanıtın yeterliliği miktarı, uygunluğu ise ilgililik ve güvenilirliği ifade eder. Denetim sonunda önemli yanlışlık bulunmadığında olumlu; önemli fakat yaygın olmayan etkide sınırlı olumlu, önemli ve yaygın yanlışlıkta olumsuz görüş verilir. Yeterli kanıt elde edilemez ve olası etki yaygınsa görüş vermekten kaçınılır.

Denetim, ekonomik faaliyetlere ilişkin iddiaların önceden belirlenmiş ölçütlere uygunluk derecesini saptamak için kanıtların tarafsızca toplanıp değerlendirildiği ve sonucun ilgili kullanıcılara bildirildiği sistematik süreçtir. Finansal tabloların bağımsız denetiminde incelenen iddialar işletme yönetimine, bu iddiaların dayandığı tablolar yönetimin hazırladığı finansal bilgiye aittir. Denetçi tabloları hazırlamaz; geçerli finansal raporlama çerçevesine uygunlukları hakkında görüş oluşturur. Bu görev ayrımı, yönetimin raporlama sorumluluğu ile denetçinin güvence sorumluluğunu birbirine karıştırmamak için temeldir.

Bağımsız denetimin amacı hedef kullanıcıların finansal tablolara duyduğu güveni artırmaktır. Denetçi bu amaca, tabloların tüm önemli yönleriyle geçerli çerçeveye uygun hazırlanıp hazırlanmadığı hakkında görüş bildirerek ulaşır. Denetim mutlak güvence vermez. Finansal raporlamadaki tahminler, örnekleme, iç kontrolün doğal sınırlamaları, hileyi gizlemeye yönelik anlaşmalar ve her işlemin incelenmesinin ekonomik olarak mümkün olmaması nedeniyle denetim riski sıfıra indirilemez. Makul güvence yüksek, fakat kesin olmayan güvence düzeyidir; denetçi önemli yanlışlık riskini kabul edilebilir düşük seviyeye indirecek yeterli ve uygun kanıt elde eder.

Finansal tablo denetimi, tabloların belirlenen finansal raporlama ölçütüne uygunluğunu inceler. Uygunluk denetimi faaliyet ve işlemlerin kanun, sözleşme, politika veya üst makam kurallarına uyumuna odaklanır. Faaliyet denetimi ise kaynakların etkin, verimli ve ekonomik kullanılıp kullanılmadığını değerlendirir. Denetçiler de konumlarına göre ayrılır. Bağımsız denetçi işletme dışından mesleki görüş sunar; iç denetçi işletmenin yönetim, risk yönetimi ve kontrol süreçlerine güvence ve danışmanlık sağlar; kamu denetçisi yetkili kamu kurumu adına mevzuat ve kamu amacı çerçevesinde çalışır. İç denetimin güçlü olması bağımsız denetçinin değerlendirmesini etkileyebilir, fakat bağımsız denetçi görüşünün sorumluluğunu devralmaz.

Bağımsızlık yalnız denetçinin fiilen tarafsız olması değil, makul ve bilgili üçüncü kişinin de tarafsızlıktan kuşku duymamasıdır. Dürüstlük, tarafsızlık, mesleki yeterlik ve özen, sır saklama ile mesleğe uygun davranış etik çerçeveyi kurar. Mesleki şüphecilik, hata veya hile ihtimalini gösteren koşullara karşı uyanık ve kanıt sorgulayan bir zihniyettir; yönetimin dürüst olduğu geçmiş deneyimi çelişkili kanıt göz ardı etmeyi haklı çıkarmaz. Mesleki yargı ise standartlar ve etik kurallar içinde eğitim, bilgi ve deneyimin somut denetim kararlarına uygulanmasıdır.

Denetim planlaması işin kabulünden sonra işletme, çevresi, faaliyet modeli, muhasebe politikaları ve iç kontrol hakkında anlayış edinilmesiyle gelişir. Denetçi finansal tablo ve yönetim iddiası düzeyinde önemli yanlışlık risklerini belirler. Yapısal risk, ilgili kontrol bulunmadığı varsayımı altında bir iddia veya kalemin yanlışlığa yatkınlığıdır. Kontrol riski, oluşan önemli yanlışlığın işletmenin iç kontrolünce zamanında önlenememesi veya bulunup düzeltilememesidir. Tespit riski, denetim prosedürlerinin mevcut önemli yanlışlığı ortaya çıkaramaması olasılığıdır. Yapısal ve kontrol riskleri işletmeye aitken denetçi, prosedürlerin niteliğini, zamanını ve kapsamını değiştirerek tespit riskini yönetir. Bu bileşenlerin birleşimi, önemli yanlışlık varken uygun olmayan görüş verme olasılığı olan denetim riskini oluşturur.

Hile ile hata arasındaki ayrım kast unsurudur. Hileli finansal raporlama tutar veya açıklamaların bilerek yanlış sunulmasını, varlıkların kötüye kullanılması ise işletme kaynaklarının kasıtlı biçimde edinilmesini içerir. Hilenin önlenmesi ve tespiti öncelikle yönetim ile üst yönetimden sorumlu olanların görevidir. Denetçi hile kaynaklı önemli yanlışlık bulunmadığına dair makul güvence elde etmeye çalışır; yönetimin kontrolleri aşabilmesi ve muvazaa olasılığı hilenin bulunmasını hataya göre güçleştirir.

Önemlilik, bir yanlışlığın tek başına veya diğer yanlışlıklarla birlikte kullanıcıların ekonomik kararlarını etkilemesinin makul ölçüde beklenip beklenemeyeceğine dayanır. Denetçi planlamada genel finansal tablo önemliliğini ve gerektiğinde daha düşük çalışma önemliliğini belirler; denetim boyunca yeni bilgi çıktıkça bunları gözden geçirir. Önemlilik yalnız tutar değildir. İşlemin niteliği, mevzuata aykırılık, ilişkili taraf bağlantısı veya eğilimi değiştirmesi küçük bir tutarı da önemli kılabilir.

Denetim kanıtının yeterliliği miktarını, uygunluğu ise ihtiyaca uygunluk ve güvenilirliğini anlatır. Risk yükseldikçe daha fazla, kanıt kalitesi arttıkça daha az kanıt gerekebilir; çok sayıdaki düşük kaliteli kanıt kalite eksikliğini gidermez. Bağımsız dış kaynaktan doğrudan elde edilen, belgeye dayalı ve etkin kontroller altında üretilen kanıt genellikle daha güvenilirdir. Denetçi tetkik, gözlem, dış teyit, yeniden hesaplama, yeniden uygulama, sorgulama ve analitik prosedürleri risklere göre birleştirir. Sorgulama tek başına çoğu konuda yeterli değildir; farklı kaynaklardan gelen kanıtların tutarlılığı değerlendirilir.

Denetçi yeterli ve uygun kanıtın sonucunu raporunda açıklar. Finansal tablolar önemli yanlışlık içermiyorsa olumlu görüş verilir. Önemli yanlışlık var fakat etkisi yaygın değilse sınırlı olumlu, hem önemli hem yaygınsa olumsuz görüş oluşur. Yeterli ve uygun kanıt elde edilememişse olası etkinin önemliliği ve yaygınlığı değerlendirilir; yaygın olmayan durumda sınırlı olumlu görüş, yaygın durumda görüş vermekten kaçınma söz konusu olur. Böylece rapor türü yalnız sorunun varlığına değil, kanıt sınırlamasının veya yanlışlığın finansal tabloları ne ölçüde kapladığına bağlanır.

9.3.2 · Bağımsız Denetime İlişkin Düzenlemeler**Bağımsız Denetimin Düzenleyici Çerçevesi****KISACA**

Bağımsız denetimin düzenleyici çerçevesi Türk Ticaret Kanunu, Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumuna ilişkin hükümler, Bağımsız Denetim Yönetmeliği ve sermaye piyasası düzenlemelerinden oluşur. TTK'ya göre denetime tabi şirketlerin finansal tabloları Türkiye Denetim Standartları uyarınca denetlenir; denetlenmemiş tablolar ile yıllık faaliyet raporu düzenlenmemiş sayılır. Denetçi genel kurulca seçilir ve bağımsızlığı zedeleyen mali, yönetsel veya yakın ilişkilere sahip olamaz.

KGK muhasebe ve denetim standartlarını yayımlar, denetçi ve denetim kuruluşlarını yetkilendirir, sicili tutar, kalite incelemesi ve kamu gözetimi yapar. Denetim mesleki şüphecilik, etik ilkeler, yeterli ve uygun kanıt ile kalite yönetimi altında yürütülür. Sermaye piyasasında denetim kuruluşları ayrıca SPK'nın liste ve bildirim koşullarına uyar. Bağımsız denetime tabi şirketler güncel Cumhurbaşkanlığı Kararı uyarınca doğrudan kapsamdaki kuruluşlar veya aktif toplamı, net satış hasılatı ve çalışan sayısı ölçütlerinden en az ikisini belirlenen dönemlerde aşan şirketler olarak saptanır.

Türkiye'de bağımsız denetim tek bir düzenlemeden değil, birbirini tamamlayan şirketler hukuku, kamu gözetimi, mesleki uygulama ve sermaye piyasası kurallarından oluşur. Türk Ticaret Kanunu hangi şirket raporlarının denetleneceğini ve denetçinin şirketle hukuki ilişkisini kurar. Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu standartları, yetkilendirmeyi ve kalite gözetimini merkezileştirir. Bağımsız Denetim Yönetmeliği denetim kuruluşları ile denetçilerin çalışma esaslarını ayrıntılandırır. Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri ise sermaye piyasasında faaliyet gösteren işletme ve denetçilerin ek yükümlülüklerini belirler.

TTK uyarınca denetime tabi anonim şirketlerin ve şirketler topluluklarının finansal tabloları, uluslararası standartlarla uyumlu Türkiye Denetim Standartlarına göre denetlenir. Denetim yalnız rakamsal tablolarla sınırlı değildir; envanter, muhasebe, standartların öngördüğü ölçüde iç kontrol, riskin erken saptanması sistemi ve yıllık faaliyet raporundaki finansal bilgilerin denetlenen tablolarla tutarlılığı kapsam içinde değerlendirilir. Denetime tabi olduğu hâlde denetlenmemiş finansal tablolar ve yönetim kurulu yıllık faaliyet raporu düzenlenmemiş hükmündedir. Raporlar denetimden sonra sonucu etkileyebilecek biçimde değiştirilirse ilgili değişiklik yeniden denetime konu olur.

Dürüst resim ilkesi, finansal tabloların şirketin malvarlığını, borç ve yükümlülüklerini, özkaynaklarını ve faaliyet sonucunu tam, anlaşılabilir, karşılaştırılabilir, şeffaf ve güvenilir biçimde yansıtmayı ister. Payları borsada işlem gören şirketlerde yönetim kurulu, şirketin varlığını ve devamını tehlikeye düşüren risklerin erken teşhisi ve yönetimi için komite kurar. Diğer şirketlerde denetçinin gerekli görüp yazılı bildirim yapması komite kurulmasını doğurabilir. Denetçi sistem ve komitenin kurulup kurulmadığı ile işleyişi hakkında finansal tablo denetim raporundan ayrı bir rapor hazırlar.

Denetçi kural olarak şirket genel kurulunca, topluluk denetçisi ana şirket genel kurulunca faaliyet dönemi sona ermeden seçilir; seçim tescil ve ilan edilir. Süresinde seçim yapılamaması veya

denetçinin görevini yerine getirememesi hâlinde mahkemece atama mekanizması devreye girebilir. Denetçinin görevden alınması keyfî değildir; haklı sebep ve yeni denetçi atanması gerekir. Denetçi de sözleşmeyi yalnız haklı sebep veya görevden alma davası gibi kanunda öngörülen durumda, yazılı ve gerekçeli biçimde feshedebilir. Görüş içeriğine ilişkin anlaşmazlık tek başına haklı sebep değildir.

Denetçi, 3568 sayılı Kanuna göre meslek ruhsatına sahip ve KGK tarafından yetkilendirilmiş kişi veya ortakları bu kişilerden oluşan yetkili denetim kuruluşu olabilir. Bağımsızlığı zedeleyen ilişkiler denetçiliğe engeldir. Denetlenecek şirkette pay sahipliği, yöneticilik veya yakın dönemde çalışma, şirket yöneticileriyle belirli yakınlıklar, defter tutma ya da finansal tablo hazırlamaya katkı, önemli mali bağımlılık ve denetim dışı hizmetlerden doğan öz denetim tehdidi bu çerçevede değerlendirilir. Denetçi bağımsızlığını görev boyunca izlemeli, tehdidi ortadan kaldırmalı veya kabul edilebilir düzeye indiremezse işi üstlenmemeli ya da mevzuata uygun şekilde çekilmelidir.

KGK'nın temel işlevi uluslararası standartlarla uyumlu Türkiye Muhasebe ve Denetim Standartlarını oluşturmak, bağımsız denetimde uygulama birliği ve kalite sağlamak, denetçi ve denetim kuruluşlarını yetkilendirmek ve kamu gözetimi yapmaktır. Bağımsız Denetim Yönetmeliği uyarınca denetim yalnız KGK tarafından yetkilendirilenlerce yetki kapsamlarında yürütülür. Yetkilendirme meslek ruhsatı yanında eğitim, sınav, uygulamalı mesleki eğitim ve diğer koşullara bağlanır. Yetkili kişiler ile kuruluşlar elektronik resmî sicilde izlenir. Kamu yararını ilgilendiren kuruluşların denetimi, daha sıkı kuruluş ve sorumlu denetçi koşullarına tabidir.

Denetim kuruluşu kalite yönetim sistemini kurmak; kabul ve devamlılık, etik ve bağımsızlık, insan kaynağı, denetimin yürütülmesi, izleme ve belgelendirme süreçlerini işletmek zorundadır. Denetçiler dürüstlük, tarafsızlık, mesleki yeterlik ve özen, sır saklama ve mesleğe uygun davranış ilkelerine bağlı kalır. Denetlenen işletmenin karar alma sürecine katılma veya kendi hazırladığı bilgiyi denetleme sonucunu doğuran hizmetler bağımsızlık tehdidi yaratır. Çalışma kâğıtları ulaşılan görüşün dayanağını ve standartlara uyumu gösterecek yeterlilikte hazırlanıp saklanır; sır saklama yükümlülüğü yetkili kurumlara mevzuat gereği bilgi verilmesini engellemez.

Sermaye piyasasında bağımsız denetim yapacak kuruluşlar KGK yetkisinin yanında SPK'nın ilgili şartlarını karşılamalı ve Kurulun yetkili kuruluşlar listesinde yer almalıdır. Denetimin kabulü, sözleşme, ekip, sorumlu ortak başdenetçi, rotasyon, bağımsızlık, bildirim ve raporlamaya ilişkin sermaye piyasası kuralları uygulanır. Denetim raporu finansal raporlama çerçevesini, yönetim ve denetçi sorumluluklarını, görüşün dayanağını ve denetçi görüşünü açıklar. Mevzuata aykırılık veya bağımsızlık kaybı yalnız sözleşmesel bir sorun değil, yetkilendirme ve gözetim yaptırımlarına da konu olabilir.

Hangi şirketlerin bağımsız denetime tabi olacağı güncel Cumhurbaşkanlığı Kararı ve buna ilişkin usul ve esaslarla belirlenir. Karara ekli bazı kuruluşlar nitelikleri gereği herhangi bir eşığe bağlı olmadan kapsam içindedir. Diğer şirketlerde aktif toplamı, yıllık net satış hasılatı ve çalışan sayısı ölçütlerinden en az ikisinin belirlenen eşikleri art arda iki hesap döneminde aşması kural olarak izleyen dönemde denetim yükümlülüğü doğurur; iki dönemde aşılacak ölçütlerin aynı olması şart değildir. Kapsamdan çıkış da eşiklerin altında kalma süresi ve oranına ilişkin ayrı kurallara bağlıdır. Bağlı ortaklık ve iştirak verileri ile grup içi eliminasyonların hesaplamaya etkisi ayrıca dikkate alınır. Eşik tutarları ve özel listeler

değişebildiği için, şirketin kendi denetim statüsünü her dönem güncel karar ve finansal verileri üzerinden belirlemesi gerekir.



benzensor



DERS NOTLARI 2026 BASKISI

SPL DÜZEY 2

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.

