



benzensor



DERS NOTLARI 2026 BASKISI

SPL DÜZEY 3

88 Konuluk Ders Notları

SPL Düzey 3 konularının tamamı için benzensor'un hazırladığı özgün konu anlatımı notları.

KİTAPÇIK

Ders / bölüm	12
Konu anlatımı	88
Kelime	51.090

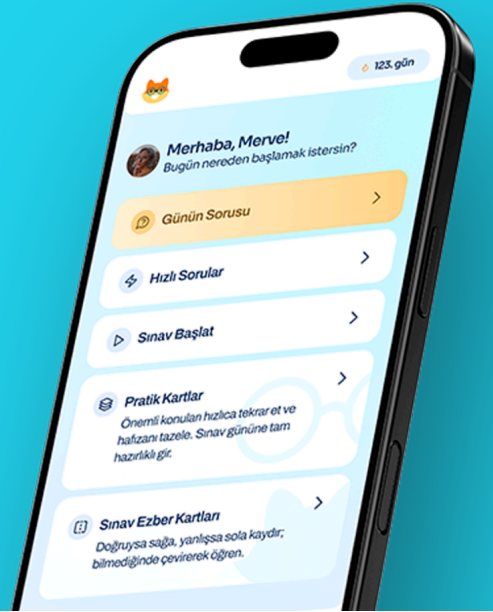
KAPSAM

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 3 ders notları · 2026 baskısı · 88 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 değişik

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
10	Genel Ekonomi	5/5
11	Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri	10/10
12	Kurumlarda ve Sermaye Piyasasında Vergilendirme	3/3

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

10. Genel Ekonomi

- 10.1 Temel Kavramlar
- 10.2 Para Politikaları
- 10.3 Maliye Politikaları
- 10.4 Makroekonomik Göstergeler ve Yorumu
- 10.5 Dış Ticaret ve Uluslararası Ekonomi

11. Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri

- 11.1 Paranın Zaman Değeri ve Faiz Hesaplamaları
- 11.2 Getiri ve Risk
- 11.3 Portföy Teorisi
- 11.4.1 Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
- 11.4.2 Arbitraj Fiyatlama Modeli
- 11.4.3 Diğer Modeller
- 11.5 Temel Analiz
- 11.6 Teknik Analiz
- 11.7 Sermaye Piyasası Araçlarının Değerlemesi
- 11.8 Portföy Performans Ölçüm Teknikleri

12. Kurumlarda ve Sermaye Piyasasında Vergilendirme

- 12.1.1 Vergi Hukukuna İlişkin Temel Kavram ve Tanımlar
- 12.1.2 Kurumlar Vergisi Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurumlarının Vergilendirilmesi

12.2 Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.1 - Sermaye Piyasası Kanunu

6362 Sayılı Kanunun Piyasa Düzeni, Araçlar ve Kurumlar Çerçevesi

KISACA

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, tasarrufların sermaye piyasası araçları yoluyla fon ihtiyacı olanlara aktarılmasını güvenilir, şeffaf ve düzenli bir hukuki yapıya bağlar. Sermaye piyasasında fon talep eden ihraççılar, fon arz eden yatırımcılar, sermaye piyasası araçları, yardımcı kurumlar ve borsalar birbirini tamamlayan temel unsurlardır. Birincil piyasada ihraççıya kaynak sağlanır; ikincil piyasada ise önceden ihraç edilmiş araçlara likidite ve fiyat oluşumu kazandırılır. Kanun çerçeve niteliklidir; ana ilkeleri belirler, ayrıntılı ikincil düzenlemeleri Kurulun tebliğ ve kararlarına bırakır. Menkul kıymetler, türev araçlar ve diğer sermaye piyasası araçları kaydi sistem, ihraç, halka arz, yatırım hizmetleri, kolektif yatırım kuruluşları, borsalar, denetim, tedbir ve yaptırımlar içinde ele alınır. Kurul hem düzenleme ve başvuru sonuçlandırma hem de aykırılıklara karşı idari ve cezai süreçleri başlatma işlevi görür.

Sermaye piyasası, tasarruf fazlası olan kesim ile orta ve uzun vadeli kaynak arayan kesim arasında doğrudan finansman ilişkisi kurar. Bu ilişki bankacılık sistemindeki klasik mevduat-kredi aracılığından farklıdır; fon aktarımı sermaye piyasası araçlarının ihraç edilmesi ve yatırımcılarca satın alınması yoluyla gerçekleşir. Birincil piyasada araç ilk kez ihraç edilir ve fon ihraççıya gider. İkincil piyasa ise daha önce çıkarılmış araçların yatırımcı portföyleri arasında dolaşmasını sağlayan işlem alanıdır. İkincil piyasa ihraççıya doğrudan yeni kaynak sağlamasa da likidite, fiyat keşfi ve yeni ihraçlar için referans oluşturduğu için piyasanın sağlıklı çalışmasında vazgeçilmezdir.

Kanunun kavramsal yapısında beş unsur öne çıkar. İhraççılar sermaye piyasası aracı çıkaran veya çıkarmak üzere Kurula başvuran tüzel kişiler ile kanuna tabi yatırım fonlarıdır. Yatırımcılar tasarruflarını getiri beklentisiyle araçlara yönelten gerçek veya tüzel kişilerdir; bireysel, kurumsal, profesyonel ya da nitelikli yatırımcı gibi kategoriler yatırımcı korumasının farklılaştırılmasını sağlar. Sermaye piyasası araçları fon aktarımının hukuki konusudur. Yardımcı kuruluşlar yatırım hizmeti, portföy yönetimi, takas, saklama, denetim, derecelendirme ve değerlendirme gibi uzmanlaşmış işlevleri üstlenir. Borsalar ve teşkilatlanmış piyasalar ise işlem kurallarını, fiyat ilanını ve düzenli alım satım ortamını sağlar.

Sermaye piyasası mevzuatı, kanun ve ona dayanılarak çıkarılan Kurul düzenlemeleriyle sınırlı değildir; borsa kuralları, ticaret hukuku, borçlar hukuku ve diğer genel hükümler de belirli koşullarda uygulanır. Ancak sermaye piyasasına ilişkin konuda kanun veya Kurul düzenlemesi varsa öncelik bu özel rejimdedir. Kanunun çerçeve kanun niteliği burada önemlidir. Kanun temel sınırları ve emredici ilkeleri belirler; teknik ayrıntıların piyasanın değişen yapısına uyarlanması Kurulun tebliğleri, yönetmelikleri ve ilke kararlarıyla sağlanır. Bu yapı, sermaye piyasalarının dinamik ve hassas karakterine uygun esneklik sağlar.

6362 sayılı Kanunun hazırlanmasında Türk Ticaret Kanunundaki anonim ortaklık reformu, Avrupa Birliği müktesebatına uyum ve piyasanın gelişen ihtiyaçları belirleyici olmuştur. Pay sahipliği hakları, kamuyu aydınlatma, izahname, piyasa bozucu fiiller, kolektif yatırım kuruluşları, yatırım hizmetleri ve kurumsal yönetim gibi alanlar bu yeni düzenleme yaklaşımı içinde sistemleştirilmiştir. Kanunun amacı yalnızca araç ihracını düzenlemek değil, yatırımcıların doğru ve zamanında bilgiye ulaşabildiği, piyasaya güvenin korunduğu ve işlemlerin adil biçimde yürüdüğü bir düzen kurmaktır.

Sermaye piyasası aracı üst kavramdır. Menkul kıymetler ortaklık veya alacaklılık hakkı veren araçları; türev araçlar değeri başka bir varlığa, fiyata, orana veya göstergeye bağlı sözleşmeleri; diğer araçlar ise Kurulun bu kapsamda değerlendirdiği yapılandırılmış ürünleri içerir. Kaydi sistemde araçlar fiziki senet yerine elektronik kayıtla izlenir. Merkezi kayıt yapısı hak sahiplerinin, ihraççıların ve aracı kuruluşların kayıtlarının düzenli tutulmasını sağlar. İhraç ve halka arz süreçlerinde izahname veya ihraç belgesi kullanılır; Kurul onayı yatırım tavsiyesi veya bilgilerin doğruluğuna garanti anlamı taşımaz.

Kanun, piyasa düzenini korumak için denetim, tedbir ve yaptırım araçları da kurar. Kurul düzenlemeleri izler, başvuruları sonuçlandırır, aykırılıkları araştırır, gerekli tedbirleri alır, idari para cezası uygulayabilir ve suç şüphesi varsa Cumhuriyet savcılıklarına bildirimde bulunabilir. Bilgi suistimali, piyasa dolandırıcılığı, izinsiz sermaye piyasası faaliyeti ve usulsüz halka arz gibi fiiller yatırımcı güvenini doğrudan zedelediği için özel önem taşır. Kanunun genel mantığı, ihraçtan işlem sonrası denetime kadar piyasanın bütün aşamalarında şeffaflığı, eşit işlem ilkesini ve yatırımcı korunmasını birlikte sağlamaktır.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.2.1 - Özel Durumlar Tebliği II-15.1

Özel Durum Açıklamalarında İçsel Bilgi, Sürekli Bilgi ve Kamuyu Aydınlatma

KISACA

Özel Durumlar Tebliği, yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek bilgilerin zamanında, doğru, tam ve yanıltıcı olmayan biçimde kamuya açıklanmasını düzenler. Temel ayrım içsel bilgi ve sürekli bilgi üzerinedir. İçsel bilgi, kamuya açıklanmamış ve açıklanması halinde sermaye piyasası aracının değeri veya yatırımcı kararı üzerinde etkili olabilecek nitelikte bilgidir. İhraççılar ve ilgili kişiler bu bilgileri kamuya duyurmakla yükümlüdür; belirli şartlarda açıklama ertelenebilir, fakat gizlilik korunmalı ve erteleme yatırımcıları yanıltmamalıdır. Olağan dışı fiyat ve miktar hareketleri, haber veya söylentilerin doğrulanması, idari sorumluluğu bulunan kişilerin işlemleri, ana ortaklık işlemleri, sermaye ve yönetim kontrolü değişiklikleri, oy hakları ve paya dayalı araçlar özel açıklama alanlarıdır. Açıklamalar KAP üzerinden yapılır; içeriğin anlaşılır, yeterli ve yatırımcıyı yanıltmayacak nitelikte olması gerekir.

Özel durum açıklamaları, sermaye piyasasında bilgi eşitliğinin ana araçlarından biridir. Yatırımcıların alım, satım veya elde tutma kararları fiyatı etkileyebilecek bilgilere dayanır. Eğer önemli bilgi yalnızca sınırlı bir grubun elinde kalırsa piyasa adil çalışmaz, fiyat oluşumu bozulur ve yatırımcı güveni zedelenir. Özel Durumlar Tebliği bu nedenle ihraççıların ve belirli kişilerin kamuya açıklama yükümlülüklerini ayrıntılı biçimde düzenler. Tebliğin amacı, bilginin zamanında, tam, doğru, anlaşılır ve yanıltıcı olmayacak şekilde piyasaya ulaşmasını sağlamaktır.

Tebliğde en önemli kavram içsel bilgidir. İçsel bilgi, kamuya açıklanmamış olan ve açıklandığında ilgili sermaye piyasası aracının fiyatını, değerini veya yatırımcıların kararını etkileyebilecek nitelikteki bilgidir. Finansal sonuçlar, birleşme, devir, önemli yatırım, yönetim değişikliği, faaliyetleri etkileyen gelişmeler veya benzer stratejik olaylar bu çerçevede değerlendirilebilir. İçsel bilgi kamuya açıklanmaya kadar gizli tutulmalıdır. Bu bilgiye erişen kişilerin listelenmesi, bilginin kontrolsüz yayılmasını önlemeye ve sorumluluğun izlenmesine hizmet eder.

Bazı durumlarda içsel bilginin açıklanması ertelenebilir. Erteleme, ihraççının meşru çıkarının zarar görmemesi için kullanılabilir; ancak yatırımcıların yanıltılmaması ve bilginin gizliliğinin korunması şarttır. Gizlilik bozulursa veya haber, söylenti ya da sızıntı piyasada bilgi dengesini etkiler hale gelirse açıklama yükümlülüğü yeniden gündeme gelir. Bu nedenle erteleme, açıklama yapmaktan kaçınma aracı değildir. Geçici olarak susma imkanı verir, fakat açıklamanın zamanı geldiğinde kamuya yeterli bilgi verilmesini ortadan kaldırmaz.

Sürekli bilgiler, ihraççının sermaye yapısı, yönetim kontrolü, oy hakları, paya dayalı sermaye piyasası araçları ve benzeri kalıcı veya tekrarlayan bilgilerini kapsar. Sermaye yapısında ve yönetim kontrolünde belirli eşikleri etkileyen değişikliklerin izlenmesi, yatırımcıların ortaklık üzerindeki hakimiyet ilişkilerini anlamasını sağlar. İdari sorumluluğu bulunan kişilerin ve bunlarla yakından ilişkili kişilerin işlemlerinin açıklanması da piyasa şeffaflığı açısından önemlidir. Bu kişiler şirketin faaliyetleri ve geleceği hakkında

daha fazla bilgiye sahip olabileceği için yaptıkları işlemler yatırımcılar tarafından anlamlı sinyal olarak görülebilir.

Tebliğ, yalnız payları borsada işlem gören ortaklıkları değil, sermaye piyasası aracı ihraç eden farklı ihraççı türlerini de durumlarına göre kapsar. Pay dışındaki araçları halka arz eden ihraççılar, fon kullanıcıları, nitelikli yatırımcılara veya tahsisli satış için ihraç belgesi onaylanan yapılar için de belirli açıklama yükümlülükleri bulunabilir. Genel kurul, sermaye artırmı, ihraç koşulları ve fon kullanımına ilişkin bilgiler yatırımcının aracı ve ihraççıyı değerlendirebilmesi için açıklanır. Açıklamanın kapsamı, ilgili olayın yatırımcı kararına etkisini anlayabilecek kadar açık olmalıdır.

Özel durum açıklamaları kural olarak Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden yapılır. Bildirimin şekli kadar dili ve içeriği de önemlidir. Açıklama muğlak, eksik, teknik jargonla kapalı veya seçici bilgi içeren biçimde düzenlenirse kamuyu aydınlatma amacına hizmet etmez. Tebliğin mantığı, piyasaya yalnız haber vermek değil, yatırımcıların bu haberin etkisini makul biçimde değerlendirebilmesini sağlamaktır. Bu nedenle özel durum rejimi sermaye piyasasında şeffaflığın, fiyat oluşumunun ve yatırımcı korunmasının günlük işleyişe yansıyan temel mekanizmasıdır.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.3.1 · Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1

Kurumsal Yönetim İlkeleri, Zorunlu Uyum ve Raporlama Sistemi

KISACA

Kurumsal Yönetim Tebliği, halka açık ortaklıklarda pay sahipleri, yönetim kurulu, kamuyu aydınlatma ve menfaat sahipleri arasındaki yönetim düzenini güçlendirmeyi amaçlar. Kurumsal yönetim adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri üzerine kurulur. Sermaye Piyasası Kanunu, Kurula halka açık ortaklıklarda kurumsal yönetim ilkelerini belirleme, bazı ilkeleri zorunlu tutma, uyumsuzluk halinde tedbir alma ve ilişkili taraf işlemleri için özel karar süreçleri öngörme yetkisi verir. Payları borsada işlem gören ortaklıklar piyasa değeri ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerine göre gruplandırılır; zorunlu ilkelerin kapsamı bu gruplara göre değişebilir. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri, komiteler, ilişkili taraf işlemleri ve önemli işlemler yatırımcı korunması açısından kritik alanlardır. Uyum raporlamasında gönüllü ilkeler için uygula veya açıklama yaklaşımı; KAP üzerinden URF ve KYBF şablonları kullanılır.

Kurumsal yönetim, şirketin yalnız çoğunluk pay sahibinin iradesiyle değil, pay sahipleri, yönetim kurulu, yöneticiler, çalışanlar, alacaklılar, yatırımcılar ve kamu arasındaki dengeli ilişkiyle yönetilmesini ifade eder. Halka açık ortaklıklarda bu ihtiyaç daha güçlüdür; çünkü şirketin payları geniş yatırımcı kitlesine yayılmıştır ve yönetim kararları sermaye piyasasında fiyat, güven ve yatırımcı korunması üzerinde doğrudan etki yaratır. Kurumsal yönetim düzeni adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleriyle şirket yönetimini daha öngörülebilir ve denetlenebilir hale getirmeyi amaçlar.

Sermaye Piyasası Kanunu, Kurula halka açık ortaklıklar için kurumsal yönetim ilkelerini belirleme ve bazı ortaklıklar bakımından bu ilkelere uyumu zorunlu tutma yetkisi verir. Kurul, bu yetkiyi eşit koşullardaki şirketlere eşit kurallar uygulanması ve haksız rekabet yaratılmaması ilkesiyle kullanır. Payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklar, piyasa değerleri ve fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değeri dikkate alınarak gruplara ayrılır. Şirketin dahil olduğu grup, hangi zorunlu kurumsal yönetim ilkelerine tabi olacağını etkileyebilir. Payları ilk kez halka arz edilecek veya borsada işlem görmeye başlayacak ortaklıklar için de geçiş ve uyum süreçleri belirlenir.

Kurumsal yönetim ilkeleri içinde yönetim kurulunun yapısı özel önem taşır. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri, şirket yönetiminde çoğunluk pay sahibinin veya yöneticilerin etkisini dengeleyen gözetim işlevi görür. Yönetim kurulu komiteleri denetim, risk, kurumsal yönetim ve aday gösterme gibi alanlarda uzmanlaşmış izleme sağlar. Bağımsız üyelerin seçimi, nitelikleri ve bazı kararlardaki rolü, yatırımcıların karar süreçlerine duyduğu güveni artırmayı hedefler. Bankalar, yatırım ortaklıkları veya belirli kamu hizmeti niteliği taşıyan ortaklıklar için özel istisna ve uyarlamalar bulunabilir.

İlişkili taraf işlemleri kurumsal yönetimin hassas alanlarından biridir. Halka açık ortaklıkların ilişkili taraflarıyla yapacağı belirli nitelikteki işlemlerde yönetim kurulu kararı alınması, bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayının aranması ve onay verilmezse durumun kamuya açıklanarak genel kurul

sürecine taşınması yatırımcı korunması açısından önemlidir. Bu yapı, şirket kaynaklarının ilişkili kişilere piyasa koşullarına aykırı biçimde aktarılmasını önlemeyi hedefler. Genel kurulda işlemin tarafı olan kişilerin oy kullanamaması da çıkar çatışmasını sınırlayan bir mekanizmadır.

Tebliğde uyum zorunluluğuna aykırılık halinde Kurulun kullanabileceği tedbirler de düzenlenir. Kurul, gerekli uyumun sağlanması için süre verebilir, işlemlerin hukuka aykırılığının tespiti veya iptali için dava açabilir, ihtiyati tedbir isteyebilir ve bazı durumlarda bağımsız yönetim kurulu üyelerini resen atayabilir. Bu yetkiler kurumsal yönetim ilkelerinin yalnız tavsiye niteliğinde kalmamasını, zorunlu alanlarda fiilen uygulanmasını sağlar. Böylece kurumsal yönetim, şirket içi iyi niyet beyanı değil, sermaye piyasası düzeninin yaptırımla desteklenen parçası haline gelir.

Raporlama tarafında uygula veya açıklama yaklaşımı önemlidir. Zorunlu ilkeler dışında kalan gönüllü ilkelerde şirketler ilkeye uyuyorsa bunu belirtir; uymuyorsa nedenini ve varsa alternatif uygulamayı açıklar. Kurumsal Yönetim Uyum Raporu gönüllü ilkelere uyum durumunu, Kurumsal Yönetim Bilgi Formu ise mevcut uygulamalara ilişkin veriye dayalı bilgileri sunar. Bu formlar KAP üzerinden yayımlanır ve yıllık faaliyet raporunda kurumsal yönetim bölümüyle desteklenir. Raporlamanın amacı yalnız formaliteyi tamamlamak değil, yatırımcının şirketin yönetim kalitesini, risklerini ve azınlık pay sahiplerine yaklaşımını görebilmesini sağlamaktır.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.1 - Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.1

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Portföy, Kuruluş ve Kamuyu Aydınlatma Rejimi

KISACA

Gayrimenkul yatırım ortaklığı, gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı haklar, gayrimenkul projeleri, altyapı yatırım ve hizmetleri ile sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işletmek üzere kurulan sermaye piyasası kurumudur. Tebliğ, kuruluş veya dönüşüm şartlarını, kurucu ve ortak niteliklerini, pay satışı ve halka arz sürecini, yönetim kurulu ile genel müdür şartlarını, faaliyet sınırlarını, portföy sınırlamalarını, değerlendirme yükümlülüklerini ve kamuyu aydınlatma esaslarını birlikte düzenler. GYO modelinde yatırımcı korunması üç hatta dayanır: varlıkların mevzuata uygun portföy içinde tutulması, özellikli işlemlerde bağımsız değerlendirme yapılması ve yatırımcıların finansal tablolar, faaliyet raporları, portföy bilgileri ve özel durum açıklamalarıyla zamanında bilgilendirilmesi. Altyapı portföyü işletecek GYO'larda halka arz veya nitelikli yatırımcıya satışa ilişkin özel hükümler ayrıca dikkate alınır.

Gayrimenkul yatırım ortaklığı, sermaye piyasasında gayrimenkul ekonomisini kolektif yatırım mantığıyla buluşturan anonim ortaklık yapısıdır. Bu ortaklıkların ayırt edici özelliği, faaliyet merkezinin doğrudan ticari işletmecilikten çok portföy işletme rejimine dayanmasıdır. Portföy gayrimenkullerden, gayrimenkule dayalı haklardan, gayrimenkul projelerinden, altyapı yatırım ve hizmetlerinden, para ve sermaye piyasası araçlarından ve Tebliğde izin verilen diğer varlıklardan oluşabilir. Bu yapı yatırımcıya tek tek gayrimenkul edinmeden gayrimenkul portföyünün ekonomik sonuçlarına katılma imkânı verir; buna karşılık ortaklığın yönetimi, varlık seçimi, değerlendirme ve bilgi verme yükümlülükleri ayrıntılı sermaye piyasası kurallarına bağlanır.

Kuruluş veya mevcut bir ortaklığın GYO'ya dönüşümü Kurul denetimindeki bir izin sürecidir. Esas sözleşmenin mevzuata uygunluğu, sermaye şartları, payların niteliği, kurucu ve ortakların mali güç, itibar ve yasaklılık bakımından taşıması gereken şartlar, yönetim kurulu üyeleri ile genel müdürün deneyim ve öğrenim koşulları bu sürecin temel bileşenleridir. GYO ticaret unvanı da korunan bir unvandır; kanun ve Tebliğ koşullarına göre faaliyet göstermeyen kuruluşlar bu ibareyi veya aynı anlama gelebilecek ifadeleri kullanamaz. Ortaklığın statüsü yalnızca unvana değil, portföyün mevzuata uygun biçimde işletilmesine ve sürekli yükümlülüklerle uyuma bağlıdır.

Payların satışı GYO düzeninin kritik aşamalarından biridir. GYO'lar belirli koşullarda paylarını halka arz eder; altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek ortaklıklarda nitelikli yatırımcıya satış seçeneği de ayrıca düzenlenmiştir. Halka arz sonrası Borsa İstanbul kotasyonu için belirlenen süreler, payların kaydi izlenmesi, pay devirlerinde Kurul izni gereken haller, imtiyazlı pay ihracına getirilen sınırlamalar ve yönetim kontrolünün el değiştirmesine bağlanan koşullar yatırımcı tabanının ve kontrol yapısının gözetim altında tutulmasını sağlar. Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı dışında imtiyaz yaratılmasına genel olarak sınırlı yaklaşılması da aynı koruma mantığının sonucudur.

GYO'nun faaliyet alanı portföy işletmeyle sınırlıdır; inşaat işi üstlenmek, olağan ticari mal veya hizmet üretimi yapmak, mevzuatta izin verilmeyen borç verme veya mevduat toplama benzeri işlemlere yönelmek bu modele uygun değildir. Gayrimenkul alım satımı, kiralama, proje geliştirme, iştirak, işletme hizmeti, tapuya şerhi zorunlu sözleşmeler, ipotek ve rehin işlemleri ile altyapı projeleri özel sınırlamalar içinde ele alınır. Portföy sınırlamaları ortaklık aktifinin hangi varlık gruplarında yoğunlaşabileceğini ve hangi risklerin sınırlandırılacağını belirler. Böylece ortaklık, unvanının çağrıştırdığı yatırım amacından uzaklaşmadan faaliyet göstermek zorunda kalır.

Değerleme yükümlülüğü GYO rejiminin merkezindedir. Portföye alınacak, portföyden çıkarılacak, kiralanacak veya önemli işlem niteliği taşıyabilecek gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklarda bağımsız değerlendirme kuruluşlarından rapor alınması gerekebilir. Değerleme raporu yalnızca iç karar destek belgesi değildir; belirli durumlarda işlem bedeli ile ekspertiz değeri arasındaki farkın gerekçelendirilmesi ve kamuya açıklanması gerekir. Finansal tabloların, yönetim kurulu faaliyet raporunun, portföy tablolarının ve internet sitesi açıklamalarının düzenli tutulması da yatırımcının ortaklık varlıklarını ve risklerini izleyebilmesi için zorunludur.

GYO statüsünden çıkma veya GYO olarak faaliyette bulunma hakkının ortadan kalkması ayrıca düzenlenen sonuçlar doğurur. Statüden çıkmak isteyen halka açık ortaklıklarda pay alım teklifi, yönetim kurulu raporu, esas sözleşme değişikliği ve Kurul izni gibi koruyucu adımlar devreye girer. Süreli kuruluşlarda sürenin uzatılmaması, altyapı yatırım amacının imkânsız hale gelmesi veya gerekli uyumun sağlanamaması gibi haller ortaklığın GYO faaliyet hakkını sona erdirebilir. Bu nedenle Tebliğ, GYO'yu yalnızca bir yatırım aracı olarak değil, kuruluşundan portföy yönetimine, kamuyu aydınlatmadan statü değişikliğine kadar bütün yaşam döngüsü izlenen özel bir sermaye piyasası kurumu olarak ele alır.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

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

Sabit ve Değişken Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

KISACA

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işletmek üzere kurulan kolektif yatırım kuruluşlarıdır. Tebliğ sabit sermayeli ve değişken sermayeli ortaklıkları ayrı yapılar olarak düzenler. Sabit sermayeli ortaklık kayıtlı sermaye esasına göre kurulur, paylarının önemli kısmını halka arz etmeyi taahhüt eder ve portföyünü mevzuatta sayılan varlıklarla sınırlar. Değişken sermayeli yatırım ortaklığında ise kurucu payları ve yatırımcı payları ayrımı, payların ihracı ve itfası, portföy türleri ve pay grupları daha belirgin hale gelir. Her iki modelde de kurucu ve yönetici nitelikleri, iç kontrol, risk yönetimi, portföy saklama, değerlendirme, kamuyu aydınlatma, borçlanma ve portföy sınırlamaları yatırımcı korunması için bir bütün olarak işler.

Menkul kıymet yatırım ortaklığı, yatırımcıların kaynaklarını profesyonelce işletilen bir sermaye piyasası portföyünde bir araya getiren anonim ortaklık modelidir. Portföy paylardan, kamu ve özel sektör borçlanma araçlarından, kira sertifikalarından, repo ve ters repo işlemlerinden, yatırım fonu katılma paylarından, kıymetli madenlere dayalı araçlardan, vadeli mevduat ve katılma hesaplarından, türev işlem teminatlarından ve Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçlarından oluşabilir. Ortaklığın esas işlevi, portföy çeşitlendirmesi yaparak yatırım riskini dağıtmak, piyasa gelişmelerini izlemek ve portföy değerini koruyup artırmaya yönelik kararları mevzuat sınırları içinde almaktır.

Tebliğ iki ana yapıyı ayrı ayrı ele alır. Sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklığı kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olarak kurulur ve çıkarılmış sermayesinin belirli kısmını halka arz etme taahhüdüyle piyasa disiplinine açılır. Kuruluş sermayesinin asgari tutarı, payların nakit karşılığı çıkarılması, unvanda menkul kıymet yatırım ortaklığı ibaresi, lider sermayedar bulunması, genel müdür ve yönetim kurulu üyelerinin belirlenmesi, portföy saklayıcısının seçilmesi ve esas sözleşmenin mevzuata uygunluğu kuruluş sürecinin ana koşullarıdır. Kurucu ve ortaklarda iflas, konkordato, yasaklılık, mahkûmiyet, mali güç ve itibar gibi şartlar aranması ortaklığın güvenilirliğini sağlamaya yöneliktir.

Sabit sermayeli ortaklıkta payların halka arzı, Borsa İstanbul kotasyonu, pay türü ve devri, yönetim kurulu, genel müdür, personel ve portföy yönetimi ayrıntılı kurallara bağlanır. Ortaklık portföyünün idaresi, portföy yönetim şirketiyle yapılacak sözleşmeler ve portföy saklama hizmeti yatırımcı varlıklarının ayrı ve düzenli biçimde izlenmesini sağlar. İç kontrol sistemi, risk yönetim sistemi ve teftiş birimi yalnızca organizasyonel formalite değildir; portföy sınırlamalarına uyumun, işlem süreçlerinin, değerlendirme esaslarının ve raporlama yükümlülüklerinin izlenmesini sağlayan iç savunma hattıdır. Ortaklığın kendi paylarını satın alması, borçlanması, repo, ters repo ve ödünç işlemleri gibi alanlarda getirilen sınırlar ise kaldıraç ve yoğunlaşma riskini kontrol eder.

Değişken sermayeli yatırım ortaklığı, yatırımcı paylarının ihraç ve itfa edilebildiği daha esnek bir kolektif yatırım ortaklığı modelidir. Bu yapıda kurucu payları ile yatırımcı payları farklı işlevler taşır. Kurucu payları

ortaklığın kuruluş ve yönetim yapısıyla bağlantılıdır; yatırımcı payları ise yatırımcıların portföye katılımını ve ayrılmasını sağlar. Pay grupları oluşturulabilir, portföy türleri belirlenir ve yatırımcı bilgi formu aracılığıyla yatırım stratejisi, riskler, ücretler ve temel bilgiler açıklanır. Değişken sermayeli yapının esnekliği, daha ayrıntılı bilgilendirme ve portföy sınırlaması gerektirir.

Portföy sınırlamaları menkul kıymet yatırım ortaklığı rejiminin omurgasıdır. İhraççı yoğunlaşması, kolektif yatırım kuruluşu paylarına yatırım, borsada işlem görme koşulları, vade yapısı, kredi, repo, ters repo, ödünç işlemleri, serbest portföyler ve belirli yatırımcı kitlesine tahsis edilmiş portföyler farklı alt başlıklarda düzenlenir. Sınırlamaların amacı ortaklığın tek bir ihraççıya, varlık grubuna, likiditesi zayıf araca veya kaldıraç etkisi yaratabilecek işleme aşırı bağımlı hale gelmesini önlemektir. Portföyün değerlendirilmesi ve performans sunumu da aynı yatırımcı koruma çerçevesine dahildir.

Kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ortaklık modelinin piyasa ile temas ettiği noktadır. Haftalık raporlar, değerlendirme ve performans bilgileri, finansal tablolar, özel durum açıklamaları, tanıtım ve reklam kuralları, statüden çıkma süreçleri ve kâr payı dağıtımı yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek bilgilerin düzenli ve doğru paylaşılmasını hedefler. Menkul kıymet yatırım ortaklığı statüsünden çıkmak isteyen veya sona erme sürecine giren ortaklıklarda da yatırımcı haklarının korunması için özel prosedürler uygulanır. Böylece Tebliğ, portföyün hangi varlıklardan oluşabileceğinden ortaklık yapısının nasıl sonlanabileceğine kadar bütün süreci kapalı bir kurallar sistemi içinde yönetir.

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 Şirketlerinde Kuruluş, Faaliyet İzni ve Organizasyon Yükümlülükleri

KISACA

Portföy yönetim şirketi, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan anonim ortaklık şeklindeki sermaye piyasası kurumudur. Yatırım ortaklıkları, emeklilik yatırım fonları ve yabancı kolektif yatırım kuruluşlarının portföy yönetimi de bu faaliyet çerçevesine girebilir. Tebliğ, kuruluş şartlarını, faaliyet izni sürecini, özsermaye yükümlülüklerini, yöneticiler ve ihtisas personeli için aranan koşulları, iç kontrol, risk yönetimi, teftiş, fon hizmet birimi, dışarıdan hizmet alımı, portföy yönetim sözleşmesi, müşteri varlıklarının saklanması ve bildirim yükümlülüklerini sistemli biçimde düzenler. Şirketler Kurul izniyle bireysel portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı ve yatırım fonu katılma payı pazarlama dağıtım faaliyetlerini de yürütebilir; fakat faaliyet genişliği organizasyon, sermaye ve yetki belgesi koşullarıyla sınırlandırılır.

Portföy yönetim şirketi, kolektif yatırım kuruluşları ile bireysel yatırımcı portföylerinin profesyonel biçimde yönetilmesi için kurulan uzmanlaşmış sermaye piyasası kurumudur. Ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimidir; bunun yanında yatırım ortaklıklarının, emeklilik yatırım fonlarının ve bunların yabancı muadillerinin portföylerinin yönetimi de şirketin ana faaliyet alanı içinde değerlendirilebilir. Şirketin yalnızca girişim sermayesi yatırım fonu, yalnızca gayrimenkul yatırım fonu veya yurt dışında yerleşik kişilere yönelik yabancı kolektif yatırım kuruluşu kurmak ve yönetmek üzere uzmanlaşmış biçimde kurulabilmesi, portföy yönetimi rejiminin farklı varlık sınıflarına göre esneyebildiğini gösterir.

Kuruluş izni, şirketin hukuki ve mali yapısının Kurul tarafından baştan denetlenmesini sağlar. Şirket kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık şeklinde kurulmalı, payları nama yazılı ve nakit karşılığı çıkarılmalı, asgari başlangıç sermayesine sahip olmalı, esas sözleşmesi sermaye piyasası mevzuatına uygun olmalı ve ortaklık yapısı şeffaf olmalıdır. Kurucu ortaklar ile önemli etkiye sahip ortaklarda iflas, konkordato, faaliyet izni iptaliyle bağlantılı sorumluluk, belirli suçlardan mahkûmiyet, işlem yasağı, muaccel vergi borcu, dürüstlük, itibar ve mali güç gibi şartlar aranır. Bu şartlar portföy yönetiminin emanet ve vekâlet niteliği taşıyan yapısıyla doğrudan bağlantılıdır.

Kuruluş izni tek başına faaliyete başlamak için yeterli değildir. Şirket, belirlenen süre içinde faaliyet izni ve yetki belgesi almak üzere Kurula başvurmak zorundadır. Faaliyet izni aşamasında kuruluş şartlarının korunması, sermaye yeterliliği yükümlülüklerinin yerine getirilmesi, varsa teminatların yatırılması, portföy saklayıcısıyla sözleşme yapılması, yeterli portföy yöneticisi, araştırma uzmanı ve ihtisas personeli istihdam edilmesi, muhasebe, kayıt, bilgi işlem ve iş akışı altyapısının kurulması gerekir. Görev tanımlarının yazılı hale getirilmesi ve personele tebliğ edilmesi, iç kontrolün kişilere değil kurumsal prosedürlere dayanmasını sağlar.

Organizasyon yapısı portföy yönetim şirketlerinde ayrı bir denetim alanıdır. İç kontrol sistemi işlemlerin mevzuata, iç düzenlemelere ve sözleşmelere uygun yürütülmesini izler. Risk yönetim sistemi, yönetilen portföylerin maruz kaldığı piyasa, karşı taraf, likidite ve operasyonel risklerin ölçülmesi ve raporlanması için kurulur. Teftiş birimi ve iç kontrol sisteminin gözetimi, yönetim kurulunun sorumluluğu altında işleyen daha bağımsız bir değerlendirme hattı oluşturur. Fon hizmet birimi, fon operasyonlarının hesaplama, kayıt, raporlama ve belge düzeni tarafını destekler. Dışarıdan hizmet alınması mümkündür; ancak dış hizmet şirketin ve kurucusu olduğu fonlar üzerindeki sorumluluğunu ortadan kaldırmaz.

Portföy yönetim şirketinin faaliyetleri yalnızca kolektif portföy yöneticiliğiyle sınırlı kalmayabilir. Kuruldan izin alınması halinde bireysel portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı ve yatırım fonu katılma payı pazarlama ve dağıtım faaliyetleri yürütülebilir. Bazı yan hizmetler için yetki belgesi yerine Kurula bildirim sistemi öngörülür; fakat bu hizmetlerin kapsamı şirketin özsermaye düzeyi ve mevzuatta belirlenen koşullarla bağlantılıdır. Portföy yönetim sözleşmesi, yönetilecek portföyün amacı, stratejisi, sınırlamaları, ücretleri, raporlama esasları ve tarafların sorumluluklarını belirleyen temel belgedir. Kolektif portföy yöneticiliğinde şirket vekil sıfatıyla hareket eder ve yönetilen portföyün hak sahipleri için özen borcu taşır.

Şirket yöneticileri ve personeline ilişkin koşullar, bağımsızlık ve mesleki özen ilkeleriyle tamamlanır. Çıkar çatışmalarının önlenmesi, sır saklama, defter ve kayıt düzeni, müşteriye bildirim, sermaye yeterliliği, teminat yatırma, pay devri ve ortaklık yapısı değişikliklerinde bildirim veya izin yükümlülükleri şirketin sürekli gözetim altında kalmasını sağlar. Portföy saklayıcısı ve aracılık hizmeti veren kuruluşlarla yönetici veya temsilci düzeyinde çıkar çatışması yaratabilecek bağlantılar sınırlandırılır. Bu çerçevede Tebliğ, portföy yönetim şirketini yalnızca yatırım kararı alan bir kurum olarak değil, organizasyonu, sermayesi, personeli, sözleşmeleri, kayıt sistemi ve denetim hatları birlikte değerlendirilen güven kurumu olarak düzenler.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.4 · Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1

Yatırım Fonlarında Şemsiye Yapı, Katılma Payı ve Portföy Sınırlamaları

KISACA

Yatırım fonu, tüzel kişiliği bulunmayan, kurucu tarafından katılma payı sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esasına göre yönetilen malvarlığıdır. Tebliğ, borsa yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonları dışındaki fonlarda şemsiye fon yapısını esas alır. Fonun kuruluşu, içtüzüğü, izahnamesi, yatırımcı bilgi formu, katılma paylarının ihracı, alım satımı, pay grupları, fon türleri, portföye alınabilecek varlıklar, portföy sınırlamaları, değerlendirme, fon giderleri, bilgi verme, TEFAŞ işlemleri, dönüşüm, birleşme, devir ve sona erme süreçleri bu çerçevede düzenlenir. Kurucu, fon varlıklarını kendi malvarlığından ayrı tutarak yatırımcı haklarını korumak, fonu mevzuata ve bilgilendirme dokümanlarına uygun işletmek ve dışarıdan hizmet alsa bile sorumluluğu sürdürmek zorundadır.

Yatırım fonu, yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan varlıkların ortak bir portföyde değerlendirilmesine dayanan kolektif yatırım yapısıdır. Fonun tüzel kişiliği yoktur; fon malvarlığı kurucunun, yöneticinin ve portföy saklayıcısının malvarlığından ayrıdır ve katılma payı sahipleri hesabına işletilir. Bu ayrılık fon düzeninin temel güvencesidir. Fon borçları ve yükümlülükleri fon malvarlığıyla ilişkilendirilir; kurucunun kendi faaliyetlerinden doğan risklerin fon yatırımcılarına taşmaması hedeflenir. Katılma payı ise yatırımcının fondaki haklarını gösteren kaydi sermaye piyasası aracıdır.

Tebliğ, yatırım fonlarının büyük bölümünde şemsiye fon yapısını merkez alır. Borsa yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonları ayrı tebliğlerle özel olarak düzenlenirken, diğer yatırım fonları şemsiye fon altında kurulur. Şemsiye fon içtüzüğü, katılma payı sahipleri ile kurucu, portföy saklayıcısı ve varsa yönetici arasındaki genel işlem şartlarını içeren iltihaki sözleşmedir. Bu içtüzük fon portföyünün inançlı mülkiyet esasına göre işletilmesini, saklanmasını, yönetilmesini, tasfiye esaslarını ve Kurulun aradığı asgari unsurları belirler. Şemsiye fona bağlı her bir fonun katılma payı, bu içtüzüğe dayalı olarak ihraç edilir.

Fon katılma paylarının ihracı için izahname ve yatırımcı bilgi formu düzenlenir. İzahname fonun unvanını, türünü, süresini, yatırım stratejisini, portföy yöneticilerini, risklerini, ücretlerini, alım satım esaslarını, değerlendirme kurallarını ve yatırımcı kararını etkileyebilecek diğer bilgileri açıklar. Yatırımcı bilgi formu ise daha kısa ve karşılaştırılabilir temel bilgileri sunar. Bilgilendirme dokümanlarında yapılacak değişiklikler, değişikliğin niteliğine göre Kurul onayı, tescil, ilan veya yatırımcıya bildirim süreçlerine bağlanabilir. Fon unvanının yatırım stratejisine uygun olması ve yatırımcıyı yanıltacak sübjektif ifadeler taşımaması da bilgilendirme düzeninin parçasıdır.

Şemsiye fon türleri portföyün ana yatırım alanına göre ayrılır. Borçlanma araçları, hisse senedi, kıymetli madenler, fon sepeti, para piyasası, katılım, değişken, serbest, garantili ve koruma amaçlı şemsiye

fonlar farklı portföy kurallarına tabidir. Hisse senedi yoğun fon gibi özel nitelikler, belirli oranların sürekli sağlanmasına bağlanır. Fon portföyüne alınabilecek varlıklar, ihraççı ve varlık grubu yoğunlaşmaları, kolektif yatırım kuruluşu payları, borsa dışında taraf olunan sözleşmeler, vade yapısı, repo, ters repo, kredi ve ödünç işlemleri ayrıntılı sınırlamalarla düzenlenir. Bu sınırlamalar, fonun yatırım stratejisinden kopmasını ve yatırımcıların beklemediği ölçüde risk üstlenmesini önlemeyi amaçlar.

Katılma paylarının değeri, fon toplam değerinin ve birim pay değerinin düzenli hesaplanmasıyla belirlenir. Payların alımı, satımı, fona iadesi ve pay gruplarının oluşturulması izahnamede açıklanan esaslara göre yürür. Belirli yatırımcılara tahsis edilmiş fonlar, serbest fonlar, fon sepeti fonları, garantili ve koruma amaçlı fonlar gibi özel yapılar yatırımcı kitlesi, portföy serbestliği, garanti ilişkisi veya risk profili bakımından farklı kurallara bağlanır. Fon portföyünün saklanması, portföy saklayıcısının gözetimi ve fon varlıklarının ayrı izlenmesi yatırımcı haklarının operasyonel tarafını güvenceye alır.

Fonun yaşam döngüsü kuruluş ve ihraçla bitmez. Fon toplam gideri üst sınırı, performans ücreti, kamuyu aydınlatma, derecelendirme notu varsa bunun değerlendirilmesi, periyodik raporlar, TEFAS üzerinden dağıtım, dönüşüm, birleşme, kurucu değişikliği, şemsiye fon veya fonun devri ve sona ermesi ayrı prosedürlere bağlanır. Kurucu, fonun faaliyetlerinin içtüzük ve izahnameye uygun yürütülmesinden sorumludur; portföy yöneticiliği veya başka operasyonel hizmetlerin dışarıdan alınması bu sorumluluğu kaldırmaz. Bu nedenle yatırım fonu rejimi, yatırım stratejisiyle birlikte hukuki ayrılık, doğru bilgilendirme, portföy sınırlaması ve sürekli gözetim ilkeleri üzerine kurulur.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.5 · Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.2

Borsa Yatırım Fonlarında Endeks Takibi, Birincil Piyasa ve Kamuyu Aydınlatma

KISACA

Borsa yatırım fonu, katılma payları Borsa İstanbul'da işlem gören, belirli bir endeksi takip etmek üzere portföy yönetim şirketi tarafından kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan fon malvarlığıdır. BYF yapısı yatırım fonu ile menkul kıymet yatırım ortaklığı özelliklerini birleştirir: fon malvarlığı inançlı mülkiyet esasına göre yönetilir, katılma payları ise ikinci piyasada yatırımcılar arasında alınıp satılabilir. Tebliğ kuruluş izni, izahname, içtüzük, portföy oluşturma, birincil ve ikinci piyasa işlemleri, asgari işlem birimi, takip farkı, takip hatası, portföy sınırlamaları, swap sözleşmeleri, halka arz, Borsa işlemleri, değerlendirme ve kamuyu aydınlatma hükümlerini düzenler. BYF'de yatırımcı korunması, endeks takibinin ölçülebilirliği ve pay fiyatı ile fon birim pay değeri arasındaki farkın arbitraj mekanizmasıyla daraltılması üzerine kurulur.

Borsa yatırım fonu, katılma payları borsada işlem gören ve belirli bir endeksin performansını izlemek üzere kurulan özel bir yatırım fonu türüdür. Hukuki olarak fon niteliğindedir; tüzel kişiliği yoktur, malvarlığı katılma payı sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esasına göre işletilir ve portföy saklayıcısı tarafından saklanır. Ekonomik işleyiş bakımından ise paylarının borsada işlem görmesi nedeniyle menkul kıymet yatırım ortaklıklarına yaklaşıır. Bu ikili yapı, yatırımcıya hem fon portföyüne katılma hem de gün içinde borsa fiyatı üzerinden işlem yapma imkânı verir.

BYF'nin ayırıcı unsuru endeks takibidir. Fon, Kurul tarafından uygun görülen bir endeksi izlemek üzere kurulur ve portföyünü bu stratejiye göre oluşturur. Endeks takibi tam kopyalama yöntemiyle yapılabilir; bu durumda endeks bileşenleri endekste ki ağırlıklarına yakın biçimde portföye alınır. Örneklem yönteminde ise endeksin tamamı yerine endeks hareketini en iyi temsil edeceği değerlendirilen varlıklar seçilir. Ayrıca fon toplam değerinin önemli kısmının aynı endeksi izleyen yabancı borsa yatırım fonu katılma paylarına veya endeks kapsamı dışında belirli varlıklara yatırılması yoluyla da takip stratejisi kurulabilir. Stratejinin fon unvanı ve bilgilendirme dokümanlarıyla uyumlu olması gerekir.

Takip farkı ve takip hatası, BYF performansının endeksle uyumunu ölçen iki temel göstergedir. Takip farkı fonun yıllık getirisi ile takip edilen endeksin yıllık getirisi arasındaki farkı gösterir. Takip hatası ise fon getirisi ile endeks getirisi arasındaki farkların değişkenliğini ifade eder. Bu ölçütlerin hesaplanma ve açıklanma esasları bilgilendirme dokümanlarında yer alır. Kurucu belirli dönemlerde gerçekleşen takip farkı ve takip hatasını, olağan piyasa koşullarında beklenen takip hatasını ve önemli sapmaların gerekçelerini kamuya açıklar. Böylece yatırımcı yalnızca fonun getirisini değil, fonun vadettiği endeks takibini ne ölçüde yerine getirdiğini de izleyebilir.

BYF'lerde birincil ve ikinci piyasa birlikte çalışır. İkinci piyasada katılma payları Borsa İstanbul'da arz ve talebe göre işlem görür. Birincil piyasada ise belirli bir asgari işlem birimi karşılığında fon payı oluşturma

veya geri alma işlemleri yapılabilir. Fonun işlem fiyatı ile hesaplanan fon birim pay değeri arasında belirgin fark oluştuğunda, yetkilendirilmiş katılımcılar ve uygun yatırımcılar pay oluşturma veya iade etme yoluyla arbitraj imkânı kullanabilir. Bu mekanizma, fon paylarının uzun süre yüksek primli veya iskontolu işlem görmesini sınırlayan piyasa içi denge aracıdır. Birincil piyasa işlemlerinin nakit veya portföy kompozisyonuna denk varlıklarla yürütülmesi, fonun takip stratejisinin korunması açısından önemlidir.

Portföy sınırlamaları BYF'nin endeks izleyen ürün niteliğini korur. Portföye alınabilecek varlıklar arasında paylar, borçlanma araçları, kıymetli madenler ve bunlara dayalı araçlar, yabancı borsa yatırım fonu katılma payları, kira sertifikaları, gayrimenkul sertifikaları, varantlar, yatırım kuruluşu sertifikaları, türev işlem teminatları, repo ve ters repo işlemleri, kısa vadeli mevduat ve katılma hesapları, Takasbank para piyasası işlemleri, günlük kuru ilan edilen yabancı paralar, swap sözleşmeleri ve Kurulca uygun görülen diğer araçlar bulunabilir. Swap sözleşmelerine dayalı yapılarda karşı taraf riski ve dolaylı endeks takibini gösteren unvan kullanımı ayrıca düzenlenir.

BYF içtüzüğü, izahname ve kamuyu aydınlatma düzeni yatırımcı bilgisini standartlaştırır. İçtüzük fonun unvanını, süresini, kurucu, yönetici, portföy saklayıcısı ve yetkilendirilmiş katılımcıları, asgari işlem birimini, endeks bilgilerini, yatırım politikasını, riskleri, portföy oluşturma ve halka arz esaslarını, gösterge niteliğindeki fon toplam değeri ile birim pay değerinin açıklanmasını, birincil ve ikincil piyasa işleyişini ve tasfiye esaslarını kapsar. Halka arz ve Borsa'da işlem görme süreçleri, asgari halka arz veya avans tutarı, fon toplam değerinin belirli düzeyin altına düşmesi halinde uygulanacak tedbirler ve periyodik açıklamalar BYF'nin hem fon hem de borsada işlem gören ürün olmasından doğan karma koruma rejimini tamamlar.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.6 • Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III–52.3

Gayrimenkul Yatırım Fonlarında Fon Malvarlığı, Yatırım Sınırları ve Değerleme

KISACA

Gayrimenkul yatırım fonu, portföy yönetim şirketleri ile gayrimenkul portföy yönetim şirketleri tarafından nitelikli yatırımcılara yönelik olarak kurulan, tüzel kişiliği bulunmayan ve fon malvarlığı üzerinden işletilen kolektif yatırım yapısıdır. Fonun varlıkları kurucu ve yöneticinin malvarlığından ayrıdır; portföy gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı haklar, gayrimenkul projeleri, gayrimenkul sertifikaları, para ve sermaye piyasası araçları ve Tebliğde izin verilen diğer kalemlerden oluşabilir. Düzenleme fon kuruluşu, katılma payı ihracı, bilgilendirme dokümanları, portföy yönetimi ve saklaması, yatırım komitesi, asgari portföy büyüklüğü, yatırım sınırlamaları, proje gayrimenkul yatırım fonları, kredi kullanımı, değerlendirme, periyodik raporlama, kâr dağıtımı ve tasfiye hükümlerini kapsar. Rejimin ağırlık merkezi nitelikli yatırımcıya satış, bağımsız değerlendirme ve gayrimenkul risklerinin şeffaf izlenmesidir.

Gayrimenkul yatırım fonu, gayrimenkul yatırımlarının fon yapısı içinde kolektif biçimde finanse edilmesini sağlayan sermaye piyasası aracıdır. Fonun tüzel kişiliği yoktur; malvarlığı fon hesabına ve katılma payı sahipleri yararına işletilir. Kurucu, portföy yöneticisi ve portföy saklayıcısı fon varlıklarının yönetimi, saklanması, kayıtları ve yatırımcı bilgilendirmesi bakımından farklı sorumluluklar üstlenir. Fon katılma payları esas olarak nitelikli yatırımcılara satılır; bu nedenle rejim geniş halka arz mantığından çok profesyonel veya mali yeterliliği yüksek yatırımcıların gayrimenkul portföyüne katılımını düzenler.

Fon portföyü gayrimenkul ekonomisine bağlı varlıklar etrafında şekillenir. Arazi, arsa, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, lojistik tesis gibi gayrimenkuller; gayrimenkule dayalı haklar; belirli şartları taşıyan gayrimenkul projeleri; gayrimenkul sertifikaları; mevduat, katılma hesabı, ters repo, para piyasası işlemleri ve Kurulca uygun görülen sermaye piyasası araçları portföyde yer alabilir. Buna karşılık fonun amacı doğrudan inşaat işi veya sıradan ticari işletmecilik yürütmek değildir. Gayrimenkul yatırımlarının portföy ilkesiyle seçilmesi, değerlendirilmesi, gerekiyorsa işletme hizmeti alınması ve fon menfaati doğrultusunda yönetilmesi gerekir.

Fonun kuruluşu ve katılma payı ihracı bilgilendirme dokümanları üzerinden işler. Fon içtüzüğü, izahname veya ihraç belgesi ve yatırımcıya sunulan belgeler fonun yatırım stratejisini, süresini, yönetim ücretini, fon toplam giderlerini, değerlendirme esaslarını, katılma paylarının satışı ve fona iadesi koşullarını, varsa kâr dağıtımı ilkelerini ve riskleri açıklar. Bilgilendirme dokümanlarında yapılacak değişiklikler yatırımcı kararını etkileyebileceği için özel prosedürlere bağlanır. Fon portföyünün yönetimi kurucu veya yönetici tarafından yapılır; gayrimenkul yatırımlarının niteliği nedeniyle yatırım komitesi ve uzman personel düzeni de önem kazanır.

Yatırım sınırlamaları fonun gayrimenkul fonu niteliğini korur. Portföyün belirli bölümünün gayrimenkul yatırımlarından oluşması, belirli yatırım türlerinde yoğunlaşma riskinin sınırlandırılması, fon adına kredi

veya faizsiz finansman kullanımının üst sınırları, iştirak, proje geliştirme ve ilişkili taraf işlemleri gibi konular ayrıntılı şekilde düzenlenir. Proje gayrimenkul yatırım fonlarında henüz tamamlanmamış veya geliştirilecek projelere ilişkin özel koşullar devreye girer. Tapuya şerhi zorunlu sözleşmeler, inşaat hizmetleri, işletme hizmeti ve finansman ilişkileri fonun doğrudan gayrimenkul piyasasıyla temas ettiği alanlardır.

Değerleme GYF rejiminin en hassas başlıklarından biridir. Fon portföyüne alınacak, portföyden çıkarılacak, kiralanacak veya proje konusu yapılacak gayrimenkuller ile gayrimenkule dayalı haklar için sermaye piyasası mevzuatına uygun bağımsız değerleme raporları gerekebilir. Değerleme kuruluşunun seçimi, raporların kapsamı, ekspertiz değerlerinin kullanımı ve değerleme gerektiren işlemlerin yatırımcıya yansması fonun net varlık değerinin güvenilirliğini etkiler. Fon katılma payı değeri, portföydeki gayrimenkullerin gerçeğe uygun değerle izlenmesine bağlı olduğundan, değerleme yalnızca hukuki yükümlülük değil, fiyatlamanın temel girdisidir.

Bilgi verme ve raporlama yükümlülükleri fonun kapalı yatırımcı kitlesine rağmen ortadan kalkmaz. Periyodik raporlar, finansal tablolar, fon toplam değeri, önemli olay bildirimleri, portföydeki gayrimenkullere ilişkin gelişmeler, değerleme sonuçları, fon giderleri, performans ücreti varsa hesaplama yöntemi, kâr dağıtımı ve tasfiye süreci yatırımcıların düzenli izleyebilmesi gereken alanlardır. Fonun sona ermesi halinde fon malvarlığının tasfiyesi, varlıkların nakde çevrilmesi veya yatırımcılara dağıtımı mevzuattaki usule göre yapılır. Bu nedenle gayrimenkul yatırım fonu, esnek yatırım alanı sunarken, nitelikli yatırımcı, bağımsız değerleme, portföy sınırlaması ve ayrılmış fon malvarlığı güvencelerini birlikte kullanan özel bir yapı olarak çalışır.

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 Fonlarında Kaynak Taahhüdü, Yatırım Komitesi ve Portföy Rejimi

KISACA

Girişim sermayesi yatırım fonu, portföy yönetim şirketi tarafından nitelikli yatırımcılardan kaynak taahhüdü veya katılma payı karşılığı toplanan varlıklarla girişim şirketlerine ve girişim sermayesi yatırımlarına yönelik fon yapısıdır. Fonun tüzel kişiliği yoktur; malvarlığı kurucu, yönetici ve portföy saklayıcısının malvarlığından ayrıdır. Tebliğ fon kuruluşu, şemsiye fon ilişkisi, katılma payı ihracı, farklı pay grupları, yatırım komitesi, risk yönetimi, portföy saklama, fon sepeti fonları, girişim şirketi tanımı, girişim sermayesi yatırımları, yatırım sınırlamaları, pay sahipliği sözleşmesi, kaynak taahhüdü, değerlendirme, kredi ve repo sınırları, performans ücreti, kâr dağıtımı, periyodik raporlar ve bilgi verme hükümlerini düzenler. Bu rejimde esneklik geniştir; fakat nitelikli yatırımcı, bilgilendirme, değerlendirme ve portföy sınırlaması denetimi korunur.

Girişim sermayesi yatırım fonu, büyüme potansiyeli taşıyan şirketlere sermaye veya sermaye benzeri finansman sağlamak üzere kurulan kolektif yatırım yapısıdır. Fonun tüzel kişiliği bulunmaz; fon malvarlığı katılma payı sahipleri hesabına ayrı izlenir ve portföy yönetim şirketi tarafından yönetilir. Bu yapı, geleneksel likit sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan fonlardan farklıdır. Fonun esas ekonomik amacı, girişim şirketlerine doğrudan veya dolaylı yatırım yaparak değer yaratmak ve yatırımdan çıkış aşamasında bu değeri yatırımcılara yansıtmaktır. Katılma payları nitelikli yatırımcılara satıldığı için düzenleme daha profesyonel bir yatırımcı kitlesini varsayar.

Fon kuruluşu, bilgilendirme dokümanları ve ihraç süreciyle başlar. Fon içtüzüğü, ihraç belgesi, fon ihraç sözleşmesi ve yatırımcıya sunulan belgeler fonun yatırım stratejisini, süresini, kaynak taahhütlerini, katılma paylarının satış ve iade koşullarını, pay gruplarını, yönetim ve performans ücretlerini, riskleri, yatırım sınırlamalarını ve tasfiye esaslarını ortaya koyar. Kaynak taahhüdü yapısı girişim sermayesi fonlarında özel önem taşır; yatırımcı belirli bir tutarı fona sağlamayı taahhüt eder ve fon yatırımları ilerledikçe bu taahhüt çağrılabilir. Böylece fon, girişim yatırımlarının uzun vadeli ve aşamalı finansman ihtiyacına uyum sağlar.

Yatırım komitesi ve organizasyon yapısı fonun yatırım kararlarının uzmanlıkla alınmasını hedefler. Kurucu ve varsa portföy yöneticisi, fon portföyünü mevzuata, bilgilendirme dokümanlarına ve fon menfaatine uygun yönetmekle sorumludur. Girişim sermayesi yatırımlarının niteliği gereği finansal analiz, sektör bilgisi, hukuki yapılandırma ve değerlendirme süreci birlikte yürütülür. Fon portföyünün saklanması ve kaydi izlenmesi, likit sermaye piyasası araçlarından farklı özellik gösteren ortaklık payları, paya dönüştürülebilir araçlar veya sözleşmesel haklar için ayrıca önem kazanır. Risk yönetimi de yalnızca piyasa fiyatı oynaklığını değil, yatırım yapılan şirketlerin iş modeli, finansman ihtiyacı, çıkış olasılığı ve likidite riskini kapsar.

Girişim şirketi ve girişim sermayesi yatırımı kavramları fonun yatırım alanını belirler. Fonlar, girişim şirketlerinin paylarına, pay benzeri veya paya dönüştürülebilir araçlarına, borçlanma araçlarına, yapılandırılmış finansman modellerine, girişim şirketlerine kaynak sağlayan özel amaçlı yapılara veya Tebliğde kabul edilen diğer girişim sermayesi yatırımlarına yönelebilir. Bu yatırımların belirli portföy oranlarını sağlaması gerekir; fonun esas niteliğini girişim sermayesi yatırımları oluşturmalıdır. Girişim sermayesi yatırımları dışındaki varlıklar ise likidite yönetimi, geçici değerlendirme veya risk dağıtım amacıyla sınırlı biçimde portföye alınabilir.

Pay sahipliği sözleşmeleri, kaynak taahhütleri ve yatırımdan çıkış düzenlemeleri GSYF'nin pratik işleyişini şekillendirir. Fon, yatırım yaptığı şirketlerde yönetsel veya mali haklar elde edebilir, yatırımın korunması için sözleşmesel hükümler kullanabilir ve belirli koşullarla ilave yatırım yapabilir. Yatırım sınırlamalarına aykırılık ortaya çıktığında, bunun yatırımın niteliğinden, değer değişiminden veya çıkış sürecinden kaynaklanıp kaynaklanmadığına göre düzeltme mekanizmaları uygulanır. Fonun kredi veya faizsiz finansman kullanması, repo işlemleri ve diğer portföy işlemleri oran sınırlamalarına ve yatırımcıya bildirim yükümlülüklerine tabidir.

Değerleme, raporlama ve bilgi verme yükümlülükleri fonun uzun vadeli ve likit olmayan yapısını dengeler. Girişim şirketi yatırımlarının değeri borsada oluşan günlük fiyatlara dayanmayabileceği için değerlendirme esasları, değerlendirme kuruluşları ve olağanüstü durumlarda kullanılacak yöntemler yatırımcı güveni açısından belirleyicidir. Fonlar periyodik finansal tablolar ve raporlar hazırlar; önemli girişim sermayesi yatırımları, fon yönetiminde görev alan kişilerle bağlantılar, olağanüstü olaylar, kâr dağıtım, performans ücreti ve tasfiye süreci yatırımcılara uygun yollarla bildirilir. GSYF rejimi bu nedenle girişim yatırımlarının esnekliğini korurken, fon malvarlığının ayrılığı, nitelikli yatırımcıya satış, yatırım sınırlamaları ve düzenli bilgilendirme ilkeleriyle denetimli bir çerçeveye kurar.

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 Ortaklıklarında Kuruluş, Lider Sermayedar ve Portföy Sınırları

KISACA

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı, girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Kurulca uygun görülen diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek üzere kurulan veya esas sözleşme değişikliğiyle dönüşen kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıktır. Tebliğ kuruluş ve dönüşüm şartlarını, asgari sermayeyi, halka arz veya nitelikli yatırımcıya satış taahhüdünü, lider sermayedar koşullarını, kurucu ve ortak niteliklerini, pay ihracı ve devrini, yönetim kurulu ve genel müdür şartlarını, faaliyet alanını, girişim şirketi ve girişim sermayesi yatırımı kavramlarını, portföy sınırlamalarını, değerlendirme, saklama, finansal borç, toplam gider, kamuyu aydınlatma ve statüden çıkma hükümlerini düzenler. GSYO modeli, girişim şirketlerine sermaye veya yapılandırılmış finansman sağlama esnekliğini anonim ortaklık ve sermaye piyasası gözetimiyle birleştirir.

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı, girişim şirketlerine yönelen yatırım faaliyetini anonim ortaklık ve sermaye piyasası kurumu yapısı içinde yürüten özel bir kolektif yatırım kuruluşudur. Ortaklık, girişim sermayesi yatırımlarından, sermaye piyasası araçlarından, para piyasası işlemlerinden, mevduat veya katılma hesaplarından ve Kurulca uygun görülen diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletir. Bu model, fon yapısındaki girişim sermayesi yatırım fonundan farklı olarak tüzel kişiliği olan bir anonim ortaklık üzerinden çalışır. Payların halka arzı veya nitelikli yatırımcılara satışı, ortaklığın kaynak toplama ve yatırımcı tabanını oluşturma aşamasını belirler.

Kuruluş veya dönüşüm başvurusu Kurulun uygun görüşüne tabidir. Ortaklık kayıtlı sermaye sisteminde anonim ortaklık olmalı veya bu sisteme geçmek üzere başvurmalıdır. Kurulda başlangıç sermayesi, dönüşümde mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermaye ile özsermaye belirlenen asgari tutarları karşılamalıdır. Payların nakit karşılığı çıkarılması, ticaret unvanında girişim sermayesi yatırım ortaklığı ibaresinin bulunması, esas sözleşmenin mevzuata uygunluğu, yönetim kurulu üyeleri ve genel müdürün gerekli şartları taşıması ve sermayenin belirli oranındaki payların halka arz edileceğinin veya nitelikli yatırımcılara satılacağına taahhüt edilmesi gerekir. Dönüşen ortaklıklarda portföy yapısının Tebliğ sınırlarına uyum süresi de ayrıca izlenir.

Lider sermayedar kurumu GSYO rejiminin ayırt edici denetim araçlarından biridir. Lider sermayedar, ortaklıkta yönetim kontrolünü sağlayan ve belirli sermaye oranını taşıyan gerçek veya tüzel kişi ortak ya da ortaklar olabilir. Ortaklığın ticaret unvanında adı kullanılan veya unvanla bağlantılı izlenimi doğuran kişinin lider sermayedar olması beklenir. Gerçek kişi lider sermayedarlarda faaliyet alanıyla bağlantılı deneyim ve belirli büyüklükte malvarlığı; tüzel kişi lider sermayedarlarda faaliyet geçmişi, bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar, özsermaye ve aktif toplamı gibi mali güç ölçütleri aranır. Bu düzenleme, girişim yatırımlarının uzun vadeli ve riskli niteliği karşısında ortaklığın arkasındaki kontrol gücünün mali ve itibari yeterliliğini görünür kılar.

Kurucular, ortaklar, yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve diğer personel için getirilen nitelik şartları güven kurumu mantığına dayanır. İflas, konkordato, belirli suçlardan mahkûmiyet, işlem yasağı, muaccel vergi borcu, faaliyet izni iptaliyle bağlantılı sorumluluk, mali güç, dürüstlük ve itibar koşulları sermaye piyasası kurumlarında aranması olağan denetim kriterleridir. Pay devri, imtiyazlı pay ihracı, halka arz, nitelikli yatırımcıya satış, Borsa kotasyonu ve yönetim kontrolü değişikliklerinde Kurul izni veya bildirim mekanizmaları devreye girer. Böylece ortaklığın yatırımcı karşısındaki kurumsal kimliği kuruluş anından sonra da sürekli gözetim altında tutulur.

GSYO'nun faaliyet alanı girişim sermayesi yatırımları etrafında şekillenir. Girişim şirketlerine doğrudan sermaye konulabilir, payları veya paya dönüştürülebilir araçları edinilebilir, borç ve sermaye finansmanını birlikte içeren yapılandırılmış finansman sağlanabilir, belirli koşullarla KOBİ'ler lehine rehin ve teminat tesis edilebilir. Ortaklık portföyünün hangi oranının girişim sermayesi yatırımlarından oluşacağı, girişim dışı varlıklara ne ölçüde yer verilebileceği, portföy sınırlamalarına aykırılık halinde hangi tedbirlerin uygulanacağı ve yatırımdan çıkış nedeniyle ortaya çıkabilecek geçici uyumsuzlukların nasıl düzeltilileceği Tebliğde belirlenir. Amaç, ortaklığın girişim sermayesi kimliğini korurken yatırım sürecinin doğasından kaynaklanan esnekliği de tanımadır.

Değerleme, saklama ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri GSYO'nun halka açık veya nitelikli yatırımcıya yönelik yapısına göre yatırımcı güvenini destekler. Portföydeki girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve diğer varlıkların değerlemesi, finansal tablolar, faaliyet raporları, portföy sınırlamalarına uyum, finansal borç sınırı, toplam gider oranı, pay sahipliği sözleşmeleri ve önemli gelişmeler yatırımcıya açıklanması gereken başlıklardır. GSYO statüsünden çıkma, faaliyet hakkının ortadan kalkması veya unvan kullanımına ilişkin yasaklar da ayrıca düzenlenir. Bu bütün içinde GSYO, girişim şirketlerini finanse eden esnek bir yatırım aracı olmakla birlikte, anonim ortaklık, lider sermayedar, portföy sınırlaması, değerlendirme ve kamuyu aydınlatma denetimiyle sermaye piyasası disiplini altında faaliyet gösterir.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.5.1 · TSPB Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları

TSPB Üyelerinde Meslek Kuralları, Müşteri İlişkileri ve Haksız Rekabetin Önlenmesi

KISACA

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunmaya yetkili kuruluşlar ile Kurulca uygun görülen sermaye piyasası kurumlarının üye olduğu kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşudur. Birliğin meslek kuralları, üyelerin müşterilerle, diğer üyelerle, çalışanlarla, Birlik ve kamu kurumlarıyla ilişkilerinde dürüstlük, adillik, bağımsızlık, tarafsızlık, mesleki özen, saydamlık, kaynakları etkin kullanma, toplumsal yarar, sır saklama, müşteri menfaatlerini koruma ve haksız rekabetten kaçınma ilkelerini somutlaştırır. Üyeler müşteriye tanıma, uygunluk konusunda uyarma, müşteri talimatlarına uyma, ücret ve riskleri doğru açıklama, çıkar çatışmalarında öncelikle müşteri menfaatini gözetme ve şikâyetleri düzeltici tedbirle ele alma yükümlülüğü altındadır. Kurallara aykırılık Birlik disiplin cezalarına konu olabilir.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, sermaye piyasası kurumlarının yalnızca idari olarak bağlı olduğu bir yapı değil, piyasa meslek disiplinini kuran kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşudur. Üyeleri arasında yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunmaya yetkili kuruluşlar, bankalar, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve yatırım ortaklıkları gibi sermaye piyasası aktörleri yer alır. Birliğin amacı üyelerin ortak ihtiyaçlarını karşılamak, sermaye piyasasının gelişmesine katkı sağlamak, üyeler arasında dayanışmayı güçlendirmek, yatırımcılarla ilişkilerde dürüstlük ve güveni hâkim kılmak ve meslek ahlakını korumaktır. Bu nedenle meslek kuralları, piyasa düzeninin yalnızca kanun ve tebliğlerle değil, meslek içi davranış standartlarıyla da desteklenmesini sağlar.

Genel ilkeler üyelerin bütün faaliyetlerine uygulanır. Dürüst ve adil davranma ilkesi, müşteri çıkarlarını ve piyasa bütünlüğünü gözeterek doğru beyana dayalı hareket etmeyi gerektirir. Bağımsızlık ve tarafsızlık, aynı koşullardaki müşterilere eşit davranılmasını ve kararların uygunsuz menfaatlardan etkilenmemesini sağlar. Mesleki özen ve titizlik, teknik bilgi birikiminin korunmasını, düzenlemelerin izlenmesini ve basiretli davranılmasını ifade eder. Saydamlık ilkesi, müşterilerin, kamu kurumlarının ve ilgili tarafların tam, doğru, hızlı ve eşit biçimde bilgilendirilmesini gerektirir. Kaynakları etkin kullanma ve toplumsal yararı gözetme ilkeleri ise kurumların teknolojik, beşeri ve mali altyapılarını müşteri haklarını koruyacak şekilde yürütmelerine bağlanır.

Müşterilerle ilişkiler meslek kurallarının en ayrıntılı alanıdır. Üye, müşteriyle ilişki kurulmadan önce kimlik bilgilerini almalı, faaliyetlerini yazılı sözleşmeye dayandırmalı, müşterinin mali durumu, yatırım amacı, yatırım süresi, risk ve getiri tercihleri hakkında bilgi edinmeli ve standart testleri uygulamalıdır. Bir ürün veya hizmet müşteriye uygun değilse müşteri uyarılır. Müşteri bilgi vermek istemez veya eksik bilgi verirse, uygunluk değerlendirmesinin sağlıklı yapılamayacağı açıkça belirtilir. Bu yaklaşım müşteri kararını kurum adına devralmak değil, müşterinin kararını gerçekçi bilgi ve risk çerçevesi içinde almasını sağlamaktır.

Müşteri talimatlarına uyma, bilgi verme ve müşteri menfaatlerini koruma kuralları hizmetin yürütülme biçimini belirler. Üye, çerçeve sözleşme sınırları içinde müşterinin talimatına uygun hareket eder ve müşteri varlıkları üzerinde yetkisiz tasarrufta bulunamaz. Sunulan hizmetlere ilişkin ücret, komisyon, masraf, karşılıklı yükümlülük, yaptırım, sermaye piyasası aracı ve muhtemel riskler zamanında ve eksiksiz açıklanmalıdır. Bilgiler güvenilir belge, rapor veya analize dayanmalı; abartılı, yanıltıcı, garanti izlenimi veren veya yatırımcıyı yanlış yönlendirebilecek ifadeler kullanılmamalıdır. Genel olarak kamunun erişebildiği bilgi dışında bir bilgiye ulaşılması halinde belirli yatırımcıya haksız avantaj sağlanmaması gerekir.

Çıkar çatışmaları üye ile müşteri arasında veya müşteriler arasında ortaya çıkabilir. Üye, çatışmadan kaçınmak için gerekli çabayı gösterir; kaçınılmaz durumlarda öncelikle müşteri menfaatini gözetir ve durumu müşteriye bildirir. Sır saklama yükümlülüğü, müşteriye ait kimlik ve faaliyet bilgilerinin yetkili merciler dışında açıklanmamasını ve kurum veya çalışan menfaatine kullanılmamasını gerektirir. İlan, reklam ve promosyonlarda ise aldatici, küçük düşürücü, yanıltıcı, abartılı, haksız rekabet doğuran veya mutlak getiri ve zarar garantisi içeren ifadelerden kaçınılmalıdır. Müşteri şikâyetleri yalnızca cevaplanacak başvurular değil, hatalı uygulamaların düzeltilmesi ve tekrarının önlenmesi için kurumsal öğrenme alanıdır.

Diğer üyelerle ve çalışanlarla ilişkiler de meslek disiplini içindedir. Üyeler birbirlerinin ticari itibarını zedeleyemez, yanlış veya kötüleyici beyanlarla müşteri elde etmeye çalışamaz, kamuya açıklanmamış bilgileri kullanarak işlem yapamaz, piyasa dolandırıcılığına veya piyasa bozucu eylemlere imkân tanıyamaz ve ekip halinde personel transferiyle diğer üyelerin faaliyetini kesintiye uğratamaz. Çalışanlar bakımından mesleki yeterlilik, özen, kariyer gelişimi, müşteriyle etik dışı borç-alacak ilişkilerinden kaçınma, hediye ve kişisel çıkar sınırları ve çalışanların kendi sermaye piyasası işlemlerine ilişkin kurum içi kurallar önem taşır. Üyeler ayrıca kendi etik kurallarını belirler, çalışanlardan bunlara uyacaklarına dair taahhüt alır ve Birlik ile kamu kurumlarına doğru, eksiksiz ve zamanında bilgi verir. Kurallara aykırılık fiilin ağırlığına göre uyarıdan üyelikten çıkarmaya kadar disiplin yaptırımlarına bağlanabilir.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.5.2 · Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları

Sermaye Piyasası Çalışanlarında Etik Düşünme, Mesleki Uzmanlık ve Piyasa Dürüstlüğü

KISACA

Sermaye piyasası çalışanları için etik ilkeler, mesleki faaliyetin yalnızca mevzuata uygun değil, aynı zamanda güven, dürüstlük ve yatırımcı menfaatini koruyan biçimde yürütülmesini amaçlar. Temel ilke, çalışanın kamuoyu, müşteri, işveren, çalışma arkadaşları ve piyasanın diğer katılımcılarıyla ilişkilerinde bağımsız, dürüst, adil, yetkin, özenli, güncel bilgilere dayalı, saygılı ve etik davranmasıdır. Bağımsızlık, dürüstlük, adillik, özen, sürekli gelişim, sır saklama ve etik düşünme ilkeleri davranış kurallarıyla somutlaştırılır. Çalışan mevzuatı bilmeli, daha katı düzenlemeye göre hareket etmeli, yanlış veya yanıltıcı gösterimden kaçınmalı, çıkar çatışmalarını yönetmeli, içsel bilgileri kullanmamalı, piyasa bozucu eylemlere katılmamalı ve mesleki itibarı zedeleyen davranışlardan uzak durmalıdır.

Sermaye piyasası çalışanları etik ilkeleri, finansal piyasaların güvene dayalı yapısından doğar. Piyasanın kaynakları etkin, verimli ve ekonomik biçimde dağıtması yalnızca teknik kurallarla sağlanamaz; karar alan kişilerin ahlaki muhakemesi de piyasa kalitesini belirler. Finansal krizler ve kötü uygulama örnekleri, kişisel çıkarın sınırsız biçimde izlenmesinin verimlilik yaratmak yerine sistemik zararı büyütebildiğini göstermiştir. Bu nedenle sermaye piyasası faaliyetlerinde etik, klasik etkinlik, verimlilik ve ekonomiklik hedeflerinin yanına eklenen bağımsız bir değer olarak düşünülür. Etik ilkeler çalışanı soyut değerlerle yönlendirirken, davranış kuralları karşılaşılan somut olaylarda nasıl hareket edilmesi gerektiğini gösterir.

Temel ilke, sermaye piyasası çalışanın kamuoyu, müşteriler, işveren, çalışma arkadaşları ve diğer piyasa katılımcılarıyla ilişkilerinde bağımsız, dürüst, adil, yetkin, özenli, güncel bilgiye dayalı, saygılı ve etik davranmasıdır. Bağımsızlık ve dürüstlük, müşterinin çıkarını kişisel çıkarın önüne koymayı ve açık, anlaşılır, doğru bilgi vermeyi gerektirir. Adillik, benzer koşullardaki müşteriler arasında ayırım yapılmamasını sağlar. Özen ve titizlik, dikkatli ve basiretli bir kişinin aynı durumda göstereceği dikkat seviyesine ulaşmayı ifade eder. Sürekli gelişim, sermaye piyasasının değişen ürün, düzenleme ve risklerini izlemeyi; sır saklama, kurum ve müşteri bilgilerinin menfaat sağlamak için kullanılmamasını gerektirir.

Mesleki uzmanlık davranış kuralı, çalışanın sunduğu hizmeti yetkin biçimde yerine getirecek düzeyde yasal çerçeveyi bilmesini ister. Çalışan sermaye piyasası mevzuatını, ilgili diğer düzenlemeleri, kurum içi kuralları ve varsa yabancı ülke düzenlemelerini izlemeli; çelişki veya uyumsuzluk halinde daha katı olan düzenlemeye göre davranmalıdır. Mevzuatta açıkça yasaklanmamış bir işlem bile sermaye piyasasının güvenini veya yatırımcı çıkarını zedeleyecek nitelikteyse etik açıdan yapılmamalıdır. Bir müşterinin veya kurumun işleminin mevzuata aykırı olduğunu fark eden çalışan, ilgilileri uyarmalı, sonuç alamazsa işlemi uzak durmalı ve gerektiğinde yetkili kurumlara bildirim sürecini işletmelidir.

Bağımsızlık ve tarafsızlık, çalışanın kararını bozan menfaatlerden uzak durmasını gerektirir. Hediye, davet, ekonomik çıkar, halka arzda öncelik, başka iş yönlendirme vaadi veya müşteri memnuniyeti bahanesiyle verilen yüksek değerli menfaatler çalışanın kanaatini etkileyebilir. Bazı mütevazı veya işin zorunlu gereği olan masraflar kabul edilebilir görünse de esas ölçü, sunulan menfaatin çalışanın kararını veya dışarıdan algılanan tarafsızlığını zedeleyip zedelediğidir. Araştırma raporları, portföy kararları, derecelendirme, aracılık ve kurumsal finansman süreçlerinde ticari ilişki baskısı veya grup içi yönlendirme bağımsızlığı gölgeleyebilir. Çalışan bu durumlarda mesleki kanaatini korumalı ve çıkar çatışmasını gizlememelidir.

Gerçekdışı gösterim yasağı sermaye piyasasının bilgiye dayalı işleyişiyle ilgilidir. Çalışan sözlü açıklamalarda, araştırma raporlarında, sunumlarda, kamuyu aydınlatma belgelerinde, e-postalarda veya sosyal ağ paylaşımlarında yanlış, yanıltıcı, eksik ya da garanti izlenimi veren bilgi vermemelidir. Başkasına ait veri veya raporu kaynak göstermeden kullanmak, çalışanın yetkinliği ve emeği konusunda yanlış izlenim yaratır ve intihal niteliği taşıyabilir. Yatırım modelleri ve analizler kullanıldığında, modellerin varsayımları, sınırlılıkları ve zarar riski açıkça anlatılmalıdır. Sermaye piyasasında güven, yalnızca bilgiyi saklamamakla değil, bilgiyi bağlamından koparmadan ve yatırımcıyı yanıltmayacak şekilde sunmakla korunur.

Piyasanın dürüst işleyişini koruma kuralı, içsel bilginin kullanımı, bilgi suistimali, piyasa dolandırıcılığı ve piyasa bozucu eylemler karşısında çalışana aktif sorumluluk yükler. Sermaye piyasası aracının değerini, fiyatını veya yatırımcı kararını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgiye sahip olan çalışan, bu bilgiye dayanarak işlem yapamaz, başkalarına işlem yaptırmaya yardım edemez ve ihlali önleyecek tedbirleri almalıdır. Mesleki uzmanlığa uygun olmayan davranışlar da yalnızca açık yasa ihlallerinden ibaret değildir; sahtekârlık, hile, aldatma, mesleki itibarı veya yetkinlik algısını zedeleyen her davranış etik ihlali olabilir. Bu bütün içinde etik kurallar, çalışanı kural boşluklarında bile yatırımcı güvenini ve sermaye piyasasının saygınlığını koruyan basiretli davranışa yöneltir.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

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

Payın Ortaklık Hakkı, Kaydi Sistem ve Pay Tebliği Çerçevesi

KISACA

Pay, anonim ortaklık sermayesinin nominal değere bölünmüş parçası ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymettir. Sermaye piyasası mevzuatında pay, halka açık ortaklıklar ve borsada işlem gören ortaklıklar bakımından ihraç, halka arz, kayden izleme, kamuyu aydınlatma ve yatırımcı haklarıyla birlikte ele alınır. Payın vadesi ve sabit getirisi yoktur; getirisi kâr payı, tasfiye bakiyesi ve değer artışı olasılığına dayanır. Pay sahipleri tasfiyede borçlanma aracı sahiplerinden sonra gelir, fakat sorumlulukları taahhüt ettikleri pay bedeliyle sınırlıdır. Nama ve hamiline yazılı pay, adi ve imtiyazlı pay, bedelli ve bedelsiz pay, primli ve primsiz pay, kurucu ve intifa payı ile itibari değeri olmayan pay ayrımları, payın sağladığı mali, idari ve dava haklarının kapsamını belirler.

Pay, anonim şirketler hukukunun merkez kavramıdır; ortaklığın sermayesi paylara bölünür ve ortaklık ilişkisi bu paylar üzerinden kurulur. Her pay belirli bir nominal değeri temsil eder ve sahibine esas sözleşme ile mevzuat çerçevesinde ortaklık hakları sağlar. Pay ortaklığa karşı bölünmez; bir pay üzerinde birden fazla hak sahibi varsa haklar ortak temsilci aracılığıyla kullanılır. Pay senede bağlandığında hisse senedi niteliği kazanır, fakat sermaye piyasası uygulamasında borsada işlem gören ortaklık payları esas olarak Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde kayden izlenir. Böylece mülkiyet ve bağlı haklar fiziki senet yerine elektronik kayıt sisteminde takip edilir.

Sermaye piyasası aracı olarak pay, yatırımcının ortaklığın sermayesine katılımını ve ortaklık üzerindeki ekonomik beklentisini temsil eder. Payın borçlanma aracından farkı, vadesinin ve sabit getirisinin bulunmamasıdır. Pay sahibi kâr payı alabilir, tasfiye sonucunda artık değere katılabilir ve payın piyasa fiyatındaki artıştan değer kazancı elde edebilir. Ancak ortaklığın zarar etmesi, kâr dağıtmaması veya değer kaybetmesi yatırımcı açısından kayıp doğurabilir. Tasfiye veya iflas halinde alacaklılar ve borçlanma aracı sahipleri ödendikten sonra kalan artık değer pay sahiplerine dağıtılır; buna karşılık pay sahibinin sorumluluğu ödediği veya taahhüt ettiği pay bedeliyle sınırlıdır.

Halka açık ortaklıklarda payların ihracı ve halka arzı Kurul onayına bağlı izahname veya ihraç belgesi süreciyle yürür. İlk halka arzda yatırımcıların kararını etkileyebilecek bilgiler tam, doğru, anlaşılır, tutarlı ve karşılaştırılabilir biçimde açıklanmalıdır. Nakit sermaye artırımlarında yeni pay alma hakları, kullanılmayan haklardan sonra kalan payların satışı, iç kaynaklardan sermaye artırmı, bedelli ve bedelsiz pay ayırımı, primli veya nominal değer altında pay ihracı gibi başlıklar Pay Tebliği ve sermaye piyasası mevzuatı içinde değerlendirilir. Payın piyasa fiyatının sağlıklı oluşması, doğru ve zamanında kamuyu aydınlatmaya bağlıdır.

Pay türleri hakların kullanımı ve devri bakımından önemlidir. Nama yazılı paylarda haklar pay defteri veya kaydi sistemde hak sahibi görünen kişi üzerinden kullanılır; hamiline yazılı paylarda zilyetlik ve kaydi izleme devrin temelini oluşturur. Adi paylar eşit hak sağlarken imtiyazlı paylar kâr payı, tasfiye

payı, yeni pay alma, oy veya yönetim kurulunda temsil gibi alanlarda üstün hak tanıyabilir. Oyda imtiyazın sınırları, esas sözleşme değişikliği, ibra ve sorumluluk davası gibi bazı kararlarda kullanılamamasıyla dengelenir. Kurucu ve intifa payları ise pay sahipliği hakkı vermeden kâra, tasfiye bakiyesine veya yeni pay alma hakkına katılım sağlayabilir.

Pay sahipliği mali, idari ve dava haklarını birlikte içerir. Kâr payı, tasfiye bakiyesine katılma, bedelsiz pay alma, yeni pay alma, ayrılma ve ortaklıktan çıkarma mali haklar arasında sayılır. Genel kurula katılma, oy kullanma, bilgi alma ve inceleme, özel denetim isteme, yönetim kurulunda temsil ve genel kurulu toplantıya çağırma idari haklardır. Butlan, iptal, sorumluluk, bilgi alma, özel denetim ve haklı sebeple fesih davaları ise pay sahibinin hukuki koruma araçlarıdır. Azınlık pay sahipleri, belirli oranların üzerinde olduklarında gündeme madde ekletme, genel kurulun ertelenmesini isteme veya haklı sebeple fesih davası açma gibi daha güçlü haklara sahip olabilir. Pay Tebliği çerçevesi, bu hakların piyasa işlemine konu olan paylarda nasıl korunacağını düzenleyen sermaye piyasası katmanını oluşturur.

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 Araçlarında İhraç, Yatırımcı Hakları ve Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu

KISACA

Borçlanma araçları, ihraççının borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve yatırımcıya alacaklılık hakkı veren sermaye piyasası araçlarıdır. Paydan farklı olarak borçlanma aracında yatırımcı ortaklık hakkı değil, anapara, faiz veya benzeri edimin yerine getirilmesini talep etme hakkı elde eder. Tebliğ kapsamı tahvil, finansman bonosu, paya dönüştürülebilir tahvil, değiştirilebilir tahvil, kıymetli maden bonosu ve Kurulca kabul edilen diğer araçların ihraç limiti, başvuru, ihraç belgesi, satış, kayden izleme ve yatırımcıya açıklama süreçlerini içerir. Borçlanma aracı sahipleri kurulu ise aynı tertip veya ihraççı bazında yatırımcıların topluca karar almasına, temerrüt, vade, faiz, teminat veya yapılandırma gibi konularda ortak irade oluşturmaya hizmet eder.

Borçlanma aracı, ihraççının fon sağlamak için borçlu sıfatıyla düzenlediği ve yatırımcıya alacaklılık hakkı veren sermaye piyasası aracıdır. Bu aracın ekonomik mantığı paydan farklıdır. Pay sahibi ortaklık riskine katılır ve getirisi şirketin performansına bağlıdır; borçlanma aracı sahibi ise belirli koşullarda anapara, faiz, getiri veya başka edimin yerine getirilmesini talep eden alacaklı konumundadır. Bu nedenle borçlanma araçlarında vade, itfa, faiz veya iskonto, teminat, ihraç limiti, borçlu sıfatı ve yatırımcıya yapılacak ödemeler temel kavramlardır. Sermaye piyasası hukuku, bu araçları hem ihraççının finansman ihtiyacı hem de yatırımcının alacaklı sıfatıyla korunması açısından düzenler.

Borçlanma Araçları Tebliği, ihraççıların borçlanma aracı ihraçlarında uyacakları usul ve esasları belirler. Tahvil, finansman bonosu, paya dönüştürülebilir tahvil, değiştirilebilir tahvil, kıymetli maden bonosu ve Kurulca uygun görülen diğer borçlanma araçları bu çerçevede ele alınabilir. İhraç limitinin hesaplanması, limit aşımı, başvuru belgeleri, izahname veya ihraç belgesi, halka arz ya da halka arz edilmeksizin satış, nitelikli yatırımcıya satış, tahsisli satış ve satıştan vazgeçilen veya satılamayan araçlar ihraç sürecinin ana başlıklarıdır. Borçlanma araçlarının kayden ihracı ve Merkezi Kayıt Kuruluşuna bildirim zorunluluğu, yatırımcı haklarının kayıt düzeni içinde izlenmesini sağlar.

Borçlanma aracının türü yatırımcı haklarını değiştirir. Klasik tahvil belirli vadede anapara ve varsa faiz ödemesi sağlar. Finansman bonosu daha kısa vadeli fonlama aracıdır. Paya dönüştürülebilir tahvil, yatırımcıya belirli koşullarda tahvilini ihraççı paylarına dönüştürme imkânı verir; böylece alacaklılık ilişkisinden ortaklık ilişkisine geçiş seçeneği doğar. Değiştirilebilir tahvilde ise tahvil, ihraççı dışındaki başka bir ortaklığın paylarıyla değiştirilebilir. Bu araçlarda dönüşüm veya değişim oranı, fiyatı, süresi ve yatırımcıya yapılacak açıklamalar, ihraçtan önce netleştirilmesi gereken kritik unsurlardır.

Borçlanma aracı sahipleri kurulu, yatırımcıların dağınık alacaklı kitlesi olarak değil, belirli konularda toplu karar alabilen bir yapı olarak hareket etmesini sağlar. Aynı tertip borçlanma aracı sahipleri veya ihraççının farklı tertiplerdeki borçlanma aracı sahipleri, belirlenen usul ve çoğunluklarla toplantı

yapabilir ve karar alabilir. Temerrüt, vade uzatımı, faiz değişikliği, teminat koşulları, ödeme planı, yapılandırma veya borçlanma aracının temel şartlarını etkileyen değişikliklerde bu mekanizma yatırımcı menfaatinin koordinasyonunu kolaylaştırır. Kurul kararlarının hangi yatırımcıları bağlayacağı ve ihraççıyla ilişkide nasıl sonuç doğuracağı düzenlemenin merkezindedir.

Borçlanma araçlarında yatırımcı korunması, ihraç öncesi bilgilendirme ile işlem sonrası hak takibini birlikte gerektirir. İhraççının finansal durumu, ödeme gücü, borçluluk düzeyi, teminat yapısı, halka arz fiyatı, faiz veya iskonto şartları, erken itfa, geri alım, dönüşüm ya da değişim hakkı gibi bilgiler yatırımcı kararında belirleyicidir. Borçlanma aracı pay gibi ortaklık yönetimine katılma hakkı vermez; buna karşılık yatırımcı alacaklı sıfatıyla ödeme ve sözleşmesel koşullara uyum bekler. Bu nedenle borçlanma araçları rejimi, finansman esnekliği ile borç disiplini, kaydi izleme ile toplu yatırımcı karar mekanizmasını ve kamuyu aydınlatma ile alacaklı haklarını aynı çerçevede buluşturur.

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 Paylarında Kolektif Yatırım ve Fon Malvarlığı İlkeleri

KISACA

Yatırım fonu katılma payı, yatırımcının tüzel kişiliği bulunmayan fon malvarlığına hangi ölçüde katıldığını gösteren sermaye piyasası aracıdır. Yatırım fonları tasarruf sahiplerinden toplanan para veya diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esasına göre ve portföy yönetim şirketi tarafından kurulan fon içtüzüğüne dayanarak işletilir. Katılma payı sahibinin anonim ortaklık pay sahibinden farkı, fon yönetimine katılma gibi idari haklara sahip olmamasıdır; ekonomik hak fon portföyünün değerindeki değişime bağlıdır. Fon rejiminin temel ilkeleri riskin dağıtılması, profesyonel yönetim, portföy yatırımı, inançlı mülkiyet ve fon malvarlığının kurucu ile saklayıcının malvarlığından ayrılığıdır.

Yatırım fonu katılma payı, kolektif yatırımın yatırımcıya bakan yüzüdür. Yatırımcı fona para veya diğer varlıklarla katılır; karşılığında fon portföyüne kaç payla katıldığını gösteren katılma payını edinir. Bu pay şirket payına benzer biçimde ekonomik katılım sağlar, fakat şirket payından önemli biçimde ayrılır. Katılma payı sahibi fon yönetimine katılmaz, genel kurulda oy kullanmaz ve portföy kararlarını kendisi almaz. Fonun yönetimi portföy yönetim şirketi tarafından, fon içtüzüğü ve izahname esaslarına göre, katılma payı sahiplerinin haklarını koruyacak biçimde yürütülür.

Yatırım fonu tüzel kişiliği olmayan bir malvarlığıdır. Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde fon; tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para veya diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esasına göre, Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla kurulur. Fon içtüzüğü, anonim ortaklıktaki esas sözleşmeye benzer kurucu belgedir; fonun kuruluşunu, yönetimini, portföy sınırlamalarını, saklama ve tasfiye esaslarını düzenler. Fonun tüzel kişiliği olmamakla birlikte, tapu ve ticaret sicili gibi sınırlı işlemlerde fon adına işlem yapılabilmesini sağlayan özel hükümler bulunur.

Kolektif yatırım süreci bir yatırım stratejisinin belirlenmesiyle başlar. Katılımcılardan fon toplanır, ortak bir portföy oluşturulur, portföy stratejiye uygun araçlara yatırılır, varlıkların saklanması ve hukuki güvenliği sağlanır, getiriler tahsil edilir ve yatırımcıların fona giriş ve fondan çıkış işlemleri yürütülür. Bu süreçte yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları kolektif yatırım kuruluşu olarak öne çıkar; portföy yönetim şirketleri ve portföy saklama hizmeti veren kuruluşlar ise sürecin zorunlu işlevsel aktörleridir. Portföy yönetim şirketi yatırım kararları ve temsil işlevini, portföy saklayıcısı ise varlıkların güvenli ayrıştırılması ve saklanması işlevini üstlenir.

Yatırım fonlarına hâkim olan ilkeler katılma payının niteliğini açıklar. Riskin dağıtılması ilkesi, çok sayıda yatırımcının varlıklarının daha geniş ve çeşitli bir portföyde toplanmasını sağlar. Profesyonel yönetim ilkesi, piyasaların teknik bilgi gerektiren yapısı nedeniyle portföy kararlarının uzmanlarca alınmasına

dayanır. Portföy yatırımı ilkesi, fonun içtüzük ve izahnamesindeki stratejiye uygun sermaye piyasası araçları, kıymetli madenler, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları veya diğer varlıklarla gelir elde etmesini hedefler. İnançlı mülkiyet ilkesi ise yatırımcıların fonla ilgili işlem yapma yetkisini kurucuya devretmesi ve kurucunun bu yetkiyi yatırımcı haklarını koruyarak kullanması anlamına gelir.

Fon malvarlığının korunması katılma payı sahibinin temel güvencesidir. Fon malvarlığı, portföy yönetim şirketinin ve portföy saklayıcısının malvarlığından ayrıdır; bu kurumların yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devri, kamu alacakları, haciz, ihtiyati tedbir veya iflas gibi durumlar fon varlıklarının başka amaçla kullanılmasına yol açmamalıdır. Fon hesabına ve fon içtüzüğünde hüküm bulunması şartıyla sınırlı işlemler dışında fon malvarlığı teminat gösterilemez veya rehnedilemez. Katılma payının değeri bu ayrılmış fon malvarlığının değerine bağlı olduğu için, yatırım fonu rejiminde yatırımcı korunması hukuki ayrılık, profesyonel yönetim, saklama, bilgilendirme ve portföy sınırlamalarının birlikte işlemesine dayanır.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

2.4 · Türev Araçlar

Türev Araçlarda Dayanak Varlık, Sözleşme Türleri ve Risk Yönetimi

KISACA

Türev araç, değeri veya getirisi başka bir varlığın, fiyatın, oranın, endeksin ya da göstergenin performansına bağlı olan sözleşmesel sermaye piyasası aracıdır. Başlıca türler forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmeleridir. Forward sözleşmeler taraflar arasında serbestçe belirlenen tezgâhüstü sözleşmelerdir ve karşı taraf riski taşır. Futures sözleşmeler standartlaştırılmış, borsada işlem gören ve takas merkezi güvencesiyle günlük teminat değerlemesine tabi araçlardır. Opsiyon alıcısına prim karşılığında alma veya satma hakkı verirken satıcı koşullu yükümlülük üstlenir. Swap sözleşmeleri ise tarafların faiz, döviz, getiri veya benzeri nakit akımlarını değiştirmesine dayanır. Türevler korunma, spekülasyon, arbitraj ve risk yönetimi için kullanılabilir; kaldıraç ve karmaşıklık nedeniyle ciddi zarar riski de içerir.

Türev araç, başka bir varlığın veya göstergenin fiyatına, değerine ya da getirisine bağlı olarak oluşturulan sözleşmesel finansal araçtır. Dayanak varlık pay, borçlanma aracı, döviz, faiz oranı, kıymetli maden, emtia, endeks, istatistik, gösterge veya başka bir türev araç olabilir. Türev sözleşme belirli bir vadede başlar ve gelecekteki bir tarihte veya süreç içinde tarafların hak ve yükümlülüklerini belirler. Bu nedenle türev araçlarda asıl ekonomik konu çoğu zaman dayanak varlığın kendisinden çok, dayanak varlığın fiyatındaki veya getirisindeki değişimdir. Türevler korunma aracı gibi çalışabileceği gibi, beklentiye dayalı pozisyon alma veya fiyat farklarından yararlanma amacıyla da kullanılabilir.

Forward sözleşme, taraflardan birinin dayanak varlığı gelecekteki belirli bir tarihte, bugünden belirlenen fiyatla satın almayı; diğer tarafın da satmayı kabul ettiği tezgâhüstü sözleşmedir. Sözleşmenin miktarı, fiyatı, teslim yeri, ödeme zamanı ve sona erme usulü taraflarca serbestçe belirlenir. Bu esneklik, forward sözleşmeyi tarafların ihtiyacına uygun hale getirir; fakat standart piyasa ve takas merkezi bulunmadığı için karşı tarafın yükümlülüğünü yerine getirememe riski doğar. Paya, tahvile, faiz oranına, döviz veya emtiaya dayalı forward sözleşmeler farklı risklerden korunma amacıyla kullanılabilir.

Futures sözleşme, forward mantığını organize piyasaya taşıyan standartlaştırılmış vadeli işlem sözleşmesidir. Sözleşmeye konu varlık, büyüklük, vade, teslim veya nakdi uzlaşma koşulları borsa tarafından belirlenir. Takas merkezi sözleşmenin karşı tarafı haline gelerek kredi riskini azaltır. İşleme başlanırken başlangıç teminatı yatırılır; pozisyonlar günlük olarak piyasa fiyatıyla değerlendirilir. Teminat sürdürme seviyesinin altına düşerse teminat tamamlama çağrısı yapılır. Bu sistem, vadeli işlem piyasalarında günlük kazanç ve kayıpların anlık izlenmesini ve temerrüt riskinin yönetilmesini sağlar.

Opsiyon sözleşmesi, alıcıya belirli bir prim karşılığında dayanak varlığı belirli fiyattan alma veya satma hakkı verir. Alım opsiyonu alma hakkı, satım opsiyonu satma hakkı sağlar. Opsiyon alıcısı hakkını kullanmak zorunda değildir; satıcı ise alıcı hakkı kullandığında yükümlülük altına girer. Opsiyon primi,

bu hakkın maliyetidir ve hak kullanılmasa bile geri alınmaz. Kullanım fiyatı, vadeye kalan süre, dayanak varlığın fiyatı, volatilité, risksiz faiz oranı ve temettü gibi faktörler opsiyon değerini etkiler. Opsiyonlar organize piyasada takas güvencesiyle veya tezgâhüstü piyasada taraflar arasında işlem görebilir.

Swap sözleşmeleri, tarafların belirli nakit akımlarını veya getirileri değıştirmesi esasına dayanır. Faiz swapında değışken ve sabit faiz ödemeleri; döviz swapında farklı para birimleri cinsinden anapara ve faiz akımları; getiri swaplarında ise belirli varlığın getirisi veya fiyat değışimi karşılıklı olarak değıştirilebilir. Türev araçların kullanım alanları korunma, spekülasyon, arbitraj, portföy riskinin dönüştürülmesi, maliyet yönetimi ve fiyat keşfi olarak özetlenebilir. Bununla birlikte kaldıraç etkisi, teminat çağrısı, karşı taraf riski, likidite riski ve ürün karmaşıklığı nedeniyle türev araçlar uzmanlık gerektirir. Sermaye piyasası mevzuatı, bu araçları sermaye piyasası aracı olarak tanımlayarak işlem görecekt piyasaları, yatırım hizmetlerini, teminat ve bilgilendirme yükümlölüklerini düzenler.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

2.5 · Kamu Borçlanma Araçları

Kamu Borçlanmasında DİBS, Eurobond ve Sermaye Piyasası Mevzuatı İlişkisi

KISACA

Kamu borçlanma araçları, devletin ve belirli kamu kurumlarının finansman ihtiyacını karşılamak için ihraç edilen borçlanma senetleri ve benzeri araçlardır. Türkiye’de kamu finansmanı ve borç yönetiminin temel çerçevesi 4749 sayılı Kanunla kurulmuştur; Hazine iç ve dış borçlanma, garanti, dış finansman, nakit yönetimi ve Hazine alacaklarının yönetiminde merkezi role sahiptir. Devlet İç Borçlanma Senetleri, Hazine tarafından yurt içinde ihraç edilen devlet tahvili ve hazine bonolarının ortak adıdır. Kamu borçlanma senetleri kuponlu veya kuponsuz, kısa veya uzun vadeli, sabit veya değişken faizli, TL, döviz ya da altına dayalı, yurt içi veya yurt dışı ihraçlı olabilir. Hazine ihraçları sermaye piyasası mevzuatında birçok yükümlülükten istisna tutulurken mahalli idare ihraçlarında Hazine izni ve sermaye piyasası hükümleri birlikte dikkate alınır.

Kamu borçlanması, devletin ve kamu kesiminin finansman ihtiyacını borçlanma yoluyla karşılamasını ifade eder. Borçlanma bütçe açığının finansmanı, nakit yönetimi, borç çevirme, yatırım projelerinin desteklenmesi veya finansal piyasalarda istikrarın korunması gibi amaçlarla yapılabilir. Türkiye’de kamu finansmanı ve borç yönetimi esas olarak 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun çerçevesinde düzenlenir. Bu düzenleme, 2001 krizi sonrasında dağılık yetki ve sorumlulukları daha şeffaf, hesap verilebilir ve mali disipline dayalı bir yapıya bağlama işlevi görmüştür.

Hazine, Türkiye Cumhuriyeti adına devlet iç borcu ve devlet dış borcu almaya, hazine garantisi ve karşı garantisi vermeye, dış finansman temini izni sağlamaya, borç ve hibe işlemlerini yürütmeye ve bunlardan doğan Hazine alacaklarını yönetmeye yetkili ana kurumdur. İç borçlanmada devlet tahvili, Hazine bonusu ve diğer iç borçlanma senetleri çıkarılabilir; satış yöntemi, vade, faiz, miktar ve diğer şartlar yetkili makamlarca belirlenir. Dış borçlanmada uluslararası sermaye piyasalarından tahvil ve benzeri araçlarla borçlanma veya dış finansman anlaşmaları gündeme gelebilir. Kamu finansmanında nakit yönetimi, maliye ve para politikası koordinasyonu ile birlikte düşünülür.

Devlet İç Borçlanma Senetleri, Hazine tarafından yurt içinde ihraç edilen devlet tahvili ve hazine bonolarının ortak adıdır. Hazine bonusu genellikle kısa vadeli, devlet tahvili ise daha uzun vadeli borçlanma senedi olarak değerlendirilir. Borçlanma senetleri kupon durumuna göre kuponlu veya kuponsuz olabilir. Kuponsuz senetler iskonto esasına göre satılır ve yatırımcı getiriyi alış fiyatı ile itfa bedeli arasındaki farktan elde eder. Kuponlu senetler belirli dönemlerde faiz ödemesi yapar ve sabit ya da değişken faizli olabilir. Senetler TL, döviz veya altına dayalı; nakit girişi sağlayan veya özel amaçlı; yurt içinde ya da yurt dışında ihraç edilen araçlar olarak da sınıflandırılabilir.

Kamu finansmanı mevzuatı ile sermaye piyasası mevzuatı bazı alanlarda kesişir. Sermaye Piyasası Kanununda borçlanma aracı ihraç limitleri düzenlenmekle birlikte, bazı kamu kurumları ve özel

kanunlara tabi ihraçlar bakımından istisnalar bulunur. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Hazine veya 4749 sayılı Kanun çerçevesinde kurulan varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarında izahname, ihraç belgesi, finansal raporlama, bağımsız denetim, kamuyu aydınlatma ve tahvil ihraç limiti gibi bazı sermaye piyasası yükümlülükleri uygulanmayabilir. Bu araçların kaydıleştirilmesi ve merkezi saklanması ise Kurul tarafından belirlenen usul ve esaslara bağlanabilir.

Mahalli idareler ve bunlara bağlı kuruluşlar bakımından daha karma bir yapı vardır. Genel yönetim kapsamındaki mahalli idarelerin, bağlı kuruluşlarının ve iktisadi teşebbüslerinin yurt içi piyasalarda tahvil ihraçları Hazine iznine tabidir; ancak bu izin Hazine garantisi anlamına gelmez ve sermaye piyasası mevzuatı hükümleri saklıdır. Bu nedenle kamu borçlanma aracının kim tarafından, hangi kanuna dayanarak ve hangi piyasada ihraç edildiği uygulanacak rejimi belirler. Kamu borçlanma araçlarını anlamak için yalnızca aracın faiz veya vadesine bakmak yeterli değildir; ihraççının kamu statüsü, Hazine yetkisi, özel istisnalar, sermaye piyasası yükümlülükleri, kaydi izleme ve yatırımcıya açıklama düzeni birlikte değerlendirilmelidir.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

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

İzahname ve İhraç Belgesinde Kamuyu Aydınlatma, Onay ve Sorumluluk

KISACA

İzahname, ihraççının ve varsa halka arz eden ile garantörün durumunu, ihraç edilecek sermaye piyasası aracının özelliklerini, haklarını ve risklerini yatırımcıya açıklayan temel kamuyu aydınlatma belgesidir. İhraç belgesi ise halka arz edilmeksizin yapılacak ihraçlarda veya izahname gerektirmeyen durumlarda kullanılan onay belgesidir. Tebliğ, izahname hazırlama yükümlülüğü ve muafiyetlerini, izahname türlerini, tek belge veya birden fazla belge düzenini, ihraççı bilgi dokümanı, sermaye piyasası aracı notu ve özet bölümlerini, finansal tablo esaslarını, değişiklik ve yeni hususların eklenmesini, geçerlilik süresini, tescil ve ilanı, Kurul onay sürecini ve izahnameden sorumlu kişileri düzenler. Kurul onayı yatırım tavsiyesi ya da bilgilerin doğruluğuna garanti değildir; sorumluluk belgeyi imzalayan ve ilgili taraflarda kalır.

İzahname, sermaye piyasası aracının halka arzında yatırımcının kararını dayandıracak ana bilgi setini oluşturan kamuyu aydınlatma belgesidir. Belge, ihraççının ve varsa halka arz eden ile garantörün finansal ve hukuki durumunu, faaliyetlerini, risklerini, yönetimini, aracın sağladığı hakları, satış koşullarını ve yatırımcı kararını etkileyebilecek diğer bilgileri içerir. Bu işlev nedeniyle izahname yalnızca teknik başvuru evrakı değildir; ihraç ile yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisini azaltan temel koruma aracıdır. İzahnamede yer alan bilgilerin tam, doğru, anlaşılır, tutarlı, güncel ve karşılaştırılabilir olması gerekir.

İzahname tek belge şeklinde hazırlanabileceği gibi birden fazla belgeden de oluşabilir. Birden fazla belge düzeninde ihraççı bilgi dokümanı ihraççıyı, sermaye piyasası aracı notu ihraç edilen aracı ve satış koşullarını, özet ise yatırımcıya hızlı karşılaştırma sağlayacak temel bilgileri kapsar. Özet bölümünün tek başına yatırım kararı için yeterli olmadığı, izahnamenin diğer kısımlarıyla birlikte okunması gerektiği kabul edilir. Arz programı izahnamesi gibi yapılar, belirli dönem içinde farklı tertip veya türlerde ihraç yapılmasına imkân tanıyan daha esnek bir çerçeve sağlar. İzahnamenin yapısı, ihraç edilecek aracın niteliğine ve satış yöntemine göre belirlenir.

Tebliğ bazı durumlarda izahname hazırlanmasından muafiyet veya izahname hazırlanmayan haller öngörür. Bu ayırım, her sermaye piyasası aracı ihracının aynı yatırımcı kitlesine ve aynı bilgilendirme ihtiyacına sahip olmamasından kaynaklanır. Nitelikli yatırımcıya satış, belirli tutarın altındaki ihraçlar, çalışanlara yönelik pay edindirme işlemleri, birleşme veya bölünme gibi özel işlemler bakımından farklı bilgi belgesi veya muafiyet rejimleri gündeme gelebilir. Ancak muafiyet, yatırımcıyı yanıltabilecek bilgi verilmesine izin anlamına gelmez; kamuyu aydınlatma ve özel mevzuat yükümlülükleri somut işleme göre devam edebilir.

İzahnamenin onay süreci Kurula yapılan başvuruyla işler. Başvuruda sunulan bilgi ve belgelerin yeterli incelemeye imkân vermesi, eksikliklerin giderilmesi ve ihraçla bağlantılı diğer mevzuat koşullarının sağlanması gerekir. Kurul izahnameyi veya ihraç belgesini onayladığında, bu onay ihraççıya, araca

veya fiyatına ilişkin yatırım tavsiyesi sayılmaz; bilgilerin doğruluğunun Kurul tarafından garanti edildiği anlamına da gelmez. Onay, belgenin mevzuatta aranan biçim ve açıklama çerçevesi bakımından değerlendirilmesine ilişkindir. Bu nedenle yatırımcının kararı, izahnamedeki bilgileri okuyup riskleri değerlendirmesine dayanmalıdır.

İzahnamedeki değişiklikler ve yeni hususlar ayrıca önem taşır. Satış başlamadan önce veya satış süresi içinde yatırım kararını etkileyebilecek yeni olaylar ortaya çıkarsa bunların izahnameye eklenmesi veya belgede değişiklik yapılması gerekir. İzahnamenin geçerlilik süresi güncelliğin korunması şartıyla belirli süreyle sınırlıdır; süre içinde yeni halka arz yapılacaksa gerekli güncellemeler tamamlanmalıdır. İzahnamenin tescil ve ilanı, yatırımcıların belgeye erişebilmesi için zorunlu kamusal aşamadır. İzahnameden sorumlu kişiler arasında ihraççı, halka arz eden, yetkili kuruluşlar, garantörler ve belgede imzası bulunan gerçek veya tüzel kişiler yer alabilir. Bu sorumluluk rejimi, kamuyu aydınlatmanın yalnızca belge üretimi değil, hukuki hesap verebilirlik sistemi olduğunu gösterir.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.1.2 · Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği II-5.2

Sermaye Piyasası Araçlarının Satışında Halka Arz, Talep Toplama ve Dağıtım Esasları

KISACA

Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, ihraç edilen araçların yatırımcılara hangi yöntemle ve hangi kurallarla satılacağını düzenler. Satış rejimi izahname veya ihraç belgesi düzeniyle bağlantılıdır; halka arz, halka arz edilmeksizin satış, nitelikli yatırımcıya satış ve tahsisli satış farklı sonuçlar doğurur. Halka arzlarda talep toplama, talep toplamaksızın satış, borsada satış, sabit fiyat, fiyat teklifi, fiyat aralığı, dağıtım ilkeleri, yatırımcı grupları, fazla talep, satış süresi, ilan, fiyat tespit raporu, yeni pay alma hakları ve özellikli halka arz durumları birlikte değerlendirilir. Tebliğin amacı satış sürecinde eşit işlem, şeffaflık, yatırımcıların doğru bilgilendirilmesi ve tahsis dağıtım uygulamalarında keyfiliğin önlenmesidir.

Sermaye piyasası aracının ihraç edilmesi, yatırımcıya nasıl satılacağı sorusunu kendiliğinden çözmez. Satış süreci, ihraç belgesi veya izahnameyle kurulan kamuyu aydınlatma çerçevesinin piyasadaki uygulama aşamasıdır. Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, halka arz yoluyla satış, halka arz edilmeksizin satış, tahsisli satış ve nitelikli yatırımcıya satış gibi yöntemleri belirli kurallara bağlar. Bu düzenleme yatırımcıya erişim, talep toplama, fiyatlama, dağıtım ve ilan süreçlerinde adil ve izlenebilir bir sistem kurulmasını hedefler.

Halka arz, sermaye piyasası araçlarının çok sayıda ve belirsiz yatırımcıya çağrı veya ilan yoluyla satılmasıdır. Halka arzda yatırımcı kitlesi geniş olduğu için izahname, fiyat tespit raporu, satış ilanları, talep toplama süresi, başvuru yerleri ve dağıtım esasları açık şekilde belirlenmelidir. Halka arz edilmeksizin satışta ise araçlar daha sınırlı bir yatırımcı çevresine sunulur. Nitelikli yatırımcıya satış, belirli mali yeterlilik ve bilgi düzeyine sahip yatırımcılara yönelir; tahsisli satış ise önceden belirli kişi veya kuruluşlara yapılır. Bu ayrımlar, hem belge yükümlülüğünü hem de satışın yapılabileceği yatırımcı kitlesini etkiler.

Talep toplama yöntemi halka arzın pratik merkezidir. Sabit fiyatla talep toplamada yatırımcılar belirlenen fiyattan talepte bulunur. Fiyat teklifi alınarak talep toplamada yatırımcıların verdiği fiyatlar nihai fiyatın oluşumunda kullanılır. Fiyat aralığıyla talep toplamada ise yatırımcılar önceden açıklanan alt ve üst sınırlar içinde talep iletir. Talep toplamaksızın satış veya borsada satış gibi yöntemler de aracın niteliğine ve ihraççının tercihinə göre kullanılabilir. Hangi yöntemin uygulanacağı izahname ve satış belgelerinde yer almalı, satış başladıktan sonra yatırımcıyı yanıltacak belirsizlik yaratılmamalıdır.

Dağıtım esasları, talebin arzı aşması veya farklı yatırımcı gruplarına tahsis yapılması halinde önem kazanır. Bireysel, kurumsal, yurt içi, yurt dışı veya çalışan gibi yatırımcı grupları belirlenebilir; her grup için ayrılan pay ve dağıtım yöntemi açıklanır. Fazla talep gelmesi durumunda oransal dağıtım, eşit dağıtım veya Tebliğde öngörülen başka yöntemler uygulanabilir. Kurumsal yatırımcı grubu dışında yüksek talepte bulunan yatırımcıların nasıl sınıflandırılacağı, içsel bilgiye erişebilecek kişilere satış

sınırlamaları, satıştan vazgeçilmesi, satılamayan paylar ve ek satış gibi konular sürecin adil yürütülmesi için ayrıca düzenlenir.

Yeni pay alma haklarının kullanımı ve halka arzlarda özellikli durumlar satış rejimini pay ihraçları bakımından daha da ayrıntılı hale getirir. Nakit sermaye artırımlarında mevcut ortakların rüçhan haklarını kullanması, kullanılmayan hakların satılması, yeniden değerlendirme veya iç kaynaklardan artırımlar, halka arz öncesi ve sonrası fiyatlama bilgileri ile satışa başlanabilecek tarihler birbirine bağlıdır. Fiyat tespit raporunun yayımlanması ve izahnameyle uyumlu olması yatırımcı kararını doğrudan etkiler. Sonuçta satış tebliği, sermaye piyasası aracının yalnızca hukuken ihraç edilmesini değil, yatırımcıya adil, şeffaf, ilan edilmiş ve denetlenebilir koşullarla ulaştırılmasını sağlayan uygulama çerçevesidir.

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 Finansmanında VİDMK, İDMK ve Teminatlı Menkul Kıymet Yapıları

KISACA

Varlık finansmanına ilişkin menkul kıymetler, belirli alacak veya varlık havuzlarından doğan nakit akımlarının yatırımcılara aktarılması mantığına dayanır. Varlığa dayalı menkul kıymet ve ipoteğe dayalı menkul kıymet yapılarında alacaklar veya ipotek teminatlı alacaklar bir fon ya da benzeri yapı altında toplanır; ihraç edilen araçların ödemeleri bu havuzun performansına bağlanır. Teminatlı menkul kıymetlerde ise ihraççının bilançosunda kalan teminat varlıkları, yatırımcı lehine ayrıştırılmış bir teminat havuzu işlevi görür. Düzenlemeler fonun kuruluşu, portföye alınabilecek varlıklar, ihraç ve satış belgeleri, teminat uyum ilkeleri, teminat sorumlusu, portföy sınırlamaları, yatırımcı raporlaması ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini kapsar. Amaç, kredi ve alacakların sermaye piyasası yoluyla finanse edilmesini sağlarken nakit akımı, teminat ve bilgi risklerini yönetmektir.

Varlık finansmanı, belirli alacak veya varlıkların gelecekte yaratacağı nakit akımlarını sermaye piyasası aracına dönüştürme fikrine dayanır. Banka kredileri, finansman şirketi alacakları, tüketici kredileri, konut finansmanı alacakları, kira alacakları veya benzeri nakit akımı üreten varlıklar belirli bir yapı içinde toplanır ve yatırımcılara bu yapıya bağlı menkul kıymetler satılır. Bu yöntem, kaynak kuruluşun bilançosundaki alacaklardan finansman elde etmesini, yatırımcıların ise doğrudan ihraççının genel riskinden ziyade belirli varlık havuzunun performansına dayalı getiri elde etmesini sağlar. Ancak yapı karmaşık olduğu için varlıkların niteliği, nakit akımı, teminat, saklama ve raporlama düzeni ayrıntılı şekilde kurallara bağlanır.

Varlığa dayalı menkul kıymetler ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler, varlık finansmanı fonu veya konut finansmanı fonu gibi ayrılmış portföy yapıları üzerinden ihraç edilebilir. Varlığa dayalı yapıda çeşitli alacaklar ve varlıklar, ipoteğe dayalı yapıda ise ipotek veya konut finansmanı bağlantılı alacaklar ön plana çıkar. Fon portföyüne hangi alacakların alınabileceği, alacakların devri, tahsilatı, izlenmesi, yedek hizmet sağlayıcı kullanımı, risk tutma kuralı ve fon varlıklarının korunması yatırımcı güveni bakımından belirleyicidir. İhraç edilen menkul kıymetin ödemeleri, portföydeki alacakların zamanında ve tam tahsil edilmesine bağlı olduğu için varlık kalitesi merkezi konudur.

Teminatlı menkul kıymetler, varlık havuzuna dayalı yapılardan farklı bir mantıkla çalışır. Bu araçlarda ihraççı borçlu olmaya devam eder; yatırımcıların alacağı ise belirli teminat varlıklarıyla güçlendirilir. Teminat varlıkları ihraççının bilançosunda kalabilir, fakat yatırımcı lehine ayrıştırılmış bir güvence fonksiyonu görür. Teminat uyum ilkeleri, teminat varlıklarının yeterliliği, değerlemesi, değiştirilmesi, izlenmesi ve yatırımcı alacaklarını karşılama kapasitesi üzerinden kurulur. Teminat sorumlusu, teminat havuzunun mevzuata ve ihraç belgelerine uygunluğunu izleyen özel aktördür. Bu yapı, ihraççının genel ödeme gücü ile teminat havuzunun kalitesi arasında çift katmanlı bir koruma sağlar.

İhraç sürecinde izahname veya ihraç belgesi, yatırımcıya aracın yapısını ve risklerini açık biçimde göstermelidir. Alacak havuzunun türü, vadesi, coğrafi veya sektörel dağılımı, temerrüt ve erken ödeme varsayımları, nakit akımı öncelikleri, varsa dilimler arasındaki sıralama, hizmet sağlayıcılar, teminat mekanizmaları, kredi güçlendirme unsurları ve yatırımcıya yapılacak raporlamalar bu belgelerde yer alır. VİDMK, İDMK ve teminatlı menkul kıymetlerde yatırımcı, klasik tahvildeki ihraççı kredi riskine ek olarak varlık havuzunun performansını ve yapısal riskleri de değerlendirmek zorundadır.

Varlık finansmanı araçları sermaye piyasaları açısından iki yönlü işleve sahiptir. Bir yandan kredi veren kurumların alacaklarını likit hale getirerek yeni finansman kapasitesi yaratır; diğer yandan yatırımcılara farklı risk-getiri profiline sahip menkul kıymetler sunar. Bu işlevin sağlıklı çalışması için portföye alınabilecek varlıkların uygunluğu, fon veya teminat havuzunun ayrılığı, değerlendirme ve teminat uyum kontrolleri, nakit akımlarının doğru dağıtımı, kamuyu aydınlatma ve periyodik raporlama birlikte yürütülmelidir. Düzenlemelerin temel amacı, yapılandırılmış finansmanın teknik esnekliğini korurken yatırımcının hangi alacağa, hangi teminata ve hangi ödeme sırasına bağlı risk üstlendiğini anlaşılır hale getirmektir.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

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

Faizsiz Finans Araçlarında Kira Sertifikası ve Varlık Kiralama Şirketi Yapısı

KISACA

Faizsiz finans araçları, finansal sistem içinde getirinin faiz alacağına değil varlık, hak, ticaret, ortaklık, kira veya eser ilişkisine dayandırıldığı yapılardır. Sermaye piyasasında bu alanın temel aracı kira sertifikasıdır. Kira sertifikası, varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerine dayanak varlık veya haklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sağlayan sermaye piyasası aracıdır. Tebliğ sahipliğe, yönetim sözleşmesine, alım-satıma, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası modellerini düzenler. VKŞ'nin kuruluşu, dayanak varlık ve hakların korunması, ihraç tavanı, Kurul ve Borsa başvurusu, halka arz veya nitelikli yatırımcıya satış, MKK'da kayden izleme, değerlendirme raporu ve yatırımcı menfaatlerini koruyacak sözleşmesel tedbirler bu rejimin ana unsurlarıdır.

Faizsiz finans, finansal faaliyetin faiz alacağına dayanmadan varlık, hak, ticaret, kira, ortaklık veya üretim ilişkisi üzerinden yapılandırılmasını ifade eder. Bu yaklaşım paranın zaman değerini tümünden yok saymaz; fakat paranın kendisinin faiz getirisi yaratacak şekilde borç verilmesi yerine, ekonomik faaliyete ve varlıkla bağlantılı getiriye dayanır. Faizsiz finans araçları bu nedenle yalnızca klasik finansal ürünlerin adının değiştirilmesi değildir. İşlemin dayandığı varlık veya hak, tarafların üstlendiği risk, gelir paylaşımı ve sözleşme yapısı ürünün meşruiyetini ve ekonomik niteliğini belirler.

Sermaye piyasasında faizsiz finansın temel aracı kira sertifikasıdır. Kira sertifikası, varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerine dayanak varlık veya haklardan elde edilen gelirler üzerinde payları oranında hak sağlayan sermaye piyasası aracıdır. Varlık kiralama şirketi, kira sertifikası ihracı için kurulan özel amaçlı sermaye piyasası kurumudur. VKŞ, ihracın türüne göre varlığı devralabilir, yönetebilir, satın alıp vadeli satabilir, ortak girişime katılabilir veya eser sözleşmesinde iş sahibi olarak yer alabilir. Yatırımcının getirisi bu yapıların ürettiği kira, satış, kâr payı veya proje gelirlerinden doğar.

Tebliğ beş temel kira sertifikası modeli düzenler. Sahipliğe dayalı modelde VKŞ, kaynak kuruluştan varlık veya hakkı devralır ve bunu kiralayarak ya da yöneterek yatırımcıya gelir sağlar. Yönetim sözleşmesine dayalı modelde kaynak kuruluşa ait varlık veya haklar mülkiyet devri olmaksızın VKŞ lehine yönetilir ve gelir VKŞ'ye aktarılır. Alım-satıma dayalı modelde VKŞ bir varlık veya hakkı satın alır ve fon kullanıcısına vadeli olarak satar. Ortaklığa dayalı modelde VKŞ ortak girişime sermaye koyar ve kâr paylaşımı sözleşmede belirlenir. Eser sözleşmesine dayalı modelde VKŞ, meydana getirilecek eserin finansmanı için iş sahibi sıfatıyla sözleşmeye taraf olur.

Kira sertifikasında yatırımcı korunması, dayanak varlık ve hakların ayrıştırılmasıyla güçlenir. Kira sertifikaları itfa edilmeye kadar VKŞ portföyündeki varlık ve haklar teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehn edilemez, teminat gösterilemez, haczedilemez, iflas masasına dahil edilemez ve bunlar hakkında ihtiyati tedbir uygulanamaz. Kira sertifikası sahipleri, ihraca dayanak varlık veya haklardan doğan gelirlerde payları oranında hak sahibidir. Fon kullanıcılarının veya üçüncü kişilerin ödeme

yükümlülüğünü yerine getirmemesi halinde dayanak varlık veya hakkın satılması da dahil olmak üzere yatırımcı menfaatlerini koruyacak tedbirlerin ihraç başvurusu aşamasında sözleşmelerle düzenlenmesi gerekir.

İhraç süreci Kurul başvurusu, izahname veya ihraç belgesi, ihraç tavanı ve tertip satışları üzerinden yürür. Kira sertifikaları yurt içinde veya yurt dışında, halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satılabilir; halka arz edilmeksizin satış tahsisli satış veya nitelikli yatırımcıya satış şeklinde yapılabilir. Halka arz edilecek kira sertifikalarının borsada işlem görmesi için başvuru yapılması gerekir. Yurt içinde ihraç edilen kira sertifikaları MKK nezdinde elektronik ortamda kayden izlenir. Sahipliğe, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı bazı ihraçlarda dayanak varlık veya proje değerinin bağımsız değerlendirme raporuyla belirlenmesi zorunludur. Bu bütün içinde kira sertifikası, faizsiz finans ilkelerini sermaye piyasası ihraç, kayıt, değerlendirme ve kamuyu aydınlatma sistemiyle birleştiren yapılandırılmış araçtır.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

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

Gayrimenkul Sertifikalarında Proje Finansmanı, Asli Edim ve Tali Edim

KISACA

Gayrimenkul sertifikası, belirli bir gayrimenkul projesinin bağımsız bölümlerine veya projenin değerine bağlı haklar sağlayan sermaye piyasası aracıdır. Bu araç, gayrimenkul projelerinin sermaye piyasası yoluyla finanse edilmesini ve yatırımcıların küçük birikimlerle projeye katılmasını mümkün kılar. Tebliğ, ihraççı ve proje koşullarını, gayrimenkul sertifikalarının ihraç ve satışını, proje bitiş tarihini, edimlerin yerine getirilmesini, asli edim ve tali edim ayrımını, yatırımcı taleplerinin toplanmasını, itfa sürecini, değerlendirme, raporlama, kamuyu aydınlatma ve fon kullanımını düzenler. Asli edim yatırımcının yeterli sertifikayı ibraz ederek bağımsız bölüm edinmesi, tali edim ise bağımsız bölüm edinmeyen yatırımcıya satış veya nakde çevirme sonucunda payı oranında ödeme yapılması mantığına dayanır.

Gayrimenkul sertifikası, gayrimenkul projeleri ile sermaye piyasası yatırımcısı arasında köprü kuran özel bir menkul kıymettir. İhraççı, belirli bir proje kapsamında bağımsız bölümlerin finansmanını sermaye piyasasından sağlar; yatırımcı ise tek başına bir bağımsız bölüm satın alacak büyüklükte kaynak ayırmadan projeye katılabilir. Sertifika, yatırımcıya projenin tamamlanması ve bağımsız bölümlerin teslimi veya satışıyla bağlantılı haklar sağlar. Böylece gayrimenkul yatırımı daha küçük parçalara bölünebilir ve borsada işlem görebilen bir araç haline gelebilir.

Gayrimenkul sertifikası rejiminde proje niteliği merkezi önemdedir. Sertifika ihracı belirli bir gayrimenkul projesine dayanır; proje bitiş tarihi, bağımsız bölüm sayısı, kullanım amacı, değerlendirme sonuçları, inşaatın ilerleme düzeyi, fon kullanım yeri ve yatırımcıya sağlanacak haklar baştan açıklanmalıdır. İhraçtan elde edilen kaynakların proje dışında kullanılmaması ve projenin tamamlanmasına yönelik denetim mekanizmalarının işletilmesi gerekir. Bu nedenle gayrimenkul sertifikası yalnızca fiyatı gayrimenkule bağlı bir finansal araç değil, proje finansmanı, inşaat süreci, değerlendirme ve teslim ilişkisini birlikte taşıyan karma bir yapıdır.

Asli edim, yatırımcının belirli sayıda sertifikayı ihraççıya vererek projedeki bağımsız bölümü edinme hakkını ifade eder. Hangi bağımsız bölüm için kaç sertifika gerektiği, sertifikaların temsil ettiği proje değeri ve başvuru usulü ihraç belgelerinde belirlenir. Yatırımcı asli edimi kullanmak istediğinde yeterli sertifika sayısına sahip olmalı ve Tebliğ ile belgelerde öngörülen şartları yerine getirmelidir. Asli edim, sertifikayı yalnızca nakdi getiri beklentisi olmaktan çıkarıp gayrimenkul edinimine bağlayan özelliktir. Bu yönüyle araç, gayrimenkul projesinin parçalara bölünmüş ön satış benzeri ekonomik sonucunu sermaye piyasası formuna taşır.

Tali edim, asli edim kullanmayan veya yeterli sertifikaya sahip olmayan yatırımcıların korunmasını sağlar. Proje tamamlandığında bağımsız bölümler satılır veya nakde çevrilir; elde edilen tutar, ilgili esaslara göre sertifika sahiplerine payları oranında ödenir. Böylece yatırımcı, bağımsız bölüm teslimi yerine

projenin değerinden nakdi pay alma yoluna gidebilir. Tali edim sürecinde satış yöntemi, fiyat, ödeme zamanı ve giderlerin etkisi yatırımcı getirisi bakımından önemlidir. Asli edim ve tali edim ayrımı, gayrimenkul sertifikasını hem gayrimenkul edinme hem de proje değerine katılma aracı haline getirir.

Kamuyu aydınlatma ve değerlendirme yükümlülükleri bu yapının güvenilirliğini belirler. Proje değerinin, bağımsız bölümlerin, inşaat ilerleme raporlarının, fon kullanımının, proje bitiş tarihindeki değişikliklerin, edim taleplerinin ve satış sonuçlarının yatırımcılara düzenli açıklanması gerekir. Gayrimenkul projeleri likit olmayan, uzun vadeli ve uygulama riski taşıyan yatırımlar olduğu için bağımsız değerlendirme ve raporlama kritik role sahiptir. Gayrimenkul sertifikası düzeni, proje geliştiricinin finansman ihtiyacı ile yatırımcının bölünebilir, izlenebilir ve işlem görebilir gayrimenkul yatırım talebini aynı hukuki çerçevede bir araya getirir.

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)

Varant ve Yatırım Kuruluşu Sertifikalarında Dayanak Varlık, Hak Yapısı ve İhraççı Sorumluluğu

KISACA

Varant, yatırımcıya belirli bir dayanak varlığı veya göstergeyi belirli koşullarla alma ya da satma hakkı veren, ihraççı tarafından çıkarılan menkul kıymet niteliğinde yapılandırılmış üründür. Yatırım kuruluşu sertifikaları ise belirli dayanak varlık, endeks, sepet veya stratejiye bağlı olarak getiri sağlayan ve yatırım kuruluşları tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarıdır. Bu araçlar opsiyonlara benzer risk-getiri mantığı taşısa da borsada işlem gören menkul kıymet olarak ihraççı tarafından çıkarılır ve yatırımcı ihraççı kredi riskini de üstlenir. Tebliğ ihraççı olabilecek kurumları, izahname veya ihraç belgesi onayını, dayanak varlıkları, piyasa yapıcılığı, vade, kullanım, nakdi veya kaydi uzlaşısı, fiyat açıklamaları, yatırımcı bilgilendirmesi ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini düzenler.

Varantlar ve yatırım kuruluşu sertifikaları, klasik pay veya borçlanma aracından farklı olarak getirisi belirli bir dayanak varlık, endeks, sepet veya göstergeye bağlanan yapılandırılmış sermaye piyasası araçlarıdır. Bu araçlar yatırımcıya kaldıraçlı veya koşullu getiri profili sunabilir; bu nedenle fiyatları yalnızca dayanak varlığın cari değerinden değil, vade, volatilité, kullanım fiyatı, faiz oranı, temettü beklentisi, ihraççı riski ve piyasa likiditesi gibi unsurlardan etkilenir. Yapılandırılmış ürün niteliği yatırımcıya çeşitlilik sağlarken, ürünün işleyişini doğru anlamayı zorunlu kılar.

Varant, sahibine belirli bir dayanak varlığı belirli bir fiyattan alma veya satma hakkı veren menkul kıymettir. Alım varantı dayanak varlığı alma hakkına, satım varantı satma hakkına dayanır. Opsiyonla ekonomik benzerlik taşımasına rağmen varant, borsada işlem gören ve ihraççı tarafından çıkarılan menkul kıymet niteliğindedir. Yatırımcı varantı aldığı anda prim benzeri bedel öder; varantın değeri dayanak varlığın fiyat hareketlerine bağlı olarak artabilir veya tamamen değersiz hale gelebilir. Varant yatırımcısı dayanak varlığı doğrudan edinmeyebilir; uzlaşısı nakdi veya ürün koşullarına uygun başka şekilde gerçekleşebilir.

Yatırım kuruluşu sertifikaları, yatırım kuruluşları tarafından ihraç edilen ve belirli dayanak varlık, sepet, endeks veya yatırım stratejisine bağlı ödeme yapısı kuran araçlardır. Sermaye korumalı, getirisi sınırlandırılmış, kaldıraçlı, ters yönlü veya belirli koşula bağlı sertifika yapıları oluşturulabilir. Bu araçlarda yatırımcı, dayanak varlığın performansına ek olarak ihraççının ödeme gücüne de maruz kalır. Sertifika yapısında ödeme formülü, vade, erken itfa koşulları, dayanak varlığın hesaplanması, bariyer veya eşik seviyeleri ve yatırımcıya yapılacak açıklamalar ürünün temel ekonomik sonucunu belirler.

Tebliğ, hangi kurumların varant veya yatırım kuruluşu sertifikası ihraç edebileceğini, ihraç başvurusunda izahname ya da ihraç belgesi onayının nasıl alınacağını ve yatırımcıya hangi bilgilerin sunulacağını düzenler. Dayanak varlıkların niteliği, borsada işlem görme koşulları, piyasa yapıcılığı, likidite sağlama yükümlülükleri, kullanım fiyatı, vade, dönüşüm veya uzlaşısı yöntemi, risk faktörleri ve fiyatlandırma esasları

açıklanmalıdır. Ürünün karmaşık yapısı nedeniyle kamuyu aydınlatma belgelerinde yatırımcının yalnızca beklenen getiriye değil, zarar olasılığını, ihraççı riskini ve dayanak varlık hareketlerine duyarlılığı da anlayabilmesi gerekir.

Bu araçların avantajı, yatırımcıya düşük başlangıç maliyetiyle belirli piyasa beklentisine pozisyon alma, riskten korunma veya farklı getiri profili oluşturma olanağı sağlamasıdır. Dezavantajı ise kaldıraç, vade sonu değersiz kalma, likidite, fiyatlama karmaşıklığı ve ihraççı kredi riski gibi unsurlardır. Varant ile opsiyon arasındaki farkı, yatırım kuruluşu sertifikasının borçlanma aracına benzeyen ihraççı riski taşıyan yapısını ve dayanak varlık performansının ödeme formülüne nasıl yansıdığını birlikte değerlendirmek gerekir. Tebliğin temel işlevi, bu karmaşık ürünlerin ihraç ve işlem süreçlerinde standart bilgi, sorumlu ihraççı, piyasa yapıcılığı ve yatırımcıya açık risk açıklaması sağlamaktır.

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 Araçların Türkiye’de Satışında Temsilci, Depo Sertifikası ve Kamuyu Aydınlatma

KISACA

Yabancı sermaye piyasası araçları, yabancı ortaklıklar, yabancı devletler veya mahalli idareler tarafından ihraç edilen ve Türkiye’de halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışa konu olabilen araçlardır. Depo sertifikaları ise yabancı ortaklık paylarını temsil eden ve Türkiye’de işlem görebilen sermaye piyasası araçlarıdır. Tebliğ, yabancı araçların ve depo sertifikalarının Türkiye’de satışı, yabancı yatırım fonu paylarının pazarlanması, temsilci atanması, izahname ve kamuyu aydınlatma belgeleri, finansal raporların ve bağımsız denetim raporlarının Türkiye’de ilanı, ödeme ve belge dili, sorumluluk, MKK’da hak sahipleri bazında izleme ve Borsa işlemlerini düzenler. Rejimin amacı, yabancı ihraççının tabi olduğu ülke hukuku ile Türkiye’deki yatırımcı koruma kurallarını birlikte işletmektir.

Yabancı sermaye piyasası araçları, Türkiye dışında yerleşik ortaklıklar, kurumlar, devletler veya mahalli idareler tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının Türkiye’de satışa sunulmasıyla gündeme gelir. Bu araçlar pay, borçlanma aracı veya ortaklık hakkı vermeyen başka araçlar olabilir. Yabancı yatırım fonu payları ise yurt dışında kurulan kolektif yatırım kuruluşlarının paylarını ifade eder. Türkiye’de halka arz, halka arz edilmeksizin satış, tahsisli satış, nitelikli yatırımcıya satış veya borsada işlem görmeye başlama gibi işlemler, yabancı hukuka tabi aracın Türkiye yatırımcısına sunulması nedeniyle özel bir düzenleme gerektirir.

Depo sertifikası, yabancı ortaklık paylarının Türkiye’de işlem görebilmesini sağlayan temsil aracıdır. Yabancı ortaklık payları saklama sistemi içinde tutulur; Türkiye’de yatırımcıya bu payları temsil eden depo sertifikaları sunulur. Bu yapı yatırımcıya yabancı ortaklık payına ekonomik katılım imkânı verirken, saklama, temsil, hak kullanımı, temettü veya benzeri ödemeler ve kamuyu aydınlatma belgeleri gibi konuları ayrıca düzenlemeyi zorunlu kılar. Depo sertifikalarının halka arzı veya borsada işlem görmesi, yabancı ortaklığın kendi ülkesindeki yükümlülükleriyle Türkiye’deki açıklama düzeninin uyumlu kurulmasını gerektirir.

Tebliğ kapsamında Türkiye’de yapılacak işlemler için Kurula başvuru esastır. Yabancı sermaye piyasası araçlarının ve depo sertifikalarının halka arzı, yabancı yatırım fonu paylarının satışa sunulması, paylar hariç yabancı araçların halka arz edilmeksizin tahsisli veya nitelikli yatırımcıya satışı ve payları borsada işlem gören yabancı ortaklıkların belirli ihraçları bu başvuru rejimine girer. Bazı uluslararası kuruluş niteliğindeki yabancı ortaklıkların ortaklık hakkı vermeyen araçlarında, işlem öncesi Kurula bilgi verilmesi ve belirli istisnalar uygulanması mümkündür. İşlemin kapsamı, ihraççının niteliği ve aracın ortaklık hakkı verip vermemesi uygulanacak yükümlülükleri belirler.

Temsilci kurumu yabancı araç rejiminin önemli güvenlik unsurudur. Yabancı yatırım fonu paylarında temsilci olabilecekler Türkiye’de yerleşik bankalar veya geniş yetkili aracı kurumlar olarak belirlenir. Temsilci, yatırımcıyla yabancı ihraççı veya fon arasındaki bilgi, ödeme ve belge akışının Türkiye’de yürütülmesine katkı sağlar. Piyasa yapıcının bulunduğu araçlarda, çıkar çatışması yaratılmaması ve temsilci niteliklerinin taşınması şartıyla piyasa yapıcının temsilci olması da mümkündür. Yabancı yatırım fonu paylarının MKK nezdinde temsilci adına açılacak hesaplarda hak sahipleri bazında izlenmesi yatırımcı kayıtlarının güvenilirliğini destekler.

Kamuyu aydınlatma düzeni, yabancı ihraççının bilgi setini Türkiye’deki yatırımcıya erişilebilir hale getirmeyi hedefler. İzahname, diğer kamuyu aydınlatma belgeleri, finansal raporlar, bağımsız denetim raporları, özel durum açıklamaları, ödemeler ve belgelerin dili yatırımcı kararını etkiler. Yabancı ortaklığın kendi ülkesinde yayımladığı belgelerin Türkiye’de ilanı, sorumluluk rejimi ve uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin hükümler yatırımcının yalnızca yabancı hukuka bırakılmamasını sağlar. Tebliğin temel mantığı, yabancı araçlara erişimi mümkün kılarken Türkiye’deki yatırımcının ne satın aldığını, hangi hukuk düzenine tabi olduğunu, bilgiyi nereden alacağını ve haklarını hangi temsil mekanizmasıyla kullanacağını açık hale getirmektir.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

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

Projeye Dayalı Menkul Kıymetlerde Proje Finansman Fonu ve Nakit Akımı Yapısı

KISACA

Projeye dayalı menkul kıymetler, uzun vadeli ve sermaye yoğun projelerin gelir ve haklarına veya bu projelerin finansmanına kullanılan kredilerden doğan alacaklara dayalı olarak ihraç edilen araçlardır. Proje finansman fonu, PDMK karşılığında toplanan para veya diğer varlıklarla, PDMK sahipleri hesabına ve inançlı mülkiyet esasına göre kurulan, tüzel kişiliği bulunmayan fon malvarlığıdır. Tebliğ, fonun kuruluşunu, fon içtüzüğünü, kurucu olabilecek banka ve geniş yetkili aracı kurumları, fon kurulunu, proje ve kaynak kuruluş ilişkisini, fon portföyüne alınabilecek varlıkları, izahname veya ihraç belgesi başvurusunu, kayden ihraç ve MKK bildirimini, raporlama, denetim, geri ödeme gücü ve fonun sona ermesini düzenler. Amaç, proje yüklenicisinin genel riskinden ayrılaştırılmış nakit akımı temelli finansman yaratmaktır.

Projeye dayalı menkul kıymet, altyapı, enerji, sanayi, teknoloji, haberleşme, sağlık veya benzeri uzun vadeli ve yoğun sermaye gerektiren projelerin sermaye piyasası yoluyla finanse edilmesine yönelik yapılandırılmış araçtır. Klasik borçlanmada yatırımcı çoğunlukla ihraççının genel ödeme gücüne bakarken, PDMK'da yatırımın odağı belirli projenin gelirleri, hakları veya o projeye kullanılan kredilerden doğan alacaklardır. Bu yapı, proje finansmanına konu nakit akımlarının menkul kıymetleştirilerek yatırımcıya sunulmasını ve büyük projelerin daha geniş yatırımcı tabanından kaynak bulmasını sağlar.

Proje finansman fonu, PDMK ihracının hukuki merkezidir. Fon, PDMK sahipleri hesabına, proje finansmanına konu varlık ve hakların gelirlerine dayalı portföyü işletmek üzere inançlı mülkiyet esaslarına göre kurulur. Tüzel kişiliği yoktur; fakat tapu, ticaret sicili ve diğer resmi sicillerde fon adına tescil, değişiklik, terkin ve düzeltme işlemleri yapılabilmesi için sınırlı olarak tüzel kişiliği varmış gibi işlem görebilir. Fon Türkiye'de kurulmak zorundadır, süreli veya süresiz olabilir ve PDMK ihracı amacı dışında kullanılamaz. Fon malvarlığı kurucunun, hizmet sağlayıcının ve kaynak kuruluşun malvarlığından ayrıdır.

PDMK, fon portföyüne kaynak kuruluşlardan devralınacak tek bir projenin veya projenin kesintisiz yürütülmesi için zorunlu ilişkili projenin gelir ve hakları karşılık gösterilerek ihraç edilebilir. Ayrıca bankaların ve geniş yetkili aracı kurumların projelerin finansmanına yönelik kullandığı kredilerden doğan alacaklar da portföye alınabilir. Proje kavramı kamu hizmetlerinin yürütülmesine yönelik uzun vadeli ve sermaye yoğun alanları kapsar. Bu nedenle PDMK yapısında projenin hukuki izinleri, gelir üretme kapasitesi, kredi ilişkileri, teminatlar ve devredilecek hakların niteliği yatırımcı açısından temel değerlendirme konusudur.

Fon içtüzüğü, PDMK sahipleri, kurucu ve fon kurulu arasındaki ilişkiyi belirleyen iltihaki sözleşmedir. Fonun unvanı, süresi, genel esasları ve tasfiye şekli burada düzenlenir. Fon kurucusu olabilecek kurumlar yatırım hizmet ve faaliyet izni bulunan bankalar ve geniş yetkili aracı kurumlardır. Kurucuların

faaliyet izinleri, yetki belgeleri, faaliyet sınırlaması bulunup bulunmadığı ve muaccel vergi borcu gibi nitelikleri incelenir. Fon kuruluş izni ile PDMK ihracına ilişkin izahname veya ihraç belgesi onay başvurusu Kurula yapılır; içtüzüğün tescil ve ilanı ile fon kuruluşu tamamlanır.

PDMK rejimi yatırımcıyı, proje nakit akımının gerçekliği ve fon malvarlığının ayrılığı üzerinden korur. İzahname, ihraç belgesi ve diğer ihraç belgelerinde projenin gelirleri, riskleri, fon portföyüne devredilen varlık ve haklar, ödeme yapısı, hizmet sağlayıcılar, denetim, raporlama ve geri ödeme güçlüğü durumunda uygulanacak mekanizmalar açıklanmalıdır. Fon portföyü üzerinde haciz, rehin, iflas masasına dahil edilme veya teminat amacı dışında tasarruf sınırlamaları bulunur. Fon yalnızca sınırlı nakit yönetimi amacıyla borçlanabilir. Bu çerçevede PDMK, büyük ölçekli projelerin finansmanını yatırımcıya açarken, projenin gelir haklarını fon içinde ayrıştırarak ihraççının genel bilanço riskinden mümkün olduğunca bağımsız bir ödeme yapısı kurmayı amaçlar.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

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

Teminatlı İhraçta Teminat Yöneticisi, Teminat Varlıklar ve Yatırımcı Koruması

KISACA

Teminatlı ihraç, ihraççının sermaye piyasası aracından doğan ödeme yükümlülüklerini güvence altına almak için belirli varlıkların teminat yöneticisine devredilmesi veya teminat yöneticisi lehine sınırlı aynı hak tesis edilmesi esasına dayanır. Tebliğ, teminatlı ihracın isteğe bağlı yapılabileceğini; fakat Kurulun ihraççı, ihraç tutarı, finansal durum veya araç türüne göre teminatı zorunlu tutabileceğini düzenler. Teminat varlıklar nakit, belirli alacaklar, DİBS, kira sertifikaları, Borsa İstanbul Yıldız Pazar payları, banka borçlanma araçları, teminat mektupları, yatırım fonu katılma payları, kıymetli madenler, taşınır ve taşınmaz varlıklar veya Kurulca uygun görülen diğer varlıklar olabilir. Teminat yöneticisi, teminat yönetim sözleşmesiyle varlıkları ayrı izler, korur, gerektiğinde paraya çevirir ve yatırımcı alacaklarının ifasını sağlar.

Teminatlı ihraç, sermaye piyasası aracı yatırımcısının alacağını belirli varlıklarla güçlendiren özel bir ihraç yapısıdır. İhraççı, araçtan doğan ödeme yükümlülüklerini vadesinde yerine getirmeyi sağlamak için teminata konu varlıkların mülkiyetini teminat yöneticisine devreder veya bu varlıklar üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı aynı hak kurar. Teminatlı ihraç kural olarak ihraççının tercihiyle bağlı olabilir; ancak Kurul, ihraççının türü, finansal durumu, ihraç tutarı veya ihraç edilecek aracın niteliğine göre teminat altına alma zorunluluğu getirebilir. Alınan ihraç tavanı teminatlı ihraç içinse, bu tavan kapsamındaki ihraçların teminatlı yapılması gerekir.

Teminatlı satış başlamadan önce teminat işlemlerinin tamamlanması zorunludur. Teminat varlıkların devri veya sınırlı aynı hak tesisi en geç satıştan önce tamamlanır ve bu durum kamuyu aydınlatma düzeni içinde ilan edilir. Tahsisli satış veya borsada işlem görmeyecek nitelikli yatırımcı satışlarında ilanlar MKK aracılığıyla yatırımcılara elektronik ortamda iletilir ve ihraççının internet sitesinde erişime açılır. Bu süreç, yatırımcının henüz satış aşamasında teminatın gerçekten kurulup kurulmadığını görebilmesini sağlar. Teminat tutarı için sabit bir oran öngörülmemiş olsa da Kurul teminat değerinin ödeme yükümlülüklerini karşılayacak düzeyde olmasını isteyebilir.

Teminata konu olabilecek varlıklar geniştir, fakat her varlık aynı nitelikte kabul edilmez. Nakit, belirli alacaklar, Hazine tarafından ihraç edilen döviz cinsinden tahviller, Devlet İç Borçlanma Senetleri, Hazine varlık kiralama şirketi kira sertifikaları, Borsa İstanbul Yıldız Pazar payları, bankaların belirli borçlanma araçları, ilk talepte ödeme taahhüdü içeren banka teminat mektupları, yatırım fonu katılma payları, borsada işlem gören standart kıymetli madenler, ipoteye veya varlığa dayalı menkul kıymetler, sigortalı taşınır veya taşınmaz varlıklar ve bunlar üzerindeki sınırlı aynı haklar teminat olarak kullanılabilir. Kurul, varlıkların likiditesi ve niteliğine göre çeşitlendirme, değiştirme veya yeniden değerlendirme isteyebilir.

Teminat yöneticisi, yatırımcı lehine kurulmuş teminat sisteminin merkezindeki bağımsız aktördür. Teminat yönetim sözleşmesi ihraççı ile teminat yöneticisi arasında yapılır ve hangi ihraçtan doğan yükümlülüklerin hangi varlıklarla güvenceye alındığını belirler. Teminat yöneticisi teminat varlıkları korur, idare eder, gerektiğinde paraya çevirerek ihraççının yatırımcılara olan yükümlülüklerinin ifasını sağlar ve ödeme tamamlandığında varlıkların iadesi veya sınırlı aynı hakkın kaldırılması sürecini yürütür. Teminat varlıklar teminat yöneticisinin kendi malvarlığından ayrıdır; teminat yöneticisinin borçları nedeniyle haczedilemez, rehnedilemez, iflas masasına dahil edilemez veya amacı dışında kullanılamaz.

İhraççının yükümlülüğünü yerine getirememesi halinde teminat sistemi aktif koruma mekanizmasına dönüşür. Teminat varlıklardan yapılan tahsilatlar ayrı hesapta biriktirilir ve yalnızca muaccel yükümlülüklerin karşılanmasında kullanılır. Teminat yöneticisi veya ilgili denetim aktörleri, teminatın yeterli olup olmadığını, varlıkların ayrı izlenip izlenmediğini ve tahsilatların doğru kullanılıp kullanılmadığını kontrol eder. Gerekirse varlıkların paraya çevrilmesi veya Kurulca uygun görülen tedbirler uygulanır. Bilgilendirme ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, teminat raporları, ödeme aksaklıkları ve yatırımcı raporlarının zamanında paylaşılmasını sağlar. Bu nedenle teminatlı ihraç, klasik ihraççı kredi riskini tamamen ortadan kaldırmaz; fakat teminat yöneticisi, ayrıştırılmış varlık ve özel tahsilat düzeniyle yatırımcı alacağını daha güçlü ve izlenebilir hale getirir.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

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

Yatırım Hizmetleri, Yan Hizmetler ve Yetki Sisteminin Çerçevesi

KISACA

III-37.1 sayılı Tebliğ, yatırım kuruluşlarının sermaye piyasası araçlarına ilişkin hangi hizmetleri hangi yetki ve sorumluluklarla sunabileceğini belirleyen ana düzenlemedir. Yatırım hizmetleri emir iletimine aracılık, işlem aracılığı, portföy aracılığı, bireysel portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı, halka arza aracılık, saklama ve Kurulca belirlenecek diğer faaliyetlerden oluşur. Bu hizmetler düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak yürütülecekse Kurul izni gerekir. Yan hizmetler ise yetkili yatırım kuruluşlarınca bildirim esasına göre sunulur; Kurul yirmi iş günü içinde olumsuz görüş bildirmezse faaliyete başlanabilir.

III-37.1 sayılı Tebliğ, sermaye piyasasında yatırım hizmetlerinin izin, kapsam ve yürütüm mantığını kurar. Sermaye piyasası mevzuatında yatırım kuruluşu kavramı aracı kurumları, bankaları ve Kurulca kuruluş ve faaliyet esasları belirlenmiş diğer kurumları kapsayan üst bir çerçevedir. Buna karşılık portföy yönetim şirketleri veya kolektif yatırım kuruluşları her zaman bu kavramın içinde değerlendirilmez; hangi faaliyetin hangi kurum tarafından yapılabileceği ayrı düzenlemelerle belirlenir. Tebliğin temel işlevi, sermaye piyasası araçları üzerinde müşteri emri alma, emir gerçekleştirme, kendi hesabından işlem yapma, bireysel portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı, halka arza aracılık ve müşteri namına saklama gibi hizmetleri açık bir yetki rejimine bağlamaktır.

Yatırım hizmet ve faaliyetleri izin esasına dayanır. Bir kurum bu faaliyetleri düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet şeklinde yürütmek istiyorsa Kuruldan faaliyet bazında izin almak zorundadır. Yatırım kuruluşunun kendi müşterilerine hizmet sunma amacı olmaksızın yalnızca kendi portföyü için işlem yapması ise bu izin kuralından farklı değerlendirilir. Yan hizmetlerde yaklaşım daha hafiftir; yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri yetkili oldukları ana hizmetlerle bağlantılı yan hizmetleri ayrıca yetki belgesi almadan, Kurula bildirimde bulunarak sunabilir. Kurul yirmi iş günü içinde olumsuz görüş bildirmezse bildirilen yan hizmet yürütülebilir. Böylece ana yatırım hizmetlerinde ön izin, yan hizmetlerde ise bildirim ve gözetim dengesi kurulur.

Aracı kurumların yetki grupları, üstlenilen risk ve mali yapı ihtiyacına göre ayrılır. Emir iletimine aracılık ve yatırım danışmanlığı gibi daha sınırlı faaliyetler dar yetkili aracı kurum alanına girer. İşlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı, sınırlı saklama ve portföy yöneticiliği kısmi yetkili aracı kurum kapsamındadır. Portföy aracılığı, genel saklama ve aracılık yüklenimi ise geniş yetkili aracı kurum yapısını gerektirir. Bu ayrım yalnızca isimlendirme değildir; asgari özsermaye, organizasyon, personel ve risk yönetimi beklentileri faaliyet türünün yatırım kuruluşu bilançosuna ve müşteriye etkisine göre farklılaşır.

Tebliğ alım satım aracılık faaliyetini üç kademede ele alır. Emir iletimine aracılıkta yatırım kuruluşu müşteri emrini alır, emri gerçekleştirecek yetkili kuruluşa iletir ve sonuç hakkında müşteriye bilgilendirir. İşlem aracılığında kurum emri borsaya, teşkilatlanmış pazara, yetkili portföy aracısına veya şartları

sağlanan yurt dışı kuruluşa ileterek müşteri adına gerçekleştirme fonksiyonunu üstlenir. Portföy aracılığıyla ise yatırım kuruluşu müşteri emrini kendi portföyünden karşılayabilir; bu nedenle piyasa ve karşı taraf riski daha yüksek bir yetki türü ortaya çıkar. Bu ayırım, müşterinin varlıklarının saklanması, emirlerin gizliliği, çerçeve sözleşme ve emir kayıtlarının saklanması gibi yükümlülüklerle birlikte uygulanır.

Yurt dışında yerleşik kuruluşlara ilişkin düzenleme, Türkiye’de yatırımcıya yönelme ölçütü üzerine kuruludur. Türkiye’de yerleşik kişilerin tamamen kendi inisiyatifiyle yurt dışındaki bir finansal kuruluştan hizmet alması Tebliğ kapsamı dışında kalabilir. Ancak yurt dışındaki kuruluş Türkiye’de iş yeri açar, Türkçe internet sitesi oluşturur veya Türkiye’de yerleşik kişilere doğrudan ya da aracılar vasıtasıyla tanıtım ve pazarlama yaparsa faaliyet Türkiye’ye yönelik kabul edilir. Bu durumda Kurulun yatırım hizmetlerine ilişkin düzenlemeleri devreye girer. Böylece düzenleme, yatırımcının kendi tercihiyle eriştiği yabancı hizmet ile Türkiye piyasasına aktif şekilde yönelen yabancı hizmet sunumunu birbirinden ayırır.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

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

Aracı Kurum Kuruluşu, Faaliyet İzni ve Organizasyon Yükümlülükleri

KISACA

III-39.1 sayılı Tebliğ, yatırım kuruluşlarının kurulması, faaliyete geçmesi, personel yapısı, merkez dışı örgütleri, dış hizmet alımı ve faaliyetlerinin durdurulması gibi kurumsal esasları düzenler. Aracı kurumların anonim ortaklık şeklinde kurulması, paylarının nama yazılı ve nakit karşılığı çıkarılması, ortaklık yapısının şeffaf olması ve kurucularının mali güç, dürüstlük ve itibar şartlarını taşıması gerekir. Kuruluş izni faaliyet izni anlamına gelmez; kurumun ayrıca faaliyet izni başvurusu yapması, sermaye yeterliliği, organizasyon, personel, bilgi işlem altyapısı, iç denetim ve güvenlik şartlarını sağlaması zorunludur.

III-39.1 sayılı Tebliğ, yatırım hizmetlerinin kimler tarafından sunulabileceğini kurumsal düzeyde düzenler. Bu çerçevede yatırım kuruluşu kavramı aracı kurumları ve bankaları kapsar; aracı kurum ise özellikle alım satım aracılığı ve halka arza aracılık faaliyetlerini münhasıran yürütmek üzere Kurul tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşudur. Tebliğ bazı hükümlerini yalnızca aracı kurumlara, bazı hükümlerini hem aracı kurumlara hem bankalara uygular. Bu nedenle düzenlemenin okunmasında aracı kurum, banka ve yatırım kuruluşu kavramlarının hangi maddede hangi kapsamda kullanıldığı belirleyicidir.

Aracı kurum kuruluşu sıkı bir izin sistemine tabidir. Kuruluş için anonim ortaklık şeklinde örgütlenme, payların nama yazılı ve nakit karşılığı çıkarılması, esas sözleşmenin mevzuata uygun olması, ortaklık yapısının açık ve şeffaf kurulması ve kuruluş sermayesinin Kurulca belirlenen asgari tutarın altında olmaması gerekir. Kurucular bakımından müflis olmama, konkordato veya belirli tasfiye süreçleri içinde bulunmama, faaliyet izni iptal edilmiş kuruluşlardaki sorumluluk nedeniyle yasaklı olmama, belirli suçlardan mahkûmiyet bulunmaması, gerekli mali güç ile dürüstlük ve itibara sahip olma şartları aranır. Tüzel kişi kurucularda bu değerlendirme önemli etkiye sahip ortaklara kadar genişler.

Kuruluş izni ile faaliyet izni aynı şey değildir. Kurulun aracı kurumun kuruluşuna izin vermesi, kurumun yatırım hizmetlerini hemen sunabileceği anlamına gelmez. Kuruluş izninden sonra belirli süre içinde faaliyete geçmek üzere ayrıca başvuru yapılmalı ve bu başvuruda seçilen hizmetlere göre faaliyet şartları sağlanmalıdır. Asgari kuruluş sermayesinin nakden ve tamamen ödenmesi, sermaye yeterliliği yükümlülüklerinin karşılanması, organizasyon yapısının kurulması, genel müdür ve yardımcıları ile personel şartlarının sağlanması, bilgi işlem altyapısının hazırlanması, müşteri varlıklarına ilişkin güvenlik önlemlerinin alınması ve gerekli teminatların tesis edilmesi bu aşamanın temel unsurlarıdır.

Organizasyon yapısı yalnızca idari bir şema değildir; yatırımcı güvenliğini ve faaliyet riskini taşıyan sistemdir. Aracı kurumun faaliyet konularına uygun hizmet birimleri kurması, belge ve muhasebe işlemlerinden sorumlu birim oluşturması, iç kontrol, teftiş ve risk yönetimi unsurlarını içeren iç denetim sistemini yerleştirmesi gerekir. Görev tanımları, yetki ve sorumluluklar açık belirlenmeli; müşteri ile

kurum, kurum personeli veya farklı müşteriler arasında doğabilecek çıkar çatışmalarını önleyecek yapı kurulmalıdır. Çıkar çatışması tamamen önlenemiyorsa, hizmet sunulmadan önce müşterinin açık ve ispatlanabilir şekilde bilgilendirilmesi gerekir.

Tebliğ ticaret unvanı, işletme adı ve marka kullanımını da düzenleyerek yatırımcı nezdinde yanıltıcı görünümü engellemeyi amaçlar. Aracı kurum ticaret unvanında yatırım hizmetleriyle bağ kurulmasını sağlayan ibarelere yer verir; işletme adı veya marka kullanımı için Kurul izni gerekir. Yazışmalarda, ilanlarda ve tanıtımlarda ticaret unvanı ile işletme adının birlikte kullanılması esastır. Böylece piyasada hizmet sunan kurumun hukuki kimliği, yetki kapsamı ve sorumluluk merkezi yatırımcı tarafından izlenebilir hale gelir.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

4.3 · Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ III-45.1**Belge, Emir Kaydı ve Elektronik İşlem Güvenliği Düzeni****KISACA**

III-45.1 sayılı Tebliğ, yatırım kuruluşlarının yatırım hizmetleri ve yan hizmetler sırasında düzenleyeceği belgeleri, kayıtları ve saklama esaslarını belirler. Kuruluşlar işlem dayanağı olan form ve belgeleri eksiksiz düzenlemek, kayıtları belirlenen süre ve usulle saklamak, takası merkezi takas kuruluşlarında yapılan işlemlerin muhasebe kayıtlarını takas süresini izleyen ilk iş günü içinde yasal defterlere işlemek zorundadır. Çerçeve sözleşme, müşteri hesap numarası, risk bildirimi, emir formları, seans takip kayıtları, elektronik emir logları ve kimlik doğrulama mekanizmaları bu düzenin ana halkalarını oluşturur.

III-45.1 sayılı Tebliğ, yatırım hizmetlerinin belgeye, kayda ve izlenebilir iş akışına bağlanmasını sağlar. Yatırım kuruluşları sundukları hizmetler nedeniyle düzenledikleri form ve belgeleri eksiksiz oluşturmak, bunları saklamak ve işlem kayıtlarını yasal defterlerine zamanında geçirmek zorundadır. Takası merkezi takas kuruluşlarında yapılan sermaye piyasası aracı işlemlerinin muhasebe kayıtları takas süresini takip eden ilk iş günü içinde, diğer işlemlerin kayıtları ise işlemin gerçekleştiği günü izleyen ilk iş günü içinde yapılır. Bu yapı, yatırım kuruluşunun müşteri emrinden işlem sonucuna kadar her adımı sonradan denetlenebilir hale getirmesini amaçlar.

Müşteriyle işlem yapılmadan önce sunulacak hizmete uygun çerçeve sözleşme kurulması ve müşteriye tanıma yükümlülüklerinin yerine getirilmesi gerekir. Sözleşmenin bir sureti müşteriye verilir; elektronik ortamda kurulan sözleşmelerde ise sözleşmenin müşteriye elektronik olarak iletilmesi veya erişilebilir kılınması yeterlidir. Müşteriyle yapılan sözleşme sonrasında her müşteriye ayrı müşteri numarası tahsis edilir ve bu numaraya bağlı birden fazla hesap açılabilir. Aynı müşteri ve hesap numarasının sözleşmenin sona ermesinden itibaren on yıl geçmeden başka müşteriye verilmemesi, kayıt bütünlüğünü ve geriye dönük izlenebilirliği korur.

Elektronik ortamda sunulan yatırım hizmetlerinde kimlik doğrulama ve işlem güvenliği ayrı bir önem taşır. Aracı kurumun birbirinden bağımsız en az iki bileşenden oluşan kimlik doğrulama mekanizması uygulaması esastır. Bu bileşenler müşterinin bildiği, sahip olduğu veya biyometrik karakteristiğine dayanan unsurlardan farklı iki sınıfa ait olmalıdır. Başarısız girişlerin sınırlanması, hatalı kullanıcı adı veya parola bilgisinin kötüye kullanılmasını engelleyecek uyarı yapısı, hareketsiz oturumların kapatılması ve aynı müşteri için eş zamanlı oturumların kontrol edilmesi işlem güvenliğinin tamamlayıcı parçalarıdır.

Tebliğ, yatırım kuruluşlarının düzenleyeceği belgeleri faaliyet türüne göre belirler. Nakit alındı ve nakit ödendi belgeleri, müşteri emir formu, türev piyasalar emir takip formu, seans takip formu, işlem sonuç formları, işlem talimat formu, teminat durum raporları, pozisyon limit aşımı raporları ve hesap ekstresi bu belge düzeninin başlıca unsurlarıdır. Tezgahüstü işlemlerde müşteri emir formu yerine işlem talimat

formu ve aylık hesap ekstresi düzenlenir. Emir iletimine aracılık kapsamında verilen gişe hizmetlerinde ise işlemin niteliğine göre müşteri emir formu ve nakit alındı veya ödendi belgesi öne çıkar.

Müşteri emirleri yazılı, sözlü veya elektronik ortamda alınabilir; ancak her durumda emrin kimden, ne zaman, hangi kanaldan, hangi sermaye piyasası aracı için ve hangi koşullarla alındığı kayıt altına alınmalıdır. Telefonla alınan emirlerde ses kayıtları, faksla alınan emirlerde tarih ve zaman bilgileri, internet ve benzeri kanallardan alınan emirlerde IP ve elektronik log kayıtları tutulur. Sözlü emrin varlığını ispat yükü yatırım kuruluşuna aittir. Emir formlarında müşteri ve hesap numarası, emir tipi, alım veya satım niteliği, fiyat, miktar, zaman, geçerlilik süresi, işlem yapılacak piyasa ve takas kurumu gibi bilgiler yer alır. Böylece belge düzeni yalnızca muhasebe kaydı değil, müşteri talimatının doğruluğunu, zaman önceliğini ve işlem güvenliğini koruyan bir denetim sistemi haline gelir.

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 İşlem, Açığa Satış ve Ödünç İşlemlerinde Risk Sınırları

KISACA

Seri: V, No: 65 Tebliği, kredili sermaye piyasası aracı alımı, açığa satış ve ödünç alma-verme işlemlerini alım satım aracılığına bağlı olan hizmetler olarak düzenler. Aracı kurumlar bu işlemleri gerekli teknik donanım, personel, muhasebe sistemi ve kontrol mekanizmalarını Kurula tevsik ederek yürütebilir; bankalar ve Takasbank bakımından ise işlem türüne göre farklı sınırlar uygulanır. Düzenleme, hangi araçların işleme konu olabileceğini, genel ve özel işlem limitlerini, kredi hesaplarının ayrı izlenmesini, çerçeve sözleşme zorunluluğunu ve özkaynak olarak kabul edilebilecek kıymetleri belirler.

Kredili alım, açığa satış ve ödünç alma-verme işlemleri sermaye piyasasında fiyat oluşumunu ve likiditeyi etkileyen, aynı zamanda müşteri ve aracı kurum açısından önemli riskler doğuran işlemlerdir. Seri: V, No: 65 Tebliği bu işlemleri yatırım hizmetlerine bağlı olan hizmet niteliğinde ele alır. Aracı kurumun alım satım aracılığı yetkisine sahip olması ve Tebliğde öngörülen mekân, teknik donanım, personel, muhasebe ve kontrol altyapısını Kurula tevsik etmesi gerekir. Bildirimin ardından Kurul belirli süre içinde aksi görüş bildirmezse faaliyet yürütülebilir. Ödünç alma ve verme işlemleri aracı kurumlar ve bankalar yanında Takasbank tarafından da Tebliğdeki esaslar çerçevesinde yapılabilir.

Düzenlemenin önemli bir kısmı hangi sermaye piyasası araçlarının bu işlemlere konu olabileceğine ilişkindir. Borsalarda ve teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören araçlardan kredili alım ve açığa satışa konu olacaklar, piyasa değeri, likidite, dolaşımdaki pay sayısı ve işlem sıklığı gibi ölçütlere göre listelenir. Kurul gerekli görürse bazı araçların listeden çıkarılmasını isteyebilir. Varant, sertifika, sahipliğe dayalı kira sertifikası, gayrimenkul yatırım fonu ve girişim sermayesi yatırım fonu gibi bazı araçlarda kredili alım ve açığa satış yapılamaz; gayrimenkul sertifikalarında kredili alım mümkünken açığa satış mümkün değildir. Listedен çıkarılan araçlar için tasfiye ve değiştirme hükümleri ayrıca uygulanır.

Risk yönetimi genel işlem sınırı ve özel işlem sınırı üzerinden kurulur. Genel işlem sınırı, aracı kurumun kullandığı kredilerin toplamı ile müşterileri veya kendi hesabına yaptığı açığa satış değerlerinin özsermaye karşısındaki büyüklüğünü sınırlayan kurumsal bir üst sınırdır. Özel işlem sınırı ise müşteri veya belirli pay bazında yoğunlaşmayı kontrol eder. Bir müşteriye açılacak kredi tutarı ortalama özsermayenin belirli oranını aşamaz; aynı gerçek kişi, eşi, velayeti altındaki çocukları ve birlikte hareket eden bazı kişi veya ortaklıklar tek müşteri gibi değerlendirilir. Bir şirket payında kredili pozisyon yoğunlaşması da ayrıca sınırlanır.

Kredi hesabının diğer müşteri hesaplarından ayrı izlenmesi Tebliğin temel koruma mekanizmalarındandır. Kredili alım ve açığa satış işlemleri için müşteri adına kredi hesabı açılır; iki işlem türü birlikte yürütülüyorsa ayrı hesaplar kullanılır. Bu hesaplardan doğan özkaynak tamamlama ve benzeri yükümlülükler, müşterinin başka hesaplarındaki nakit veya menkul kıymetler otomatik teminat

kabul edilerek kapatılamaz. Ancak müşterinin yazılı talimatı varsa hesaplar arasında virman yapılabilir. Böylece kredili işlem riski, normal müşteri hesaplarından ayrıştırılmış ve takip edilebilir hale gelir.

Müşteriyle işlem yapılmadan önce işlemin türüne uygun çerçeve sözleşme imzalanması gerekir. Kredili alım, açığa satış ve ödünç işlemleri için sözleşmeler ayrı düzenlenebileceği gibi tek sözleşmede bölümler halinde veya alım satım aracılığı sözleşmesinin eki olarak da kurulabilir. Sözleşmelerde mevzuata aykırı, müşterinin haklarını ciddi biçimde zedeleyen veya aracı kurum lehine olağanüstü tek taraflı haklar tanıyan hükümlere yer verilemez. Özkaynak olarak nakit, konvertibl döviz, işlem listelerinde yer alan sermaye piyasası araçları, yatırım fonu katılma payları, borsada işlem gören kamu borçlanma araçları, borsa yatırım fonları, belirli kıymetli madenler ve Kurulca uygun görülen varlıklar kabul edilebilir; değerlendirme oranları ise varlığın likiditesi ve riskine göre farklılaşır.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

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

Kitle Fonlamasında Platform, Yatırım Komitesi ve Kampanya Düzeni

KISACA

III-35/A.2 sayılı Kitle Fonlaması Tebliği, bir proje veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu platformlar aracılığıyla halktan toplamasına ilişkin kuralları düzenler. Kitle fonlaması paya dayalı veya borçlanmaya dayalı olabilir; faaliyet yalnızca Kurulca kuruluşuna izin verilen ve listeye alınan platformlar üzerinden yürütülür. Platformların anonim ortaklık yapısı, asgari sermaye, nama yazılı pay, münhasır faaliyet konusu, yatırım komitesi, iç kontrol, risk yönetimi, MKK ve emanet yetkilisi bağlantıları gibi şartları sağlaması gerekir. Kampanya sayfası, bilgi formu, fonların blokajı ve yatırımcı bilgilendirmesi sistemin ana araçlarıdır.

Kitle fonlaması, bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonun Kurulca belirlenen esaslar içinde platformlar aracılığıyla halktan toplanmasıdır. Pay karşılığında fon toplanması paya dayalı, borçlanma aracı karşılığında fon toplanması borçlanmaya dayalı kitle fonlaması olarak adlandırılır. III-35/A.2 sayılı Tebliğ, önceki paya dayalı düzenlemeyi tek çatı altında yenileyerek hem paya hem borçlanmaya dayalı modeli kapsayan bir sistem kurar. Bu sistemde fon toplama doğrudan serbest bir halka arz alanı gibi değil, Kurul listesine alınmış platform, bilgi formu, yatırım komitesi ve emanet mekanizması üzerinden yürür.

Platformların kurulması ve listeye alınması iki aşamalı bir rejime bağlıdır. Kuruluş için anonim ortaklık şeklinde örgütlenme, belirli asgari sermaye ve özsermaye, payların nama yazılı olması, ticaret unvanında kitle fonlama platformu ibaresinin bulunması ve esas sözleşmede işletme konusunun münhasıran paya veya borçlanmaya dayalı kitle fonlamasına aracılık olarak belirlenmesi gerekir. Listeye alınma aşamasında ise kuruluş şartlarının korunması, ortaklar ve yönetim kurulu üyelerinin nitelikleri, yatırım komitesi, iç kontrol ve risk yönetimi, muhasebe ve operasyon birimi, bilgi sistemleri altyapısı, MKK ve emanet yetkilisiyle uyumlu teknik yapı ve yazılı çıkar çatışması politikası aranır.

Platform kurucuları, ortakları ve yönetim kurulu üyeleri güvenilirlik filtresinden geçer. Müffis olmama, konkordato veya belirli tasfiye süreçlerinde bulunmama, faaliyet izni iptal edilmiş kuruluşlarda sorumluluk taşımama, belirli suçlardan mahkûm olmama, işlem yasaklı olmama, dürüstlük ve itibar şartlarını sağlama bu filtrenin temel unsurlarıdır. Yönetim kurulunda bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip en az bir üyenin bulunması da girişim finansmanı niteliğine uygun uzmanlık beklentisini gösterir. Ortaklık yapısı değişikliklerinde belirli eşikler Kurul onayına, daha düşük değişiklikler ise bildirim yükümlülüğüne bağlanır; platform ortaklık yapısının şeffaf ve güncel biçimde internet sitesinde yer alması gerekir.

Yatırım komitesi, kampanya başvurusunun platform içinde değerlendirildiği merkezi organdır. En az üç üyeden oluşur; üyelerin çoğunluğunun finans, girişimcilik, işletmecilik, hukuk, teknoloji, sanayi veya ticaret gibi alanlarda deneyimli olması, bir üyenin platform yönetim kurulundan gelmesi ve en az bir

üyenin Düzey 3 lisansına sahip olması gerekir. Borçlanmaya dayalı modelde kredi derecelendirme, risk değerlemesi, finansal analiz ve benzeri alanlarda ilave uzmanlık aranır. Komite bilgi formunu objektif değerlendirme politikası çerçevesinde inceler; üyeler çıkar atışması doğuran kampanyaların müzakeresine katılamaz ve oy kullanamaz.

Platformun faaliyetleri kampanya sayfası ve fon akışı üzerinden izlenebilir hale getirilir. Her proje için kampanya sayfası oluşturulur, yatırım komitesince onaylanan bilgi formu burada yayımlanır ve yatırım kararını etkileyebilecek gelişmeler yatırımcıların incelemesine açık tutulur. Toplanan fonlar kampanya süresi tamamlanana kadar emanet yetkilisi nezdinde bloke edilir; kampanya hedefe ulaşırsa fonlanan şirkete aktarılır, şartlar oluşmazsa yatırımcılara iade edilir. Payların veya borçlanma araçlarının MKK nezdinde kayden oluşturulması sürecine kadar platform gerekli işlemleri yürütür veya bir yatırım kuruluşu aracılığıyla yürütülmesini sağlar. Bu nedenle kitle fonlamasında platform yalnızca teknik bir internet sitesi değil, yatırımcı bilgilendirmesi, fon güvenliği, çıkar atışması yönetimi ve kayıt düzeninden sorumlu düzenlenmiş bir aracıdır.

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 Sözleşme İlişkisinin Kurulması****KISACA**

III-42.1 sayılı Tebliğ, aracı kurumlar ve portföy yönetim şirketlerinin müşterilerle uzaktan kimlik tespiti yapmasını ve elektronik ortamda yazılı şeklin yerine geçecek sözleşme ilişkisi kurmasını düzenler. Süreç, kişinin başvurusu elektronik form üzerinden başlatması, bilgi teknolojileri kontrollerinin yapılması, eğitilmiş personelin görüntülü görüşme ve ek kontrollerle kimliği doğrulaması mantığına dayanır. Kimlik belgesi, biyometrik karşılaştırma, canlılık tespiti, SMS OTP, risk değerlendirmesi, kayıt ve saklama yükümlülükleri birlikte uygulanır. Sözleşme iradesi güvenli kimlik doğrulama sonrasında elektronik ortamda alınırsa yazılı şekil şartı karşılanmış sayılır.

III-42.1 sayılı Tebliğ, sermaye piyasası kurumlarında müşteri ediniminin fiziksel şubeye bağlı olmadan güvenli biçimde yapılabilmesini düzenler. Aracı kurumlar ve portföy yönetim şirketleri, müşteriyle yazılı şekilde veya uzaktan iletişim araçlarıyla mesafeli olarak sözleşme kurabilir; bunun için müşteri kimliğinin doğrulanmasına imkân veren bilişim veya elektronik haberleşme yöntemleri kullanılır. Tebliğin amacı uzaktan kimlik tespitini yüz yüze kimlik tespitine benzer güvenlik seviyesine yaklaştırmak, ardından yatırım hizmetlerine ilişkin sözleşme ilişkisini elektronik ortamda hukuken geçerli şekilde kurmaktır.

Uzaktan kimlik tespiti süreci kişi tarafından başlatılır, bilgi teknolojileri kontrolleriyle devam eder ve eğitilmiş personelin onayıyla tamamlanır. Sürecin yalnızca personel veya yalnızca sistem tarafından başlatılıp bitirilemeyecek şekilde tasarlanması gerekir. Kurum, kimlik tespiti sırasında kullanılacak belgeler, doğrulanabilir özellikler ve kontrol kriterleri için dokümantasyon oluşturur; iş akış prosedürünü uygulatmadan önce test eder ve sonuçları yazılı hale getirir. Prosedür yılda en az iki kez gözden geçirilir; güvenlik ihlali, mevzuat değişikliği, sahtecilik şüphesi veya yöntem zayıflığı ortaya çıktığında ayrıca güncellenir.

Görüntülü görüşme aşaması bu konuda eğitim almış personel tarafından yürütülür. Personel kimlik belgelerinin güvenlik özellikleri, doğrulama yöntemleri, dolandırıcılık ve sahtecilik işaretleri, mevzuat yükümlülükleri ve kişisel verilerin korunması konularında düzenli eğitim alır. Görüşme erişimi sınırlandırılmış güvenli alanlarda yapılır ve personelin kurum adına çalıştığını gösteren güven verici bir ortam sağlanır. Engelli kişilere hizmet verilebilmesi için gerekli önlemlerin alınması da sürecin kapsayıcı yürütülmesi bakımından ayrıca önem taşır.

Süreç başlamadan önce kişi başvurusunu kurum uygulaması üzerinden elektronik form ile yapar ve bu bilgilerle risk değerlendirmesi gerçekleştirilir. İş ilişkisinin amacı, talep edilen ürünler, fon kaynağı, ortalama gelir, tahmini işlem hacmi ve benzeri bilgiler bu değerlendirmeye dâhildir. Gerekirse

görüntülü görüşmeye geçilmeden süreç sonlandırılabilir. Biyometrik veri yalnızca uzaktan kimlik tespiti amacıyla kullanılabilir ve kişinin açık rızası elektronik ortamda kayıt altına alınır. Görüntülü görüşme gerçek zamanlı, kesintisiz, yeterli ses ve görüntü kalitesinde ve güvenli iletişim üzerinden yapılır; kişiye tek kullanımlık SMS doğrulama kodu iletilerek cep telefonu numarası doğrulanır.

Kimliğin doğrulanmasında güvenlik öğeleri, fotoğraf ve imza taşıyan kimlik belgesi kullanılır. Yakın alan iletişimiyle kimlik belgesinin yongasındaki bilgilerin doğrulanması esastır; bu mümkün olmazsa belgenin görsel güvenlik unsurlarından yeterli sayıda unsur kontrol edilir ve bazı hallerde ilk finansal hareketin başka bir finansal kuruluş üzerinden yapılması gerekir. Kişinin canlılığı tespit edilir, yüzü kimlik belgesindeki fotoğrafla biyometrik olarak karşılaştırılır ve personel kimlik avı, sosyal mühendislik veya baskı altında işlem yapma ihtimalini gözlemler. Şüphe, düşük görüntü kalitesi, belirsizlik veya sahtecilik emareleri varsa süreç sonlandırılır. Kimlik tespiti tamamlandıktan sonra sözleşme şartları müşteriye elektronik ortamda sunulur ve müşteri irade beyanı güvenli kimlik doğrulama sonrasında alınır, teminat, kefalet, temlik ve yatırım hizmetlerine ilişkin sözleşmeler yazılı şekilde kurulmuş kabul edilir.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.1.1 · Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği ve İlgili Diğer Düzenlemeler

Borsa İstanbul'un Hukuki Yapısı, Organları ve Borsacılık Faaliyetleri

KISACA

Borsa İstanbul, 6362 sayılı Kanun çerçevesinde sermaye piyasası araçları ve Kurulca uygun görülen diğer kıymetlerin güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi ortamda işlem görmesini sağlayan anonim şirket yapısındaki borsadır. Borsaların kuruluşu Kurulun uygun görüşü ve Cumhurbaşkanı iznine, faaliyete geçmeleri ise Kurul iznine bağlıdır. Borsa İstanbul'un hukuki çerçevesi Kanun, Türk Ticaret Kanunu, borsalara ilişkin yönetmelikler ve Borsa İstanbul iç düzenlemelerinden oluşur. Yönetim kurulu, genel kurul, komiteler, uyuşmazlık ve disiplin mekanizmaları borsacılık faaliyetlerinin kurumsal omurgasını oluşturur.

Borsa, sermaye piyasası araçları ile Kurulca uygun görülen diğer kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli biçimde alınıp satılmasını sağlayan, emirleri bir araya getiren veya eşleşmesini kolaylaştıran, oluşan fiyatları tespit ve ilan eden düzenli piyasa yapısıdır. Bu tanım yalnızca fiziki bir işlem yerini değil, kuralları, emir iletim ve eşleştirme sistemlerini, gözetim kapasitesini ve işlem sonrası yükümlülüklerin yerine getirilmesini de kapsar. Borsaların anonim şirket şeklinde kurulması, paylarının nama yazılı ve nakit karşılığı çıkarılması, sermayelerinin ödenmiş olması, ortaklık yapısının açık ve şeffaf bulunması ve önemli etkiye sahip ortaklarının mevzuatta aranan nitelikleri taşıması gerekir.

Borsaların faaliyetleri piyasa güvenliğini ve düzenini sağlama amacına yöneliktir. Kota alınma ve kottan çıkarılma, borsada işlem görme ve işlem görmenin durdurulması, emirlerin iletilmesi ve eşleştirilmesi, gerçekleşen işlemlerden doğan yükümlülüklerin zamanında yerine getirilmesi, işlem yapma yetkisinin verilmesi, disiplin kurallarının uygulanması, uyuşmazlıkların çözülmesi, gelirlerin tahsili, çıkar çatışmalarının önlenmesi, işletim, denetim ve gözetim sistemlerinin kurulması bu faaliyet alanlarının başlıcalarıdır. Borsa, kendi yetki alanında düzenleme yapabilir ve bu düzenlemelere tabi kurumların uyumunu denetleyebilir.

Borsa İstanbul, 6362 sayılı Kanunun özel hükmüyle borsacılık faaliyetlerinde bulunmak üzere kurulmuştur. Esas sözleşmesinin tesciliyle eski İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve İstanbul Altın Borsasının tüzel kişilikleri sona ermiş; varlık, borç, alacak, hak, yükümlülük, kayıt ve belgeleri Borsa İstanbul'a devrolmuştur. Daha sonra Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası paylarının devralınmasıyla borsa yapısı tek çatı altında güçlenmiştir. Borsa İstanbul'un hukuki çerçevesi Sermaye Piyasası Kanunu, Türk Ticaret Kanunu, borsalar ve piyasa işleticilerine ilişkin yönetmelikler, Borsa İstanbul borsacılık yönetmeliği, kıymetli madenler ve kıymetli taşlara ilişkin yönetmelik ile Borsa İstanbul'un yönerge ve prosedürlerinden oluşur.

Borsa İstanbul'un organları genel kurul ve yönetim kurulumdur. Genel kurul pay sahiplerinden oluşur ve şirket işlerine ilişkin temel hakların kullanıldığı organdır. Yönetim kurulu ise borsanın düzenleme,

yetkilendirme, pazar oluşturma, kotasyon, gözetim, uyuşmazlık, disiplin, bütçe, personel ve risk yönetimi gibi ana kararlarını alır. Yönetim kurulu üyeleri bakımından yükseköğrenim, mesleki deneyim ve sermaye piyasası tecrübesi gibi nitelikler aranır; bağımsız üyelik ve kurumsal yönetim ilkeleri yönetim yapısının parçasıdır. Genel müdür, yönetim kurulunun devrettiği yönetim ve temsil işlerini yürütür.

Komiteler, borsanın karar alma ve denetim kapasitesini destekleyen uzman yapılardır. Denetim Komitesi finansal tablolar, muhasebe sistemi, bağımsız denetim ve iç kontrol mekanizmalarını gözetir. Kurumsal Yönetim Komitesi kurumsal yönetim uygulamalarını izler ve geliştirme önerileri sunar. Riskin Erken Saptanması Komitesi borsanın varlığını ve sürekliliğini etkileyebilecek riskleri belirlemeye çalışır. Uyuşmazlık komiteleri borsa işlemlerinden kaynaklanan müşteri ve üye uyuşmazlıklarını inceler; disiplin komiteleri ise işlem yapma yetkisi verilenler ve temsilcileri hakkında disiplin sürecini yürütür. Böylece Borsa İstanbul'un hukuki yapısı, işlem platformu olmanın ötesinde düzenleme, gözetim, yaptırım ve uyuşmazlık çözümü fonksiyonlarını birlikte taşıyan kurumsal bir piyasa altyapısıdır.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

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

Pay Piyasasında İşlem Gören Araçlar, Pazarlar ve Emir İşleyişi

KISACA

Borsa İstanbul Pay Piyasası, paylar ve Yönetim Kurulunca işlem görmesi uygun bulunan diğer sermaye piyasası araçları için organize alım satım ortamıdır. İşleme başlama, pazar veya platform bilgileri ve ilgili duyurular KAP üzerinden ilan edilir. Pay, yeni pay alma hakkı, borsa yatırım fonu, yatırım kuruluşu varantı, sertifika, sahipliğe dayalı kira sertifikası, gayrimenkul sertifikası, gayrimenkul yatırım fonu, girişim sermayesi yatırım fonu ve emtia sertifikası gibi araçlar farklı özellik kodları, pazar yapıları ve işlem kurallarıyla Pay Piyasasında yer alabilir.

Pay Piyasası, Borsa İstanbul bünyesinde paylar ile Yönetim Kurulu tarafından işlem görmesi uygun bulunan diğer sermaye piyasası araçlarının alınıp satıldığı organize piyasadır. Bir aracın hangi pazar, platform veya sistemde işlem göreceği ve işlemlere başlamadan önce yatırımcının bilmesi gereken bilgiler Borsa tarafından Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilir. Bu yapı, işlem gören araçların türüne göre farklı kuralları olan ama aynı gözetim ve duyuru mantığı altında çalışan bir piyasa düzeni oluşturur. Pay Piyasasında işlem yapacak üyeler, emir iletimi, işlem gerçekleştirme, takas ve müşteri hesabı takibi bakımından Borsa düzenlemelerine tabidir.

Pay, anonim ortaklığın sermaye payını temsil eder ve paya sahip olmak ortaklığa katılmayı ifade eder. Payları Borsada işlem gören ortaklıkların bedelli sermaye artırımlarında mevcut ortakların yeni pay alma hakkı ayrıca işlem sırasına konu olabilir. Borsa yatırım fonları ise bir endeksin veya belirli varlık sepetinin performansını yansıtmayı amaçlayan, katılma payları borsada işlem gören fon yapılarıdır. Bu fonların portföyündeki varlıklar saklama kuruluşları nezdinde izlenir; işlem, takas, baz fiyat, fiyat marjı ve fiyat adımı kuralları Pay Piyasası düzeni içinde belirlenir.

Pay Piyasasında yapılandırılmış ve alternatif sermaye piyasası araçları da işlem görebilir. Yatırım kuruluşu varantı, yatırımcıya belirli bir dayanak varlığı veya göstergeyi önceden belirlenen şartlarla alma ya da satma hakkı veren menkul kıymetleştirilmiş opsiyon niteliğindedir. Sertifikalar ise belirli koşulların gerçekleşmesi halinde alacak hakkı sağlayan yapılandırılmış ürünlerdir. Sahipliğe dayalı kira sertifikaları, varlık kiralama şirketinin devraldığı varlık veya haklara dayalı finansman yapısını temsil eder. Gayrimenkul sertifikaları bir gayrimenkul projesindeki bağımsız bölüm veya alan birimini temsil ederken, gayrimenkul yatırım fonu ve girişim sermayesi yatırım fonu katılma payları nitelikli yatırımcı fon yapılarının borsada işlem görebilen biçimleridir. Emtia sertifikaları ise altın, gümüş gibi belirli emtia varlıklarına borsa üzerinden erişim sağlar.

Pay Piyasasında birincil piyasa, payların veya uygun görülen sermaye piyasası araçlarının ilk satışının yapıldığı alandır. Borsada halka arz yöntemiyle satış, sürekli işlem veya talep toplama yöntemleriyle yürütülebilir. Sürekli işlem yönteminde satış süresi ve baz fiyat kuralları belirlenir; halka arz sürerken ikincil piyasa işlemleri başlatılmaz. Sabit fiyatla veya değişken fiyatla talep toplamada ise önce emirler

toplanır, ardından MKK sicil numarası kullanılarak yatırımcı bazında tekilleştirme ve dağıtım yapılır. Bu düzen, aynı yatırımcıdan gelen mükerrer taleplerin dağıtımda adil olmayan sonuç doğurmasını önlemeyi amaçlar.

Pay Piyasası işleyişinde pazar yapısı, özellik kodları, fiyat adımları, baz fiyat, fiyat marjı, özel işlem bildirimi, piyasa yapıcılık ve likidite sağlayıcılık gibi kavramlar birlikte çalışır. Her aracın risk ve işlem niteliği aynı olmadığından, ilgili aracın işlem göreceği pazar ve uygulanacak yöntem Borsa kurallarıyla ayrıştırılır. Bu nedenle Pay Piyasasını anlamak yalnızca pay alım satımını bilmek değildir; payla birlikte fon, varant, sertifika, kira sertifikası, gayrimenkul veya emtia temelli araçların hangi koşullarla organize piyasaya dahil edildiğini ve yatırımcıya nasıl duyurulduğunu kavramaktır.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

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

Borçlanma Araçları Piyasasında Pazarlar, Valör ve Emir Önceliği

KISACA

Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası, sabit getirili menkul kıymetlerin şeffaf ve rekabetçi ortamda işlem görmesini, likiditenin artmasını ve fiyat bilgisinin hızla oluşmasını amaçlayan organize piyasadır. Kesin alım satım, repo–ters repo, menkul kıymet tercihli repo, nitelikli yatırımcıya ihraç, gözaltı, taahhütlü işlemler, uluslararası tahvil, para ve swap pazarları farklı işlem ihtiyaçlarına hizmet eder. Piyasada temiz fiyat, kirli fiyat, takas fiyatı, valör tarihi, repo, ters repo, itfa, kupon faizi ve nominal değer gibi kavramlar işlem ve takas mantığını belirler.

Borçlanma Araçları Piyasası, kamu ve özel sektör borçlanma araçlarının organize, şeffaf ve rekabete açık bir ortamda işlem görmesini sağlar. Piyasanın amacı sabit getirili menkul kıymetlerde likiditeyi artırmak, fiyat ve işlem bilgisinin daha hızlı oluşmasına katkı vermek ve farklı borçlanma aracı türlerini kurallı pazar yapıları içinde alım satıma konu etmektir. İlk olarak Kesin Alım Satım Pazarı ile başlayan yapı zaman içinde repo–ters repo, menkul kıymet tercihli repo, pay senedi repo, nitelikli yatırımcıya ihraç, gözaltı, taahhütlü işlemler ve uluslararası tahvil gibi pazarlarla genişlemiştir. Para ve swap pazarlarının da bu yapı içinde konumlanması, piyasanın yalnız tahvil alım satımı değil, kısa vadeli fonlama ve değişim işlemleri bakımından da önemini gösterir.

Bu piyasada fiyat kavramı, işlem gören menkul kıymetin türüne göre farklı anlamlar kazanır. Temiz fiyat, işlemiş faiz veya birikmiş kira içermeyen fiyatı; kirli fiyat ise bunları da kapsayan fiyatı ifade eder. Takas fiyatı, işlemin takas tutarının hesaplanmasında kullanılan değerdir. İhraç değeri menkul kıymetin ilk satış fiyatıdır; nominal değer altında satış iskontolu, üstünde satış primli, eşit satış ise başabaş satış olarak değerlendirilir. İtfa, vade sonunda anaparanın ve varsa kupon faizinin yatırımcıya ödenmesidir. Bu kavramlar özellikle tahvil, bono, kira sertifikası ve varlığa dayalı araçlarda yatırımcının getiri ve ödeme zamanlamasını anlaması için temel çerçeveyi oluşturur.

Piyasada işlem yapabilecek kuruluşlar Borsa düzenlemelerine göre yetkilendirilmiş yatırım kuruluşları ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasıdır. İşlem yapacak üyelerin taahhütname imzalaması, Takasbank nezdinde gerekli hesapları açması, teminatlarını yatırmaları ve Borsa tarafından belirlenen diğer yükümlülükleri yerine getirmesi gerekir. Emirler BISTECH işlem platformuna uzaktan erişim, üye terminalleri veya FIX protokolüyle iletilir; sistem erişiminde sorun yaşanırsa telefonla emir iletimi de mümkündür. Telefonla emir iletiminde yetkili temsilcinin kimlik doğrulaması yapılır, emir sisteme girilir ve üretilen emir numarası temsilciye bildirilir.

İşlem görebilecek araçlar pazar bazında Yönetim Kurulu tarafından belirlenir. Kamu menkul kıymetleri arasında devlet tahvili, hazine bonusu, TCMB likidite senedi, gelir ortaklığı senedi, gelire endeksli senet ve kamu kira sertifikaları yer alabilir. Özel sektör tarafında özel sektör tahvili, finansman bonusu, varlığa dayalı veya ipoteye dayalı menkul kıymet, varlık teminatlı veya ipotek teminatlı menkul kıymet, özel

sektör kira sertifikası ve yapılandırılmış borçlanma aracı gibi araçlar işlem görebilir. Borsa dışında veya halka arz edilmeksizin ihraç edilen araçların yalnız nitelikli yatırımcılar arasında işlem görmesi kuralı, yatırımcı niteliği ile araç riski arasındaki uyumu korumaya yöneliktir.

Emirlerin eşleşmesinde fiyat veya oran önceliği ile zaman önceliği birlikte uygulanır. Kesin alım satım pazarında alımda en yüksek fiyat, satımda en düşük fiyat önceliklidir; aynı fiyat düzeyinde zaman önceliği devreye girer. Repo ve ters repo pazarlarında ise oran önceliği belirleyicidir; repo emirlerinde yüksek oran, ters repo emirlerinde düşük oran öncelik kazanır. Tek fiyat yönteminde emirler belirli süre toplanır ve en çok işlem miktarını sağlayan fiyat üzerinden eşleştirilir. Çok fiyat yönteminde emirler işlem süresi boyunca sürekli olarak farklı fiyat seviyelerinden eşleşebilir. Valör tarihi ise işlemten doğan menkul kıymet ve nakit yükümlülüklerinin hangi gün yerine getirileceğini gösterdiğinden, Borçlanma Araçları Piyasasının takas ve fonlama mantığında merkezi bir kavramdır.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.4 · Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası (Piyasanın İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)**ViOP'ta Sözleşmeler, Pozisyonlar ve Günlük İş Akışı****KISACA**

Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin organize piyasa kuralları içinde işlem gördüğü pazardır. Vadeli işlem sözleşmesi belirli bir vadede dayanak varlığı alma veya satma yükümlülüğü verirken, opsiyon sözleşmesi alıcıya prim karşılığında alma veya satma hakkı, satıcıya ise buna karşılık yükümlülük yükler. ViOP'ta açık pozisyon, uzun pozisyon, kısa pozisyon, dayanak varlık, opsiyon primi, uzlaşma fiyatı ve özsermaye halleri gibi kavramlar işlemlerin risk ve sonuçlarını belirler. İş akışı açılış, normal seans, uzlaşma fiyatı, akşam seansı ve gün sonundan oluşur.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, türev sözleşmelerin Borsa İstanbul bünyesinde organize ve kurallı şekilde işlem gördüğü piyasadır. Bu piyasada sözleşmenin ekonomik değeri doğrudan dayanak varlığa, göstergeye, mala, kıymete veya finansal değişkene bağlıdır. Vadeli işlem sözleşmesinde taraflar, vade geldiğinde sözleşmede önceden kararlaştırılmış koşullara göre dayanak varlık üzerinde alım veya satım borcu üstlenir. Opsiyon sözleşmesi ise opsiyonu alan tarafa ödediği prim karşılığında belirli vadede veya vadeye kadar dayanak varlığı alma ya da satma hakkı verir; satan taraf ise prim karşılığında bu hakkın kullanılmasına bağlı yükümlülük üstlenir.

ViOP'ta pozisyon kavramları sözleşme riskini anlamanın merkezindedir. Açık pozisyon, gerçekleşmiş fakat ters işlem, nakdi uzlaşma, fiziki teslimat veya takas mevzuatında öngörülen yöntemlerle henüz kapatılmamış pozisyonu ifade eder. Uzun pozisyon, vadeli işlemde vade geldiğinde dayanak varlığı satın alma veya nakdi uzlaşma yükümlülüğü; alım opsiyonunda satın alma hakkı; satım opsiyonunda satma hakkı doğuran pozisyon yapısını anlatır. Kısa pozisyon ise vadeli işlemde satma veya nakdi uzlaşma yükümlülüğünü, opsiyonlarda ise alıcının hakkına karşılık gelen yükümlülüğü taşır. Uzlaşma fiyatı hesapların güncellenmesinde, nakdi uzlaşmada veya fiziki teslimatta kullanılır.

Piyasada sözleşmelerin türlerine ve işlem esaslarına göre farklı pazarlar oluşturulur. Döviz, elektrik, emtia, endeks, kıymetli madenler, borsa yatırım fonu, pay, yabancı endeksler, metal, faiz ve devlet iç borçlanma senetleri türev pazarları bu yapının örnekleridir. Emirlerin eşleştirilmesi ve özel işlem bildirimleri ilgili pazar altında gerçekleşir. Algoritmik emir iletim sistemleri, yüksek frekanslı işlem kullanıcıları ve eşyerleşim gibi kavramlar piyasanın teknolojik boyutunu gösterir; bu araçlar emir üretimi, hız ve veri erişimi açısından özel risk ve gözetim ihtiyacı doğurur.

ViOP günlük iş akışı birkaç bölümden oluşur. İşlem yapılmayan dönemlerde sistem açık olsa da emir girişi veya işlem gerçekleşmesi mümkün değildir; kullanıcılar bağlantı kurabilir, sorgulama yapabilir, önceki günlerden kalan bazı emirleri iptal edebilir veya pasife çekebilir. Açılış seansında emirler belirli süre eşleşmeden toplanır ve tek fiyat yöntemiyle en yüksek işlem miktarını sağlayan denge fiyatından eşleşir. Normal seans, fiyat ve zaman önceliğine dayalı çok fiyat yöntemiyle işlemlerin yürütüldüğü ana

dönemdir. Bu dönemde emir girişi, özel işlem bildirimi, emir değişikliği, iptal ve esnek sözleşme oluşturma gibi işlemler yapılabilir.

Her işlem günü sonunda günlük uzlaşma fiyatları, vade sonunda ise vade sonu uzlaşma fiyatları ilan edilir. Akşam seansı, normal seans sonrasında fiyat ve zaman önceliğine göre çok fiyat yöntemiyle işlem yapılabilen ve gerçekleşen işlemlerin sonraki normal seans işlemi gibi değerlendirildiği dönemdir. Gün sonu işlemleri raporların oluşturulması, dağıtılması ve sistemin sonraki işlem gününe hazırlanmasını kapsar. Genel Müdür gerekli gördüğünde seansların belirli bölümlerinde veya tamamında farklı işlem yöntemlerinin uygulanmasına, piyasa veya pazarların geçici olarak kapatılmasına karar verebilir. Bu nedenle VİOP işleyişi, türev sözleşme ekonomisi ile organize piyasa işlem disiplini ve takas-uzlaşma düzenini birlikte taşır.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.5 · Tezgahüstü Piyasalar

Tezgahüstü Piyasaların İşleyişi, Raporlama ve Risk Yönetimi

KISACA

Tezgahüstü piyasalar, borsalar ve teşkilatlanmış pazar yerleri dışında kalan işlem alanlarını ifade eder. Türkiye’de bankalararası TL, döviz, tahvil ve repo piyasaları ile serbest efektif piyasası bu yapının başlıca örnekleridir. İşlemler çoğunlukla telefonla pazarlık veya veri yayın sistemlerinin dealing imkânlarıyla, taraflar arasında tanımlanan line limitleri içinde yapılır. Tezgahüstü türev işlemler bakımından yatırım kuruluşlarının işlem türlerini ve dayanak varlıkları açıklaması, işlemleri MKK veri depolama sistemine raporlaması, teminatlandırma politikası oluşturması ve risk modellerini düzenli stres testleriyle sınaması gerekir.

Tezgahüstü piyasa, borsalar ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri dışında kalan işlem alanıdır. Türkiye’de bu çerçevede bankalararası TL, bankalararası döviz, bankalararası tahvil ve bankalararası repo piyasaları öne çıkar. Bu piyasalarda işlemler merkezi emir defterinden çok taraflar arasındaki ilişki ve limit düzeniyle yürür. Bankalararası TL ve döviz işlemlerinde özel bir teminat yapısı bulunmayabilir; işlem yapılabilecek banka ve işlem tutarı line adı verilen karşı taraf limitleriyle sınırlandırılır. Telefonla pazarlık veya finansal veri platformlarının dealing imkânları işlemlerin pratik yürütüm aracıdır.

Tezgahüstü piyasalarda işlem motivasyonu piyasa türüne göre değişir. Bankalar ve yatırım kuruluşları Borsa İstanbul’daki repo veya kesin alım satım pazarlarını kullanabildikleri gibi, limit veya işlem ihtiyacı nedeniyle kendi aralarında da repo, tahvil ve bono işlemi yapabilir. Serbest efektif piyasasında nakit efektif arz ve talebi belirleyicidir; işlemler bankalar ve yetkili müesseseler tarafından yapılır. Tezgahüstü türev piyasalarında ise forward, swap ve opsiyon sözleşmeleri özellikle bankalar arasında veya bankalarla büyük ölçekli şirketler arasında finansal riskten korunma ve risk yönetimi amacıyla kullanılabilir.

Sermaye piyasası mevzuatı tezgahüstü işlemleri tamamen kurlsız bırakmaz. III-37.1 sayılı Tebliğ tezgahüstü piyasayı borsa ve teşkilatlanmış pazar yerleri dışında kalan piyasa, tezgahüstü işlemi de bu alanlarda gerçekleştirilen işlem olarak tanımlar. İşlem aracılığı veya portföy aracılığı kapsamında tezgahüstü türev işlemi yapacak yatırım kuruluşları, işlem yapacakları türev araç türleri ve bunların dayanak varlıklarına ilişkin liste oluşturur, bu listeyi internet sitelerinde yayımlar ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliğine gönderir. Böylece yatırımcı, kurumun hangi tezgahüstü türev alanlarında faaliyet gösterebileceğini önceden görebilir.

Raporlama düzeni tezgahüstü türev piyasasında şeffaflığın ana aracıdır. Merkezi Kayıt Kuruluşu veri depolama kuruluşu olarak yetkilendirilmiş ve Elektronik Veri Deposu Sistemi devreye alınmıştır. Yatırım kuruluşları ve tüzel kişiler yurt içi veya yurt dışı tezgahüstü türev sözleşmelerini bu sisteme raporlar. Organize piyasalarda merkezi karşı taraf olan Takasbank tarafından yapılan bildirimler de raporlama zincirinin parçasıdır. Future, opsiyon, swap, fark sözleşmesi, forward ve benzeri türev sözleşmelerin

günlük raporlanması, piyasa riskinin izlenmesine ve sistemik riskin daha görünür hale gelmesine hizmet eder.

Tezgahüstü türev işlemlerinde risk yönetimi ve teminatlandırma ayrı bir zorunluluktur. Aracı kurumlar müşterilerine karşı doğrudan mali yükümlülük altına girip girmediklerini, müşterinin riskliliğini, olumsuz piyasa senaryolarını ve işlemin korunma veya fark pozisyonu amacını dikkate alarak teminatlandırma politikası oluşturur. Kullanılan risk modellerinin geçerliliği geriye dönük stres testleriyle sınanır. Her müşteri için pozisyon limiti belirlenir ve müşteriler limitleme amacıyla gruplandırılabilir. Teminat tesis edilmeden işleme başlanamaz; başlangıç ve sürdürme teminatı ile teminat tamamlama çağrısı mantığı uygulanır. Merkezi takas kuruluşları da Kurul izniyle tezgahüstü işlemlerin takas, ödeme ve teminat süreçlerinde görev alabilir; Kurul gerekli görürse belirli işlemlerin merkezi karşı taraf nezdinde takasını zorunlu tutabilir.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

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

TCMB Para Politikası Araçları ve Bankalararası Piyasa İşleyişi

KISACA

TCMB piyasaları, fiyat istikrarı temel amacı ve finansal istikrarı destekleyici görev çerçevesinde para arzını, likiditeyi ve kısa vadeli faizleri yönetmeye hizmet eder. Açık piyasa işlemleri, döviz ve efektif işlemleri, reeskont penceresi ve zorunlu karşılıklar para politikası araçlarının ana grubunu oluşturur. Açık piyasa işlemlerinde repo, ters repo, doğrudan alım-satım, TL depo işlemleri ve likidite senetleri kullanılır. Bankalararası piyasalar ise repo, tahvil, TL ve döviz işlemlerinin taraflar arasındaki line limitleri, pazarlık ve dealing sistemleri üzerinden yürüdüğü tezgahüstü işlem alanlarıdır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası piyasaları, para politikasının uygulama alanını oluşturur. Modern merkez bankacılığı anlayışında temel amaç fiyat istikrarıdır; bunun yanında finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirler de önem kazanmıştır. TCMB, para politikasını belirlerken enflasyon hedefi, beklentiler, toplam arz ve talep, kredi büyüklükleri, kamu maliyesi, döviz kuru, ödemeler dengesi, istihdam, ücretler ve dış ekonomik gelişmeler gibi değişkenleri izler. Fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda kısa vadeli faiz oranları, likidite koşulları ve makro finansal riskler birlikte değerlendirilir.

Para politikası araçları açık piyasa işlemleri, döviz ve efektif işlemleri, reeskont penceresi ve zorunlu karşılıklardan oluşur. Açık piyasa işlemleri para arzının ve ekonomideki likiditenin düzenlenmesinde en etkin araçlardan biridir. TCMB Türk lirası karşılığında menkul kıymet kesin alım satımı, geri alım vaadiyle satım, geri satım vaadiyle alım, menkul kıymet ödünç işlemleri ve Türk lirası depo işlemleri yapabilir. Bu işlemler yalnız para politikası amacıyla yürütülür; Hazineye veya kamu kurumlarına kredi sağlama amacıyla kullanılamaz.

Açık piyasa işlemlerinde likidite açığı geçiciyse repo, likidite fazlası geçiciyse ters repo kullanılabilir. Likidite açığı kalıcıysa doğrudan alım, likidite fazlası kalıcıysa doğrudan satım yapılabilir. TCMB ayrıca açık piyasa işlemlerinin etkinliğini artırmak amacıyla kısa vadeli likidite senetleri ihraç edebilir. İhale yönteminde geleneksel yöntem, miktar yöntemi veya son fiyat yöntemi uygulanabilir; kotasyon yönteminde ise faiz veya fiyat TCMB tarafından belirlenir. Açık piyasa işlemlerine bankalar ve belirli şartları sağlayan aracı kurumlar katılabilir; teminat olarak DİBS, kira sertifikası, döviz veya efektif deposu, yabancı devlet tahvilleri, likidite senetleri ve eurobond gibi kıymetler kabul edilebilir.

TCMB bünyesindeki para piyasaları, bankacılık sisteminde rezerv hareketlerini ve likidite dağılımını düzenlemeye yöneliktir. Bankalararası Para Piyasasında mevcut durumda TCMB adına Türk lirası depo işlemleri, gün içi likidite imkânı ve geç likidite penceresi işlemleri yürütülür. Gün içi likidite imkânında bankalar gün sonuna kadar geri ödemek üzere teminat karşılığında faizsiz borçlanabilir. TL depo işlemleri, gecelik borç alma ve borç verme kotasyonlarıyla kısa vadeli faiz oynaklığını sınırlamaya yardımcı olur. Geç likidite penceresi ise gün sonunda likidite ihtiyacı bulunan bankalara teminat karşılığında borçlanma imkânı sağlar.

Bankalararası piyasalar, TCMB piyasalarından farklı olarak taraflar arasındaki ilişki ve line limitleri üzerinden çalışan tezgahüstü piyasalardır. Bankalararası repo piyasasında yatırım kuruluşları repo işlemlerini Borsa İstanbul pazarlarında yapabildikleri gibi kendi aralarında da gerçekleştirebilir. Bankalararası tahvil piyasasında sabit getirili menkul kıymetlerin kesin alım satımı taraflar arasında yapılabilir. Bankalararası TL piyasasında bankalar teminat almaksızın fon alışverişinde bulunur; bu nedenle işlem yapılacak banka ve tutar line limitleriyle sınırlandırılır. Bankalararası döviz piyasasında spot, vadeli ve türev döviz işlemleri yapılabilir; fiyatlar kotasyon veya pazarlık yoluyla oluşur. Bu piyasaların ortak mantığı, merkezi bir borsa emir defteri yerine güven, limit, likidite ve karşı taraf ilişkisi üzerinden çalışmalarıdır.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

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

Takasbank Ödünç Pay ve Para Piyasalarında Merkezi Altyapı

KISACA

Takasbank piyasaları, üyelerin fon veya kıymet ihtiyaçlarını teminat, limit ve merkezi karşı taraf mekanizması içinde karşılaştıran organize altyapılardır. Ödünç Pay Piyasası, aracı kurum ve bankalar ile müşterilerinin ödünce konu pay veya borsa yatırım fonu katılma belgelerini ödünç alma ya da verme emirlerini eşleştirir; Takasbank açık teklif yöntemiyle tarafların arasına girer. Takasbank Para Piyasası ise Türk lirası fon fazlası veya ihtiyacı olan üyelerin talep ve tekliflerini karşılaştırır. Her iki yapıda üyelik, limit, teminat, emir, vade, valör ve temerrüt kuralları piyasa güvenliğinin ana unsurlarıdır.

Takasbank tarafından işletilen piyasalar, fon ve kıymet ihtiyaçlarının organize kurallar içinde karşılanmasını sağlar. Ödünç Pay Piyasası, ödünce konu kıymet ödünç almak veya vermek isteyen aracı kurumlar, bankalar ve bunların müşterilerinin talep ve tekliflerini karşılaştırır. Piyasada Takasbank açık teklif yöntemiyle merkezi karşı taraf konumundadır; ödünç verene karşı ödünç alan, ödünç alana karşı ödünç veren gibi hareket eder. Bu yöntem, ödünç emirleri eşleştiği anda Takasbank'ın tarafların arasına girmesi ve yükümlülüklerin tasfiyesi tamamlanana kadar işlemin merkezi muhatabı olması anlamına gelir.

Ödünç Pay Piyasasında üyeler, ödünç işlemine izin veren sermaye piyasası faaliyeti yetkisine sahip olmalı ve Takasbank tarafından belirlenen şartları sağlamalıdır. Üyeler Takasbank'ın prosedürlerine uymak, ödünce konu kıymeti teslim etmek, işlem ve Takasbank komisyonlarını ödemek, temsilci bilgilerini güncel tutmak ve istenen bilgi ve belgeleri süresinde iletmekle yükümlüdür. Üyelerin faaliyetleri yükümlülük ihlali, temerrüt, olumsuz mali durum, işlem yasağı, derecelendirme veya kredi değerliliği sorunu gibi hallerde kısıtlanabilir. Takasbank, bu durumlarda mevcut yükümlülüklerin tasfiyesini isteyebilir.

ÖPP'de işlemlere konu olabilecek kıymetler, kredili alım ve açığa satışa konu olan Yıldız Pazar ve Ana Pazar payları ile borsa yatırım fonu katılma belgeleridir. Ödünç talep eden üye, kendi portföyü veya müşterileri için değerlenmiş teminatları ve belirlenen limitleri içinde işlem yapabilir; ödünç verenler için limit şartı bulunmaz. Kıymet bazında açık işlem tutarları halka açık tutarla ilişkilendirilerek sınırlandırılır. İşlemler aynı gün, bir iş günü veya iki iş günü valörlü olabilir; vade ise vadesizden bir haftaya, belirli hafta ve ay vadelerine kadar uzanabilir. Vadesiz işlem, ödünç alana erken kapama ve ödünç verene geri çağırma hakkı tanır.

Takasbank Para Piyasası ise Türk lirası fon fazlası ve fon ihtiyacı olan üyelerin talep ve tekliflerinin karşılaştığı organize para piyasasıdır. Takasbank bu piyasayı işletir ve işlemlerden doğacak yükümlülükleri üyelerden alınan teminatlar, garanti fonu katkı payları ve piyasaya tahsis edilen sermaye çerçevesinde garanti eder; ancak piyasada alış veya satış kotasyonu vererek işlem tarafı olmaz. Aracı kurumlar, bankalar, finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketleri, varlık yönetim şirketleri, sigorta

ve emeklilik şirketleri, belirli kamu haznedarlığı kapsamındaki kurumlar, emekli yardım sandıkları, TCMB ve ipotek finansmanı kuruluşları şartları sağladıkları ölçüde üye olabilir.

TPP'de üyeler Takasbank'ın tahsis ettiği limitler ve kabul ettiği teminatlar içinde işlem yapar. Para alan üye vade sonunda anapara ve faizi ödemekle, para satan üye valörde anaparayı ödemekle yükümlüdür. Emirler Takasbank üye uygulamaları üzerinden temsilcilerce iletilir; alış emri için limit ve teminat, satış emri için ise blokeli satış istisnası dışında limit yeterliliği aranır. İşlemler aynı gün valörlü olarak belirli saatlerde yapılır; gecelikten belirli ay vadelerine kadar vadeler kullanılabilir. Emirlerin faiz oranı, tutarı, müşteri tipi, vadesi ve emir türü sistemde tanımlanır. Bu yapı, para ve kıymet ihtiyacını karşılayan ama aynı zamanda limit, teminat, garanti fonu ve temerrüt yönetimiyle sistemik riski sınırlayan bir Takasbank piyasa mimarisi oluşturur.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

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

TEFAS'ta Fon Alım Satımı, Talimat İşleyişi ve Limit Kontrolü

KISACA

TEFAS, yatırım fonu katılma paylarının platform üyesi kuruluşlar aracılığıyla merkezi bir elektronik sistemde alınıp satılmasını sağlayan Takasbank altyapısıdır. Platformda işlem yapacak kurucu ve dağıtıcı üyelerin ilgili sözleşmeleri imzalaması gerekir; işlem görebilecek fonlar Kurul düzenlemeleri ve platform kabul esaslarıyla belirlenir. Talimatlar Takasbank ekranları veya web servisleri üzerinden müşteri bazında iletilir, fon bazında giriş zamanı önceliği uygulanır ve fiyat bilgisi olmayan fonlarda talimat veya işlem gerçekleşmez. Netleştirme, borç kapatma, temerrüt, fonlama limiti ve teminat kuralları işlemin güvenliğini sağlar.

Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu, yatırım fonu katılma paylarının merkezi elektronik altyapı üzerinden alınıp satılmasını sağlayan platformdur. Platformun amacı, farklı kurucuların fonlarının dağıtım kuruluşları aracılığıyla ortak işlem, takas ve kayıt düzeni içinde yatırımcıya sunulmasıdır. Kurucu olarak işlem yapacak üyeler kurucu sözleşmesini, dağıtıcı olarak işlem yapacak üyeler ise dağıtım kuruluşu sözleşmesini imzalar. Kurul tarafından işlem yapma zorunluluğu getirilen fonlar yanında, belirli para piyasası, kısa vadeli borçlanma veya serbest fon türleri de şartları sağlarsa sisteme kabul edilebilir. Buna karşılık özel fonlar, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları ile garantili ve anapara koruma amaçlı fonlar TEFAS'ta işlem göremez.

TEFAS'ta genel çalışma saatleri Takasbank tarafından belirlenir ve işlemler Takasbank ile MKK sistemlerinin açık olduğu günlerde yapılır. Aynı gün valörlü ve ileri valörlü işlemler için talimat kabul, otomatik iptal, valör atlatma, nakit netleştirme ve temerrüt başlangıç saatleri ayrı ayrı belirlenir. İlgili fon için özel saat tanımı yapılmışsa, bu saatler Takasbank'ın genel çerçevesi dışına çıkmadan uygulanır. Bu saat disiplini, fon fiyatının, talimatın, nakit yükümlülüğünün ve valör tarihinin aynı işlem zinciri içinde uyumlu ilerlemesini sağlar.

Fon fiyat bilgisi işlemin ön koşuludur. Her işlem gününde geçerli olacak fon payı fiyatı, TL ve izin verilen yabancı para birimleri için kurucu veya operatör üye tarafından Takasbank sistemine tanımlanır. Aynı gün valörlü işlemlerde bu fiyat işlem fiyatı olarak kullanılır; ileri valörlü işlemlerde bloke edilecek tutarın hesaplanmasına esas olur ve işlem gerçekleşirken fiyat valörü tarihindeki fon payı fiyatı dikkate alınır. Fon fiyatı sisteme girilmemişse platform, ilgili fonda talimatın işleme dönüşmesine kapalı kalır. Bu kural, fon alım satımında fiyat belirsizliğinin işlem güvenliğini bozmasını engeller.

Talimat iletimi Takasbank ekranlarından veya web servis teknolojisiyle yapılır. İşlemlerde öncelik fon bazında talimatın sisteme giriş zamanına göre belirlenir. Talimatlar fon dağıtım kuruluşları tarafından müşteri bazında iletilir; müşteri hesabının MKK sisteminde, fon veya emeklilik fon hesabı ise gerektiğinde Takasbank sisteminde tanımlı ve işlem yapabilir nitelikte olması gerekir. Serbest fon katılma payları yalnız nitelikli yatırımcılara satılabilir. Saklama hizmeti başka kurumdan alınıyorsa, alım

satım talimatının işleme alınması için saklamacı kurumun onayı gerekir. Alım işlemlerinde fon payları kurucu TEFAS havuz hesabında, satım işlemlerinde müşteri hesabında bloke edilir.

Fon payı alış talimatlarında kalanı iptal et, kalanı beklet ve tamamını al seçenekleri kullanılabilir. Eşleşmeyen veya işlem limiti yetersizliği nedeniyle bekleyen talimatlar belirlenen saatlerde otomatik iptal edilir; eşleşmiş talimatlar ise belirli süreler içinde üye tarafından veya özel koşullarda Takasbank onayıyla iptal edilebilir. Valör gününde TL ve yabancı para nakit tutarlar netleştirilir, fon payı bazında netleştirme yapılmaz ve fon payı aktarımları talimat bazında gerçekleşir. Platformda işlem yapacak üyelere fonlama limiti tahsis edilir; nakit, döviz, altın, DiBS, kira sertifikası ve uygun görülen VDMK gibi teminatlar limit kullanımının dayanağıdır. İşlem limiti, kullanılabilir fonlama limiti ve nakit hesap bakiyeleri ile gelen satış talimatlarından eşleşmiş alım talimatları düşülerek izlenir.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

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

BEFAS'ta Emeklilik Fonu Talimatları, Fiyat ve Teminat Düzeni

KISACA

BEFAS, emeklilik yatırım fonu katılma belgelerinin platforma üye diğer emeklilik şirketlerinin müşterilerine satılmasına, geri alınmasına, takasına ve saklamasına imkân veren elektronik platformdur. Platformda emeklilik branşında faaliyet gösteren ve bireysel emeklilik mevzuatına tabi emeklilik şirketleri işlem yapabilir; uygun görülen yatırım kuruluşları operatör üye olarak platforma katılabilir. BEFAS'ta talimatlar katılımcı hesabı bazında iletilir, işlemler TL üzerinden yürütülür, fon fiyatları Takasbank sistemine tanımlanır ve fiyat bilgisi olmayan fonlarda işlem yapılmaz. Limit, teminat, netleştirme ve temerrüt kuralları TEFAS'a benzer güvenlik mantığıyla çalışır.

Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu, emeklilik yatırım fonu katılma belgelerinin platform üyesi emeklilik şirketleri aracılığıyla satılmasına ve geri alınmasına imkân veren elektronik altyapıdır. Platform, bu işlemlerin takas ve saklama süreçlerinin Takasbank sistemi üzerinden yürütülmesini sağlar. Hukuki çerçevesi, emeklilik şirketlerinin üye olacağı ve emeklilik yatırım fonu katılma paylarının alınıp satılabileceği platform kurulmasına ilişkin kamu programı kararı, Sermaye Piyasası Kurulu kararı ve bireysel emeklilik sistemiyle ilgili düzenleyici kurum genelgesi etrafında şekillenir.

BEFAS'ta emeklilik branşında faaliyet gösteren ve Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'na tabi emeklilik şirketleri işlem yapabilir. Üyelerin platform kurucu ve dağıtıcı sözleşmesini imzalaması gerekir. Operatör üye olarak işlem yapması uygun görülen yatırım kuruluşları da yetkilendirme ve ortak sorumluluk taahhütnamesini imzalayarak platforma üye olabilir. Platformda yalnız ilgili düzenlemeler kapsamında işlem yapma zorunluluğu getirilen fon türleri kabul edilir. Şirketlerin veya grup şirketlerinin kendi kurucusu olduğu fonları kendi katılımcıları için BEFAS üzerinden işlemeye zorunlu olmaması, platformun esasen şirketler arası dağıtım erişimi sağlayan yönünü gösterir.

Platformun çalışma saatleri Takasbank tarafından belirlenir. BEFAS işlemleri Takasbank sisteminin açık olduğu günlerde yapılır; ileri valörlü talimat kabul, eşleşmeyen talimatların otomatik iptali, valör atlatma, nakit netleştirme ve temerrüt başlangıç saatleri ayrıca düzenlenir. Fon bazında farklı alım satım zamanları tanımlanabilir; fakat bu tanımlar platformun genel zaman düzeni ve Takasbank sistem kayıtları içinde kalır. Bu zaman yapısı, fon fiyatı bildirimi, talimat eşleşmesi ve nakit yükümlülüğünün valör günüyle uyumlu çalışmasını sağlar.

Fon fiyat bilgisi BEFAS işlemlerinde merkezi önemdedir. Her işlem gününde geçerli olacak fon payı fiyatları operatör üye tarafından Takasbank'ın belirlediği geç fiyat bildirim saatine kadar sisteme tanımlanır ve Emeklilik Gözetim Merkezi'ne bilgi verilir. Fiyat bildirim son saatinden sonra yeni fiyat bildirilmesine veya mevcut fiyatın güncellenmesine izin verilmez. Bildirilen fiyat, platformdaki son fiyat üzerinden Takasbank'ın belirlediği azami fiyat marjı içinde olmalıdır. İleri valörlü işlemlerde bloke

edilecek tutar bu fiyatlara ve belirlenen bloke marjına göre hesaplanır; fiyat valörü tarihindeki fon payı fiyatı işlemde esas alınır.

BEFAS'ta talimatlar Takasbank ekranları veya web servisleriyle iletilir ve işlemlerde öncelik fon bazında talimatın platforma giriş zamanına göre uygulanır. İşlemler TL üzerinden gerçekleştirilir. Alım satım talimatları fon dağıtım kuruluşları tarafından katılımcı hesabı bazında gönderilir; ilgili hesabın Takasbank'ta tanımlı sicil numarasına sahip ve işlem yapabilir durumda olması gerekir. Alımda fon payları kurucu BEFAS fon payı ihraç havuzu hesabında, satımda ise Takasbank saklama sistemindeki katılımcı hesabında bloke edilir. Kalanı iptal et, kalanı beklet ve tamamını al talimat türleri kullanılabilir. Limit ve teminat düzeninde nakit, döviz, altın, DİBS, kira sertifikası ve uygun VDMK kabul edilir; işlem limiti kullanılabilir fonlama limiti, nakit borç kapatma bakiyesi ve valör günü gelen satış talimatları dikkate alınarak hesaplanır. Böylece BEFAS, bireysel emeklilik fonlarının kurumlar arası dağıtımını sağlarken fiyat, hesap, teminat ve temerrüt kontrolleriyle işlem güvenliğini korur.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

6.1 • Takas, Saklama ve Operasyon İşlemlerine İlişkin Temel Kavramlar

Takas ve Saklamada Hesap, Teminat, Risk ve Merkezi Karşı Taraf Dili

KISACA

Takas, saklama ve operasyon işlemleri sermaye piyasasında işlem sonucunun güvenli biçimde hesaba geçmesini sağlayan arka plan düzenidir. Bu alandaki temel kavramlar, işlem yapan tarafın neyi borçlandığını, bu borcun hangi hesapta izlendiğini, hangi teminatla güvenceye bağlandığını ve temerrüt halinde hangi kurumun devreye girdiğini anlatır. Borsa, Takasbank, MKK, MKS, merkezi takas kuruluşu ve merkezi karşı taraf kavramları bu düzenin farklı rollerini gösterir. Kaydi sistem, hakları elektronik kayıtlarla izler; takas sistemi ise işlemde doğan nakit ve kıymet yükümlülüklerini belirler. Başlangıç teminatı, değişim teminatı, garanti fonu, piyasa riski, karşı taraf kredi riski ve likidite riski gibi kavramlar, takas güvenliğinin yalnız kayıt tutma değil, risk yönetimi meselesi olduğunu ortaya koyar.

Takas, saklama ve operasyon işlemlerini anlamamanın başlangıç noktası, bir sermaye piyasası işleminin ekranda gerçekleşmesiyle ekonomik ve hukuki sonucunun tamamlanmasının aynı şey olmadığını görmektir. İşlem emri eşleştğinde taraflar arasında bir alım satım ilişkisi doğar; fakat nakdin, kıymetin, teminatın ve kayıtların doğru hesaplara aktarılması ayrıca yürütülen bir süreçtir. Takas kavramı bu sürecin borç ve alacak tarafını ifade eder. Saklama ise sermaye piyasası araçlarının ve bunlara bağlı hakların güvenli biçimde izlenmesini, kaydi ortamda hak sahibiyle ilişkilendirilmesini ve gerektiğinde merkezi sistemler arasında aktarılmasını sağlar. Operasyon işlemleri, bu iki alanın günlük işleyişini hesap açılışı, virman, teminat tamamlama, hak kullanımı, blokaj ve kayıt değişikliği gibi adımlarla somutlaştırır.

Bu yapıda Borsa, işlemlerin gerçekleştiği organize piyasa rolündedir. Takasbank, merkezi takas kuruluşu ve birçok piyasada merkezi karşı taraf olarak işlem sonrası yükümlülüklerin yönetilmesinde öne çıkar. MKK ise sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi, hakların elektronik ortamda izlenmesi ve merkezi saklama fonksiyonuyla ayrı bir konuma sahiptir. Merkezi Kayıt Sistemi, hak sahipleri adına açılan yatırımcı ve ortak hesaplarının elektronik olarak tutulduğu altyapıyı ifade eder. Bu ayrım önemlidir: Borsa işlem platformunu, Takasbank takas ve risk mimarisini, MKK ise kaydi hak kayıtlarını temsil eder; bunlar aynı zincirin farklı halkalarıdır.

Takas dilinde açık pozisyon, henüz kapatılmamış veya sonuçlandırılmamış yükümlülük ilişkisini anlatır. Uzun ve kısa pozisyon ayrımı, özellikle türev işlemlerde tarafın piyasa hareketinden nasıl etkileneceğini gösterir. Netleştirme, aynı üye veya hesap bakımından çok sayıda işlemde doğan borç ve alacakların karşılıklı indirilerek nihai yükümlülüğün belirlenmesidir. Brüt teminatlandırma ve net teminatlandırma ayrımı ise riskin işlem veya pozisyon düzeyinde nasıl hesaplandığını belirler. Çoklu pozisyon hesabı, birden fazla pozisyonun aynı hesap yapısında izlenebilmesine imkân verirken, hesap yapısının üyeler, yatırımcılar ve takas kuruluşları arasında bağlantılı çalışmasını gerektirir.

Teminat kavramı, takas güvenliğinin merkezinde yer alır. Başlangıç teminatı, pozisyon açılırken veya risk üstlenilirken sistemin talep ettiği ilk güvenceyi ifade eder. Değişim teminatı, piyasa fiyatlarındaki değişim nedeniyle ortaya çıkan günlük değer farklarının karşılanmasına hizmet eder. İşlem teminatı ise işlemlerden doğabilecek yükümlülüklerin yerine getirilmesini güvence altına alan daha genel bir yapıdır. Teminat tamamlama çağrısı, mevcut teminatın hesaplanan risk karşısında yetersiz kalması halinde üyenin veya hesabın ek teminat yatırmaya davet edilmesidir. Garanti fonu da üyelerin katkılarıyla oluşturulan ve belirli temerrüt hallerinde kullanılabilen kolektif güvenlik katmanı olarak çalışır.

Merkezi karşı taraf uygulamasında Takasbank, alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı konumuna geçerek karşı taraf riskini merkezileştirir. Açık teklif yöntemi bu rolün kurulmasında kullanılan temel mekanizmalardan biridir. Böyle bir düzende her işlem tarafı doğrudan diğer yatırımcıya değil, merkezi karşı tarafa karşı yükümlü hale gelir. Bu mekanizma piyasa güvenliğini artırır; fakat riski ortadan kaldırmaz, onu ölçülebilir ve yönetilebilir hale getirir. Bu nedenle BISTECH marjin yöntemi, geriye dönük test, stres testi, piyasa riski, karşı taraf kredi riski, likidite riski ve konsantrasyon riski gibi kavramlar takas konusunun doğal parçasıdır.

Kaydi sistemde DİBS, ELÜS, opsiyon sözleşmesi, ödünç pay piyasası ve farklı borsa piyasaları gibi araç ve işlem türleri aynı operasyon mantığının farklı uygulamalarını doğurur. DİBS işlemlerinde EMKT ile MKS arasındaki bağlantı, borçlanma araçlarının kaydi hesaplarla merkez bankası altyapısı arasında aktarılmasını sağlar. Pay piyasasında takas havuzları ve yatırım kuruluşu hesapları ön plana çıkarken, türev araçlarda uzlaşma, fiziki teslim ve teminat değerlendirme daha belirgin hale gelir. Bu yüzden takas ve saklama terminolojisi sadece tanım ezberi değildir; her kavram, işlem sonrası yükümlülüğün hangi kurumda, hangi hesapta, hangi risk kontrolüyle sonuçlandırıldığını gösteren bir harita gibi okunmalıdır.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

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

MKK'nın Kurumsal Rolü, Üyelik Yapısı ve Kaydi Sistem Sorumluluğu

KISACA

Merkezi Kayıt Kuruluşu, sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi ve bunlara bağlı hakların elektronik ortamda izlenmesi için kurulan özel hukuk tüzel kişisidir. Anonim şirket şeklindeki bu yapı, merkezi saklama fonksiyonunu yürütürken MKS altyapısı üzerinden ihraççı, yatırım kuruluşu, merkezi takas kuruluşu, TCMB ve diğer yetkili kurum hesaplarının çalışmasını sağlar. Yönetmelik, MKK'nın yalnız teknik bir kayıt merkezi olmadığını; gizlilik, güvenlik, iç kontrol, risk yönetimi, bilgi sistemleri ve denetim düzeniyle çalışan bir piyasa altyapısı kurumu olduğunu gösterir. Üyelik şartları, faaliyet koşulları, hesap açılışı, kayıtların doğruluğu ve sorumluluk hükümleri, kaydi sermaye piyasasının güvenilirliği için birlikte işler.

Merkezi Kayıt Kuruluşunun kuruluş ve faaliyet rejimi, sermaye piyasasında senede bağlanmış kıymet anlayışından elektronik hak kaydı anlayışına geçişin kurumsal temelidir. MKK, özel hukuk tüzel kişiliğine sahip bir anonim şirket olarak tasarlanır; görevi yalnızca kayıt tutmak değil, kaydileştirilen sermaye piyasası araçları ve bunlara bağlı hakların güvenli, tutarlı ve denetlenebilir biçimde izlenmesini sağlamaktır. Bu nedenle MKK'nın konumu, klasik anlamda bir saklama kasasından daha geniştir. Kaydi sistemde hak, fiziki senedin elde bulundurulmasına değil, elektronik kaydın doğru ve mevzuata uygun tutulmasına dayanır.

MKK'nın başlıca işlevi, sermaye piyasası araçlarını kaydileştirmek ve hak sahipleri itibarıyla elektronik ortamda izlemektir. Kaydileştirme kararı verilen araçların ve bunlara bağlı hakların kayıtları MKK üyeleri aracılığıyla tutulur. Kuruluş, merkezi saklama hizmeti verir, kayıtların gizliliğini sağlar, sistemde yer alan verilerin doğruluğunu ve sürekliliğini korumaya dönük altyapı kurar. Kaydi sisteme geçişle birlikte teslim edilen fiziki senetlerin hükümsüzleşmesi, kayıtların piyasa güveni bakımından taşıdığı ağırlığı artırır. Artık yatırımcı hakkının ispatında ve işlem sonrası sonuçların belirlenmesinde MKS kaydı temel referans haline gelir.

MKK'nın faaliyet alanı sadece dar anlamda menkul kıymet kaydıyla sınırlı değildir. Düzenleme, kurumsal yönetim iletişiminden elektronik genel kurul altyapısına, sermaye piyasası verilerinin merkezi elektronik veritabanında tutulmasından yatırımcı ve hak sahibi bilgilerinin paylaşım süreçlerine kadar uzanan geniş bir görev seti tanımlar. MKK, hamiline pay kayıtları, kitle fonlaması sistemleriyle bağlantılı süreçler, elektronik ürün senedi benzeri alanlar ve yetkili kurumlarca verilen diğer görevler bakımından da piyasa altyapısı niteliği kazanır. Bu geniş görev çerçevesi, MKK'nın hem sermaye piyasası hukukunun hem de operasyonel piyasa güvenliğinin kesişim noktasında bulunduğunu gösterir.

Faaliyete geçebilmek ve sürdürülebilir biçimde çalışabilmek için MKK'nın muhasebe, kayıt, veri, belge, organizasyon, iş akışı, iletişim, iç kontrol, iç denetim, gözetim, risk yönetimi ve bilgi sistemleri

bakımından yeterli altyapıya sahip olması gerekir. Bilgi sistemlerinin güvenliği özel önem taşır; çünkü kaydi sistemde teknik kesinti, veri tutarsızlığı veya yetkisiz erişim doğrudan hak sahipliği kayıtlarını etkileyebilir. Bu yüzden düzenleme, kayıtların tutarlılığı, güvenilirliği, bütünlüğü ve zamanında işlenmesi üzerinde özellikle durur. MKK'nın piyasa altyapısı kurumu olarak güven vermesi, hukuki yetkilendirme kadar bu teknik ve yönetsel kapasiteye de bağlıdır.

Üyelik sistemi kaydi yapının günlük işleyişini taşır. MKK üyeleri arasında ihraççılar, yatırım kuruluşları, merkezi takas kuruluşları, TCMB ve Kurul tarafından belirlenen diğer kuruluşlar bulunabilir. Üyelerin teknik bağlantı, güvenlik altyapısı, yeterli personel, organizasyon ve gerektiğinde sigorta gibi koşulları sağlaması beklenir. Yatırım kuruluşları açısından saklama yetkisi, ihraççılar açısından ihraç veya Kurul başvurusu, elektronik ürün senedi alanında ise ilgili lisans ve yetkilendirmeler önem kazanır. Üyelik kabulü, askıya alma ve iptal süreçleri, kaydi sistemde işlem yapma yetkisinin disiplin altında tutulmasını sağlar.

Üyelik şartlarının kaybedilmesi halinde sistemin sessizce işlemeye devam etmesi beklenmez; düzenleme, üyelik faaliyetinin sınırlandırılması, askıya alınması veya sona erdirilmesi gibi araçlarla kayıt güvenliğini korur. Böyle bir durumda hak sahiplerinin kayıtlarının akıbeti, ilgili üyenin sisteme erişimi ve varsa başka kurumlara aktarım süreçleri dikkatle yönetilir. Bu yaklaşım, MKK üyeliğinin yalnız teknik bağlantı izni değil, sürekli koşullara bağlı bir piyasa sorumluluğu olduğunu gösterir. Üye sisteme veri ilettiği, hesap açtığı ve hak kullanımına aracılık ettiği ölçüde kaydi düzenin güvenilirliği de üyenin davranışına bağlı hale gelir.

MKK kayıtlarında sorumluluk ilkesi de merkezi önemdedir. Kuruluş ve üyeler, kusurları oranında yanlış kayıtlardan doğan zararlardan sorumlu olabilir; bu sorumluluk sözleşme ile daraltılamaz. Bu hüküm, elektronik kaydın hukuki güvenilirliğini destekler. Hak sahibi, ihraççı, yatırım kuruluşu ve takas kurumu arasındaki ilişkide kaydın doğru tutulması sadece operasyonel bir tercih değil, hukuki bir yükümlülüktür. Bu nedenle MKK yönetmeliği, kurumun kuruluşunu, üyeliğini ve denetimini birlikte düzenleyerek kaydi sermaye piyasasının güven temelini kurar.

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

Kaydi Kayıtların Hesap Yapısı, Hak Kullanımı ve MKS İşleyişi

KISACA

Kaydileştirilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin kayıt düzeni, hakların fiziki senet yerine MKK'nın elektronik ortamında ve üyeler aracılığıyla izlenmesine dayanır. MKS'de yatırımcı ve ortak hesapları hak sahibi bazında açılır; her yatırımcı için tekil sicil numarası üretilir ve hesap hareketleri ilgili üye tarafından talimata uygun biçimde yürütülür. İhraççı, TCMB, yatırım kuruluşu, merkezi takas kuruluşu ve yabancı merkezi saklama kuruluşu hesapları farklı işlevler görür. Tebliğ, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları, alım satım kaydı, temettü ve faiz ödemesi, genel kurul listesi, rehin, teminat, intifa, blokaj, haciz, tedbir ve DİBS-EMKT transferi gibi süreçlerde kaydın nasıl hukuki sonuç doğurduğunu açıklar.

Kaydileştirilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin kayıtların tutulması, sermaye piyasasında hak sahipliğinin elektronik kayıtla yönetilmesi anlamına gelir. Kaydi sistemde temel ilke, sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda ihraç edilmesi ve bunlara bağlı hakların MKK tarafından oluşturulan sistemde izlenmesidir. Kayıtlar doğrudan MKK tarafından tek başına tutulmaz; MKK üyeleri, hak sahiplerinin talimatlarına ve MKK'nın belirlediği elektronik işlem yöntemlerine uygun biçimde hesap açar, kayıt oluşturur ve değişiklikleri işler. Böylece kayıt düzeni, merkezi altyapı ile üye sorumluluğunun birleşimi olarak çalışır.

MKS'de hesap açılışı hak sahibi bazında yürütülür. Yatırımcı ve ortak hesapları üyeler tarafından açılır; sistemde her yatırımcı için ayrı ve tek bir sicil numarası üretilir. Hesap açılışı, üye altında hesap tanımlanması ve kimlik bilgilerinin sisteme iletilmesi adımlarından oluşur. Daha önce sicil almamış yatırımcı bakımından kimlik teyidi yapıldıktan sonra sicil oluşturulur. Aynı yatırımcı bilgileriyle başka bir yatırım kuruluşu üzerinden hesap açıldığında aynı sicil numarasının kullanılması, MKS'nin hak sahibini kurum bazında değil, kişi bazında izlemeye çalıştığını gösterir. Müşterek hesaplarda iştirak oranlarının da kayden izlenebilmesi bu kişiselleştirilmiş kayıt mantığının devamıdır.

MKK nezdindeki ana hesap grupları farklı fonksiyonlara ayrılır. İhraççı hesabı, kaydi araçların ihracı ve ihraççıyla bağlantılı hakların izlenmesi için kullanılır; ihraççı havuz hesabı geçici kayıtların takibinde, ortak hesabı ise borsada işlem görmeyen payların hak sahibi bazında kaydında önem kazanır. Bilinmeyen ortak veya katılımcı hesabı, kaydi dönüştürme aşamasında hak sahipleri henüz tam olarak belirlenemediğinde toplu izleme sağlar. TCMB hesabı, DİBS'lerin EMKT sistemindeki banka depo hesaplarıyla bağlantılı toplu bilgi takibini destekler. Yatırım kuruluşu hesabı ise yatırımcı hesapları, DİBS depo hesabı, havuz hesapları ve yabancı saklama global hesabı gibi alt yapılarla işlem sonrası kayıtların yürütülmesini sağlar.

Merkezi takas kuruluşu hesapları, takas işlemlerinin MKK kayıtlarıyla bağlantısını kurar. Takas havuz hesabı ve havuz hesabı, merkezi takas kuruluşunun vekil sıfatıyla üyelerin takas işlemlerini yürütmesine

hizmet eder. YMSK hesapları ise yabancı merkezi saklama kuruluşlarının toplu saklama veya kendi portföylerine ilişkin yatırımcı hesabı yapısını içerir. Ayrıca rehin, haciz, yatırımcı blokajı, satış blokajı ve MKK tarafından uygun görülen başka işlemler için alt hesaplar açılabilir. Alt hesap mantığı, aynı hak sahibine ait kıymetler üzerinde farklı hukuki durumların ayrı ayrı izlenmesini sağlar.

DİBS dışındaki sermaye piyasası araçlarında kaydi kayıt, ihraç ve hak kullanımı süreçlerinde belirleyici hale gelir. SPK tarafından kaydileştirilmesine karar verilen araçların teslim edilmesi gerekir; teslim edilen araçlar kendiliğinden hükümsüz hale gelir. Bedelli sermaye artırımlarında yeni pay alma hakları ilgili hesaplara kaydedilir, bedel yatırılınca haklar silinir ve paylar ihraççı havuz hesabından yatırımcı veya ortak hesaplarına aktarılır. Bedelsiz sermaye artırımlarında ihraççının bildirimiyle havuz hesabındaki haklar açıklanan orana göre üye hesaplarına aktarılır. Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda kayıtlar, sermayenin ticaret siciline tesciliyle kesinlik kazanır.

Alım satım işlemlerinde kayıt düzeni, takas süreciyle birlikte işler. Borsa işlemlerinden sonra satış yapılan kaydi sermaye piyasası araçları, yatırımcı hesaplarından bu işlem için açılan alt hesaba aktarılır. Takas günü, yükümlülüğün yerine getirilmesi için kıymetler yatırım kuruluşu havuz hesabına, oradan takas havuz hesabına geçer; takas alacakları da merkezi takas kuruluşu tarafından ilgili yatırım kuruluşu havuz hesaplarına dağıtılır. Borsa dışı işlemlerde gerekli kayıt değişiklikleri, kıymetin MKK'da bağlı olduğu üye tarafından yapılır. Böylece işlem ister organize piyasada ister borsa dışında gerçekleşsin, kaydi hak sonucu MKK kayıtlarında tamamlanır.

Mali ve yönetsel haklar da kaydi sistem üzerinden işler. Temettü ve faiz tutarları, ilgili hesaplara dağıtılmak üzere MKK'nın muhabir bankası Takasbank'a aktarılır ve MKK kayıtları esas alınarak üyelere, oradan hak sahiplerine dağıtılır. Genel kurula katılacaklara ilişkin liste genel kuruldaki bir gün önce MKK tarafından hazırlanır; pay sahipleri, intifa hakkı sahipleri ve varsa vekiller bu listede yer alır. Rehın, teminat ve intifa hakkı gibi sınırlamalar ilgili belgelerin üyeye verilmesi üzerine MKK kayıtlarına yansıtılır. Yatırımcı blokajı, haciz, tedbir ve işlem yasağı kayıtları da ilgili hesaplarda ayrı alt hesap veya kayıt değişikliğiyle izlenir. DİBS tarafında ise EMKT ile MKS arasındaki kıymet aktarımı, MKK'nın EMKT hesabı ve MKS entegrasyonu üzerinden yürütülür; anapara ve faiz ödemelerinde TCMB, MKK, Takasbank ve üyeler arasındaki bilgi ve ödeme akışı kaydi bakiyelere dayanır.

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 Esasları ve MKT Çerçevesi

KISACA

Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik, sermaye piyasasında takas hizmetinin hangi kurumlarca, hangi üyelik yapısıyla ve hangi risk kuralları altında yürütüleceğini açıklar. Merkezi takas kuruluşu, borsalarda ve teşkilatlanmış diğer pazarlarda işlem gören sermaye piyasası araçlarının teslimi, bedellerinin ödenmesi ve teminat yükümlülüklerinin yerine getirilmesiyle ilgili işlemleri yürüten anonim ortaklık niteliğindeki özel hukuk tüzel kişisidir. Yönetmeliğin dördüncü bölümü üyelik, üyelik teminatı, sorumluluk ve tedbirleri; beşinci bölümü takas hizmetinin kapsamını, takas kesinliğini, teminatları ve garanti fonunu; altıncı bölümü ise merkezi karşı taraf uygulamasında mali sorumluluk, varlık ayrıştırması, garanti fonu ve risk yönetimini düzenler.

Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun merkezi takas ve merkezi karşı taraf hükümlerini operasyonel düzene bağlayan çerçeve metindir. Merkezi takas kuruluşu, borsalarda ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören sermaye piyasası araçlarının teslimi, bedellerinin ödenmesi ve bu işlemlerden doğan teminat yükümlülüklerinin yerine getirilmesine ilişkin işlemleri yürüten anonim ortaklık biçimindeki özel hukuk tüzel kişisidir. Bu tanım, takas kuruluşunun yalnız ödeme yapan bir aracı olmadığını; işlem sonrası piyasa güvenliğini taşıyan kurumsal yapı olduğunu gösterir.

Kuruluş ve faaliyet izni, bu kurumsal niteliğe uygun biçimde düzenlenir. Merkezi takas kuruluşlarının kuruluşuna ilgili bakan tarafından, SPK'nın teklifi üzerine izin verilir; faaliyete geçmeleri de SPK iznine bağlıdır. Kuruluş değerlendirmesinde yalnız başvuran kurumun yapısı değil, yurt içi ve yurt dışı finansal piyasaların genel durumu, sistemik risk unsurları ve hizmet verilecek borsalar dikkate alınır. Sermaye, denetim, gözetim, finansal raporlama, bağımsız denetim ve diğer kurumlarla iş birliği gibi alanlarda usul ve esasları belirleyen otorite SPK'dır. Bu nedenle merkezi takas kuruluşu, özel hukuk kişisi olsa da düzenleyici gözetim altında çalışan piyasa altyapısıdır.

Yönetmeliğin üyelik bölümü, takas sistemine kimlerin ve hangi şartlarla katılabileceğini belirler. TCMB, yatırım kuruluşları ve merkezi takas kuruluşunun önerip SPK'nın kabul ettiği diğer kişiler üye olabilir. Ayrıca ilgili borsa veya teşkilatlanmış piyasaya üyelik, takas kuruluşu tarafından üyelik şartı haline getirilebilir. Üyelik sadece sisteme teknik bağlantı kurmak anlamına gelmez; üyenin faaliyet esaslarına, üyelik teminatına, sorumluluklarına, disiplin hükümlerine ve gerektiğinde uygulanacak tedbirlere tabi olması anlamına gelir. Üye, piyasada yaptığı işlemlerden kaynaklanan takas yükümlülüklerini takas kuruluşuna karşı yerine getirmekle sorumludur.

Takas esasları bölümü, hizmetin kapsamını ve sistemin işleyişini kurar. Takas hizmeti, sermaye piyasası araçlarının teslimi, bedellerinin ödenmesi ve bu işlemlere bağlı teminat yükümlülüklerinin ifasını kapsar.

SPK, hangi borsa, pazar, platform veya araçlarda hangi merkezi takas kuruluşunun hizmet vereceğini belirleyebilir. Takas hizmetinin merkezi takas kuruluşu nezdinde yürütülmesi esastır; hizmet verilecek piyasalarla takas kuruluşu arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen sözleşmeler yapılır ve bu sözleşmelerde SPK onayı aranır. Yönetmelik ayrıca temerrüt hali, alınacak önlemler, takas yükümlülüklerinin zamanında ve tam yerine getirilmesi, takas kesinliği, rehin hakkı, teminat ve garanti fonu gibi başlıkların alt düzenlemelere bağlanmasını öngörür.

Altıncı bölüm, merkezi karşı taraf uygulamasının genel çerçevesini kurar. Merkezi karşı taraf uygulamasında takas kuruluşu, alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı rolünü üstlenerek takasın tamamlanmasını taahhüt eder. Bu rol, piyasa veya sermaye piyasası aracı bazında zorunlu tutulabilir. Mali sorumluluk sınırsız bir garanti değildir; tesis edilen limitler, üyelerden alınan teminatlar, garanti fonu ve diğer güvence mekanizmaları çerçevesinde belirlenir. Teminatların ve hesap sahiplerinin malvarlıklarının takas kuruluşunun kendi malvarlığından ayrı izlenmesi, merkezi karşı taraf yapısının temel güvenlik ilkelerinden biridir.

Genel Yönetmelik bu yönüyle üç katmanlı bir disiplin kurar. İlk katmanda üyelik vardır; sisteme kimlerin gireceği, hangi teminat ve sorumluluklarla çalışacağı belirlenir. İkinci katmanda takas hizmeti vardır; teslim, ödeme, netleştirme, kesinlik, temerrüt ve garanti fonu gibi işlem sonrası mekanizmalar düzenlenir. Üçüncü katmanda merkezi karşı taraf vardır; takas kuruluşunun taraflar arasına girerek riski merkezileştirmesi, bu riski sermaye, teminat, garanti fonu, iç kontrol, iç denetim, risk yönetimi ve bilgi işlem altyapısıyla yönetmesi beklenir. Böylece yönetmelik, takas hizmetini sadece işlemlerin kapanması değil, piyasa bütünlüğünün korunması olarak ele alır.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

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

Takasbank Merkezi Takas Yönetmeliğinde Takas Hizmeti ve Üye Yükümlülükleri

KISACA

Takasbank Merkezi Takas Yönetmeliği, Takasbank'ın merkezi takas kuruluşu olarak sunduğu takas hizmetinin üyelik, hesap, netleştirme, ödeme, transfer, temerrüt ve teminat boyutlarını düzenler. Takasbank'ın muhatabı takas sürecinde üyedir; üye, yaptığı işlemlerden doğan nakit ve kıymet yükümlülüklerini piyasa bazında belirlenen sürelerde yerine getirmek zorundadır. Takas hizmeti, teslim karşılığı ödeme prensibi, çok taraflı netleştirme, gerektiğinde brüt takas, takas kesinliği, takas alacaklarının dağıtımı, işlem öncesi depo şartı, mahsup ve transfer hükümleriyle işler. Üyelik doğrudan takas üyesi ve genel takas üyesi ayrımıyla şekillenir. Genel takas üyesi, kendi işlemlerinin yanında başka piyasa üyelerinin takas işlemlerini de gerçekleştirebilir; bu nedenle mali yeterlilik, teknik altyapı ve süreklilik şartları takas güvenliği açısından belirleyicidir.

Takasbank Merkezi Takas Yönetmeliği, Takasbank'ın merkezî takas kuruluşu olarak işlem sonrası yükümlülükleri nasıl yöneteceğini açıklar. Yönetmeliğin odağı, alım satımın ardından doğan nakit ve kıymet borçlarının güvenli, kesin ve düzenli biçimde sonuçlandırılmasıdır. Takasbank'ın takas hizmeti sunduğu piyasalarda, Kurul tarafından getirilen istisnalar dışında işlemlerin takasının Takasbank nezdinde yapılması esastır. Bu kural, işlem sonrası yükümlülüklerin dağınık taraf ilişkilerine bırakılmamasını, merkezi ve denetlenebilir bir takas altyapısında toplanmasını sağlar.

Üyelik yapısı takas hizmetinin giriş kapısıdır. TCMB, sermaye piyasası mevzuatı kapsamında faaliyet gösteren yatırım kuruluşları ve Takasbank tarafından önerilip Kurul tarafından kabul edilen diğer kişiler, üyelik şartlarını sağlamaları koşuluyla Takasbank'a üye olabilir. Doğrudan takas üyesi yalnız kendi ve müşterilerinin takas işlemlerini yürütürken, genel takas üyesi kendi ve müşterilerinin işlemlerinin yanında diğer piyasa üyelerinin takas işlemlerini de gerçekleştirebilir. Bu ayrım, üyenin üstlendiği operasyonel ve mali yükün genişliğini belirler. Üyelik türü, özsermaye, teknik altyapı, iç sistemler, kredi değerliliği ve benzeri ölçütlere göre değiştirilebilir.

Takas hizmetinin temelinde üye sorumluluğu bulunur. Takasbank, takas sürecinde doğrudan üyenin muhatabıdır; üye, piyasalarda yaptığı işlemlerden kaynaklanan takas yükümlülüklerini belirlenen sürelerde yerine getirmekle sorumludur. Üyelerin gerekli hesapları Takasbank, muhabir bankalar, MKK ve merkezi saklama kuruluşları nezdinde açması gerekir. Nakit ve varlık hareketleri bu hesaplar üzerinden hesaben sonuçlandırılır. Bu hesap mimarisi, takasın yalnız iki taraf arasında yapılan fiili teslim değil, kurumlar arası kayıt ve ödeme hareketlerinden oluşan bir zincir olduğunu gösterir.

Netleştirme ve brüt takas yöntemleri yükümlülüklerin nasıl belirleneceğini etkiler. Aynı gün valörlü işlemlerde çok taraflı netleştirme esastır; üyenin aynı kıymetteki alış ve satışları mahsup edilerek net kıymet yükümlülüğü, farklı kıymetlerdeki işlem bedelleri genel olarak netleştirilerek tek nakit borç veya alacak oluşturulur. Buna karşılık günler arası alacak ve borçlar netleştirilmez. Piyasa kuralları veya

Kurul ya da ilgili piyasa işleticisinin talebiyle belirli işlemler netleştirme dışında bırakılabilir ve brüt takas uygulanabilir. Bu esneklik, piyasanın risk durumuna göre takas güvenliğini artırmaya yarar.

Teslim karşılığı ödeme prensibi, takasın karşılıklı güvence mantığını kurar. Yükümlülüğünü yerine getirmeyen üyeye alacağı ödenmez; yükümlülüğün kısmen yerine getirilmesi halinde alacaklar kapatılan borçla orantılı olarak ödenir. Takas havuzunda yeterli bakiye bulunması, takas alacaklarının dağıtımı için önemlidir. İşlem öncesi depo şartı ise belirli yatırımcılar veya araçlar bakımından emir verildiği anda nakdin ya da kıymetin yatırım kuruluşu nezdindeki hesaplarda bulunmasını gerektirebilir. Takasbank müşteri bazında nakit hesap tutmadığı için bu kontrolü uygulamak yatırım kuruluşunun sorumluluğundadır.

Yönetmelik mahsup ve transfer süreçlerini de düzenler. Bir üyenin bir piyasa veya pazardaki nakit alacağı, koşulları varsa başka bir piyasa veya pazardaki nakit yükümlülüğüne mahsup edilebilir; ancak mahsup talimatı verilmesine rağmen alacağın aynı gün alınamaması halinde üye borçlu olduğu piyasaya borcunu ödemekle yükümlüdür. Transfer işlemleri serbest virman veya şartlı virman şeklinde yürütülebilir. Serbest virman herhangi bir şarta bağlı olmayan aktarımı, şartlı virman ise bir varlığın başka bir varlığın hesaba gelmesi şartına bağlı eşanlı transferini ifade eder. Bu kurallar, Takasbank merkezi takas düzeninin yalnız borç hesaplama değil, ödeme, aktarım ve kesin sonuçlandırma disiplini olduğunu gösterir.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

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

Takasbank MKT Yönetmeliğinde Teminat, Ayırıştırma, Taşıma ve Garanti Fonu

KISACA

Takasbank Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği, Takasbank'ın alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı konumuna geçerek takasın tamamlanmasını taahhüt ettiği piyasalarda riskin nasıl yönetileceğini açıklar. Bu hizmette üyeler doğrudan MKT üyesi ve genel MKT üyesi olarak ayrılır; işlemci kuruluşlar yükümlülüklerini genel MKT üyesi aracılığıyla tasfiye eder. MKT düzeni, başlangıç ve değişim teminatı, teminat tamamlama çağrısı, teminat değerlemesi, teminatların amaç dışında kullanılamaması, müşteri pozisyon ve teminatlarının ayrıştırılması, pozisyonların başka üyeye taşınabilmesi ve garanti fonu mekanizması üzerine kurulur. Garanti fonu, temerrüt halinde üye teminatlarını aşan zararların karşılanmasına yönelik kolektif güvence sağlar. Böylece MKT sistemi, işlem sonrası riski merkezi olarak üstlenirken bu riski teminat, fon, sermaye ve operasyon kurallarıyla sınırlar.

Merkezi karşı taraf hizmeti, Takasbank'ın belirli piyasa veya sermaye piyasası araçlarında işlem taraflarının arasına girerek alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı rolünü üstlenmesidir. Bu rol, takasın tamamlanmasına ilişkin güveni artırır; çünkü işlem tarafları doğrudan birbirlerinin ödeme veya teslim kabiliyetine bağımlı olmaktan çıkar. Ancak Takasbank'ın bu rolü üstlenmesi, riskin yok olması değil, riskin merkezileştirilmesi anlamına gelir. Bu yüzden MKT Yönetmeliği teminat, risk yönetimi, üyelik, ayırıştırma, taşınabilirlik, temerrüt yönetimi ve garanti fonu hükümlerini birlikte düzenler.

MKT üyeliği, doğrudan MKT üyesi ve genel MKT üyesi ayrımıyla çalışır. Doğrudan MKT üyesi yalnız kendi portföyü ve müşterilerinin işlemlerini tasfiye eder. Genel MKT üyesi ise bunların yanında işlemci kuruluşların takas işlemlerini de üstlenir. İşlemci kuruluş, Takasbank'ın MKT olduğu piyasada işlem yapan fakat yükümlülüklerinin tasfiyesini genel MKT üyesi aracılığıyla gerçekleştiren kuruluştur. Genel MKT üyesi ile işlemci kuruluş, Takasbank'a karşı oluşan yükümlülükler bakımından birlikte sorumluluk taşıyabilir. Bu nedenle MKT üyelik türü, özsermaye, mali yeterlilik, iç sistemler, teknik altyapı, derecelendirme ve risk taşıma kapasitesiyle bağlantılıdır.

Teminat düzeni MKT sisteminin ilk savunma hattıdır. MKT üyeleri, kendileri veya müşterileri adına aldıkları pozisyonlar için Takasbank tarafından kullanılan yöntemlerle hesaplanan tutarda teminat yatırmak zorundadır. Teminatlar başlangıç teminatı ve değişim teminatından oluşur. Başlangıç teminatı, olası temerrüt halinde pozisyonların kapatılmasına kadar oluşabilecek riskleri karşılamaya yönelir; değişim teminatı ise mevcut pozisyonların piyasa fiyatlarıyla değerlendirilmesi sonucunda doğan farkları izler. Teminat tutarları, kabul edilebilecek varlıklar, değerlendirme esasları ve yatırma süreleri piyasa yönergeleriyle belirlenir. Teminat hesaplamasında yüksek güven aralığı, nakde dönüştürme süresi ve tarihsel volatilité verileri risk ölçümünün temel parametreleri olarak kullanılır.

Teminat tamamlama çağrısı, teminatların yeterlilik düzeyi bozulduğunda devreye girer. Pozisyon değişiklikleri, fiyat hareketleri, teminat değerlerinde düşüş veya teminat kompozisyonundaki değişim

nedeniyle bulunması gereken tutarın altına inilirse Takasbank üyeye çağrı yapar. Çağrının elektronik ortamda yapılması esastır ve gönderimle birlikte üyenin çağrısı aldığı kabul edilir. Çağrının ilgili piyasada belirlenen sürede yerine getirilmemesi temerrüt sonucunu doğurur. Teminat olarak kabul edilen varlıkların değerlemesinde piyasa fiyatı, likidite, kupon ödemeleri ve döviz kuru gibi unsurlar dikkate alınır; fiyat oluşumunun sağlıklı olmadığı durumlarda Takasbank farklı değerlendirme esasları belirleyebilir.

Ayrıştırma ve taşınabilirlik, müşteri varlıklarının korunması bakımından merkezi önemdedir. Takasbank, MKT hizmeti verdiği piyasalarda müşterilerin pozisyon ve teminatlarını üyenin kendi portföyünden ayrı hesaplarda izler. Tekil pozisyon hesaplarında izlenen müşteri teminatları, MKT üyesinin kendi hesabında veya başka müşterilere ait hesaplarda oluşan teminat açıklarının kapatılmasında kullanılamaz. MKT üyesinin faaliyetlerinin kısıtlanması veya üyeliğinin sona ermesi halinde müşteri pozisyonları ve ilişkili teminatlar, şartları varsa başka bir MKT üyesine taşınabilir. Taşıma mümkün değilse Takasbank hesapların takibi veya kapatılması için gerekli işlemleri yapabilir.

Garanti fonu, MKT sisteminin kolektif güvence katmanıdır. MKT hizmeti verilen piyasalarda bir veya birkaç üyenin temerrüdü halinde, üye teminatlarını aşan zararların karşılanması için garanti fonu kurulması gerekir. Fon, ilgili piyasa veya araç bazında ayrı kurulabileceği gibi bazı piyasalar için ortak da kurulabilir. Temerrüde düşen üyenin teminatları, garanti fonu katkı payları ve Takasbank tarafından karşılanmış riskler için tahsis edilen sermaye yeterli olmadıkça diğer üyelerin katkı paylarına başvurulmaz. Fonun büyüklüğü, büyük açık pozisyonlara sahip üyelerin temerrüdü halinde doğabilecek kaynak ihtiyacını karşılayacak biçimde belirlenir. MKT Yönetmeliği bu bütünle, merkezi karşı taraf rolünü güvenceye bağlayan risk paylaşım mimarisini 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 Hizmetinde KYK Varlıkları, Saklayıcı Görevleri ve Kontrol Düzeni

KISACA

Portföy Saklama Tebliği, kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinde yer alan saklamaya konu varlıkların portföy saklayıcıları nezdinde nasıl korunacağını ve izleneceğini düzenler. Portföy saklama hizmeti, yalnız finansal varlıkları bir hesapta tutmak değildir; saklanabilir varlıkların KYK adına ayrı hesaplarda izlenmesini, diğer varlıkların aidiyetinin doğrulanmasını, nakit ve varlık hareketlerinin kontrolünü, katılma payı ihraç ve itfa işlemlerinin uygunluğunu, değerlendirme ve gelir kullanımının gözetimini kapsar. Portföy saklayıcısı bağımsız hareket etmeli, çıkar çatışmalarını yönetmeli, kayıt ve mutabakat düzenini kurmalı, önemli aykırılıkları SPK'ya bildirmeli ve iç kontrol, risk yönetimi, teftiş ve bağımsız denetim sistemleriyle hizmetin güvenilirliğini sağlamalıdır.

Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği, kolektif yatırım kuruluşlarının portföy varlıklarının saklanması ve izlenmesi için kurulan güvenlik düzenini açıklar. Kolektif yatırım kuruluşu, sermaye piyasası mevzuatı kapsamında kurulan yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarını ifade eder. Bu kuruluşların portföylerinde yer alan ve saklamaya konu olabilen varlıkların portföy saklayıcıları nezdinde saklanması esastır. Ancak gayrimenkul yatırım ortaklıkları, altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve emeklilik yatırım fonları bakımından tebliğin saklama zorunluluğu farklı kapsamda değerlendirilir; gayrimenkul ve girişim sermayesi fonlarının portföy varlıkları ise tebliğ kapsamında saklanır.

Portföy saklama hizmeti, dar anlamda kasa veya hesap tutma hizmetinden daha geniştir. Saklanabilir nitelikteki finansal varlıklar, portföy saklayıcısının doğrudan veya dolaylı kayıtları altında bulunan hesaplara kaydedilebilen ya da fiziken kendisine tevdi edilebilen varlıklardır. Bu varlıkların portföy saklayıcısının kendi hesaplarından ayrı, ilgili kolektif yatırım kuruluşu adına ve aidiyeti açıkça belli olacak şekilde saklanması gerekir. Saklanması mümkün olmayan veya farklı nitelikteki varlıklar bakımından ise portföy saklayıcısı, varlığın kolektif yatırım kuruluşuna ait olduğunu doğrular, mevcudiyete ilişkin kayıtları tutar ve bu kayıtların güncel kalmasını izler.

Hizmetin günlük işleyişinde katılma payı ve pay işlemleri önemli yer tutar. Portföy saklayıcısı, yatırım fonları hesabına katılma paylarının ihraç ve itfa edilmesi ile değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının pay işlemlerinin mevzuata, fon içtüzüğüne, izahnameye veya esas sözleşmeye uygunluğunu gözetir. İhraç ve itfa edilen pay sayısı ile hesaplanan alım satım bedeli arasında mutabakat yapılmasını sağlar. MKK kayıtlarında bulunan pay sayısı ile ilgili kuruluşun kendi hesaplarındaki pay sayısının uyumunu izler. Bu görev, yatırımcıların fon veya ortaklık paylarına ilişkin haklarının kayıt düzeyinde doğru görünmesini sağlar.

Değerleme, gelir ve nakit akımları portföy saklama hizmetinin kontrol alanlarıdır. Portföy saklayıcısı, birim katılma payı veya birim pay değerinin mevzuata ve ilgili kuruluş belgelerine uygun değerlendirme esaslarına göre hesaplanmasını sağlar. Portföy yönetim şirketi veya yatırım ortaklığı dışından alınan değerlendirme, muhasebe ve operasyon hizmetlerinin ilgili düzenlemelere uygunluğunu kontrol eder. Kolektif yatırım kuruluşunun gelirlerinin mevzuata, içtüzüğe, izahnameye veya esas sözleşmeye uygun kullanılmasını gözetir. Nakit akımlarında ise pay alımı sırasında yapılan ödemelerin portföye aktarılması, kuruluş adına açılan hesaplarda izlenmesi, mutabakatların yapılması ve olağan dışı nakit hareketlerinin zamanında tespit edilmesi beklenir.

Portföy saklayıcısının mevzuata uygunluk denetimi pasif bir kayıt kontrolü değildir. Portföy yönetim şirketi veya yatırım ortaklığının talimatlarının yatırım stratejisine, portföy sınırlamalarına, işlem limitlerine ve kaldıraçlı işlem sınırlarına uygunluğu izlenir. Aykırı bir talimat ya da işlem tespit edildiğinde, portföy saklayıcısı pay veya katılma payı sahiplerinin menfaatine gerekli tedbirlerin alınması için ilgili kuruluşa bildirim yapar. Önemli nitelikteki aykırılıklar SPK'ya da iletilir. Aykırılıkların giderilmemesi halinde ilgili tarafın uyarılması ve SPK'nın bilgilendirilmesi gerekir. Bu görev, portföy saklayıcısını yalnız varlık koruyan değil, yatırımcı menfaatine gözetim yapan bir kurum haline getirir.

Portföy saklayıcısı olarak hizmet verebilmek için Takasbank veya SPK tarafından yetkilendirilen banka ve aracı kurumların belirli şartları taşıması gerekir. Takasbank ve MKK nezdinde saklama üyesi olmak, iç kontrol ve risk yönetim sistemi kurmak, diğer faaliyetlerle çıkar çatışmalarını azaltacak bağımsız organizasyon yapısı oluşturmak, gerekli teknik donanım ve bilgi işlem altyapısını sağlamak, kötü niyetli yazılım, suistimal ve dolandırıcılık risklerine karşı tedbir almak bu şartlar arasındadır. Bankalar için kendi mevzuatlarına göre asgari ödenmiş sermaye ve faaliyet durdurma geçmişine ilişkin ek şartlar da aranır. Aracı kurumların portföy saklama hizmeti verdikleri kolektif yatırım kuruluşuna pay senedi alım satımına aracılık hizmeti sunamaması, çıkar çatışmasını sınırlayan özel bir kuraldır.

Sözleşme, sorumluluk ve denetim düzeni hizmetin hukuki güvenliğini tamamlar. Portföy saklayıcısı ile portföy yönetim şirketi veya yatırım ortaklığı arasında tarafların yetki, sorumluluk ve bilgi akışını belirleyen yazılı sözleşme yapılır; sözleşmede tebliğe ve kanuna aykırı hüküm bulunamaz. Sözleşme sona ererse veya saklayıcı şartları kaybederse yeni saklayıcı belirlenene kadar eski saklayıcının sorumluluğu devam eder. Portföy saklayıcısı yükümlülüklerini yerine getirmemesi nedeniyle doğan zararlardan sorumlu olabilir; buna karşılık portföy yönetiminden veya piyasa fiyat hareketlerinden kaynaklanan zararlardan sorumlu değildir. Bağımsızlık ilkesi, sır saklama yükümlülüğü, iç kontrol, risk yönetimi, teftiş ve bağımsız denetim kuralları da bu hizmetin yatırımcı menfaatine, kayıt bütünlüğüne ve operasyonel güvene dayalı yürütülmesini sağlar.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

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

Pay Piyasasında T+2 Takas, Netleştirme, Transfer ve Temerrüt

KISACA

Borsa İstanbul Pay Piyasası işlemlerinde takas, kural olarak işlem gününü izleyen ikinci iş gününde tamamlanır. Takasbank; netleştirme, kaydi takas, teslim karşılığı ödeme, merkezi takas ve aynı gün valörlü ödeme prensipleriyle nakit ve kıymet yükümlülüklerini hesaplar. Brüt takas, T günü ve T+1 düzeltmeleri, T+2 borç kapatma ve alacak dağıtımı, nakit takası, transfer işlemleri ve temerrüt faizi uygulaması pay piyasası operasyonlarının temel akışını oluşturur.

Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda takas, işlem sonrası nakit ve pay yükümlülüklerinin Takasbank ve MKK sistemleri üzerinden tamamlanmasıdır. Pay işlemlerinde standart takas günü, işlem gününü takip eden ikinci iş günüdür. Yarım günlerde yapılan işlemlerin takası, bir önceki günün işlemleriyle birleştirilerek yarım günü izleyen ikinci iş gününde topluca sonuçlandırılır. Takas süreleri belirlenirken Takasbank ve Borsa İstanbul Pay Piyasası'nın açık olduğu iş günleri dikkate alınır. Tarafların kıymet veya nakit yükümlülüğünü takas tarihinden önce yerine getirerek işlemi erken kapatması mümkün değildir.

Pay piyasası takasının ana prensipleri netleştirme, kaydi takas, teslim karşılığı ödeme, merkezi takas ve aynı gün valörlü ödeme olarak düşünülür. Netleştirmede, müşteri ve portföy ayrımı gözetilerek menkul kıymet bazında çok taraflı netleştirme yapılır. Bir üyenin aynı kıymetteki alış ve satışları karşılaştırılır; ortaya çıkan net kıymet borcu veya alacağına göre nakit borç ya da alacak oluşur. Günlük netleştirme esastır ve temerrüt hali dışında günler arasında borç veya alacak devri yapılmaz. Brüt takasta ise Kurul, Borsa veya piyasa işleticisinin kararıyla bazı piyasa, pazar, menkul kıymet, yatırımcı, blok satış ya da özel emir işlemleri netleştirme dışına alınabilir.

Takas süreci üç günlük bir operasyon akışı içinde işler. T gününde, üyelerin Borsa'da gerçekleştirdiği işlemlere göre müşteri ve portföy ayrımı dikkate alınarak anlık takas pozisyonları oluşturulur. Gün sonunda net takas pozisyonları oluşur ve yatırımcı bazında net alış satış bilgilerine göre MKK dosyası hazırlanır. Aracı kurumlar onay verdiğinde borçlu müşterilere ait kıymetler MKK sisteminde takas amacıyla blokeye alınır. T+1 gününde sözleşme bilgilerindeki müşteri, portföy veya acente fon kodu hataları üyeler tarafından düzeltilebilir; düzeltilen bilgilerle yeniden netleştirme yapılır ve takas talimatları oluşturulur. T+2 gününde talimatlar üyelerce izlenir, blokeli kıymetler ilgili havuz hesaplarına aktarılır ve borç kapatma mesajlarıyla takas borcu sonuçlandırılır.

Teslim karşılığı ödeme prensibi, yükümlülüğünü kapatmayan aracı kuruma takas alacağının ödenmemesini sağlar. Kısmi yükümlülük yerine getirilirse, Takasbank'ın belirlediği zamanlarda kapatılan borçla orantılı kısmi takas yapılabilir. Nakit takasında üyeler pay takas borcu veya brüt takas borcu hesaplarına belirlenen saate kadar ödeme yapar. Nakit borçları EFT, Takasbank içi virman veya diğer piyasalardan alacak mahsubu yoluyla kapatılabilir. Nakit alacağının ödenebilmesi için üyenin

menkul kıymet yükümlülüklerini yerine getirmiş olması gerekir; alacaklar serbest cari hesaplara aktarılır.

Temerrüt, üyenin nakit veya menkul kıymet yükümlülüğünü takas tarihinde belirlenen saate kadar yerine getirmemesiyle doğar ve ayrıca bildirim yapılmasını gerektirmez. Menkul kıymet borcunda kıymetin MKK takas havuz hesabına aktarım saati, nakit borcunda EFT veya virmanla ilgili hesaba geçiş saati esas alınır. Yerine getirilmeyen tutar üzerinden temerrüt faizi ve yasal yükümlülükler tahsil edilir. Borç aynı gün geç saatte kapatılırsa daha düşük, sonraki saatlerde veya izleyen günlerde kapatılırsa daha yüksek katsayı uygulanır. T+3 günü borç kapatılamazsa Borsa İstanbul'da aynı gün valörlü alış veya satış yapılarak borcun re'sen kapatılması yoluna gidilebilir. Temerrüt nedeniyle alacağını geç alan üyeye, belirli şartlar gerçekleşirse tahsil edilen temerrüt cezasının bir bölümü mağduriyet ödemesi olarak aktarılır.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

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

Borçlanma Araçları Piyasasında Pazarlar, T+0 Takas, Transfer ve Temerrüt

KISACA

Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası, kesin alım satım, nitelikli yatırımcıya ihraç, repo-ters repo, menkul kıymet tercihli repo, pay senedi repo, taahhütlü işlemler, uluslararası tahvil ve gözaltı gibi pazarlar üzerinden farklı borçlanma aracı işlemlerini toplar. Takasbank'ın bu piyasadaki takas prensipleri netleştirme, teslim karşılığı ödeme ve kaydi takastır. İşlemler genel olarak aynı gün, yabancı para ödemeli kıymetler ise bir iş günü sonra takasa girer. Nakit borçlar EFT, Takasbank içi virman veya başka piyasa alacağının mahsubu ile; kıymet borçları EMKT, MKK veya Takasbank depo virmanlarıyla kapatılır. Süresinde kapanmayan nakit, kıymet, teminat ve garanti fonu yükümlülükleri temerrüt hükümlerini doğurur.

Borçlanma Araçları Piyasası, tek tip bir alım satım alanı değil, farklı araç ve işlem mantıklarını bir araya getiren çok pazarlı bir yapıdır. Kesin Alım Satım Pazarı'nda Türk Lirası veya döviz ödemeli borçlanma araçları, menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı araçlar, kira sertifikaları, TCMB likidite senetleri ve Borsa Yönetim Kurulu tarafından uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları işlem görebilir. Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı, nitelikli yatırımcılara yapılacak ihraçların satış aşamasını yürütür. Repo-Ters Repo Pazarı, Menkul Kıymet Tercihli Repo Pazarı, Taahhütlü İşlemler Pazarı, Pay Senedi Repo Pazarı, Uluslararası Tahvil Pazarı ve Gözaltı Pazarı da farklı valör, teminat, kıymet ve yatırımcı kapsamlarıyla aynı işlem sonrası altyapıya bağlanır.

Borçlanma araçlarında takas prensipleri netleştirme, teslim karşılığı ödeme ve kaydi takas olarak özetlenir. Netleştirme, Taahhütlü İşlemler Pazarı ve Uluslararası Tahvil Pazarı gibi işlem bazında takas edilen istisnalar dışında, müşteri ve portföy ayrımı gözetilerek çok taraflı uygulanır. Üyenin aynı kıymet veya nakit tarafındaki borç ve alacakları valör günü dikkate alınarak netleştirilir; temerrüt hali dışında günler arasında yükümlülük ve alacak netleştirilmez. MKT hizmeti verilen pazar ve menkul kıymetlere ilişkin yükümlülükler ile MKT hizmeti verilmeyen işlemler ayrı ayrı netleştirilir. Bu ayrım, merkezi karşı taraf riskinin bulunduğu işlemlerle bulunmadığı işlemlerin aynı havuzda karıştırılmasını engeller.

Teslim karşılığı ödeme prensibi, üyelerin takas yükümlülüklerini yerine getirmedikçe takas alacaklarını alamamasına dayanır. Buna rağmen sistem kısmi mutabakata izin verir; kısmen yerine getirilen yükümlülükler karşılığında alacaklar da belirlenen zamanlarda kısmen serbestleşebilir. Kaydi takas ise nakit ve kıymet borçlarının hesaben ödenmesi, takas alacaklarının Takasbank ve MKK'daki ilgili hesaplara aktarılması anlamına gelir. Borçlanma araçları piyasasında takasın aynı gün yapılması, operasyonel disiplinin daha sıkı çalışmasını gerektirir; yabancı para ödemeli kıymetlerde takas bir iş günü sonra gerçekleşir ve ileri valörlü işlemler valör gününde takasa dahil edilir.

Nakit takasında üyeler borçlarını ilgili tahvil takas nakit borcu hesaplarına belirlenen saate kadar yatırır. Borç kapatma EFT kanalıyla, Takasbank nezdindeki başka bir hesaptan virmanla veya Pay Piyasası ile

Takasbank Para Piyasası gibi başka piyasalardan doğan alacakların mahsubuyla yapılabilir. Nakit alacakları, borç kapanma ve karşı kıymet yükümlülüğünün durumuna bağlı olarak gerçekleştirme süreçleriyle üyelerin hesaplarına dağıtılır. Kıymet takasında ise EMKT mesajlarıyla TCMB veya MKK nezdindeki hesaplardan devir, başka bir üyenin Takasbank hesabından virman, üyenin başka depo hesabından virman ya da özel sektör borçlanma araçlarında MKK alt hesabından Takasbank havuz hesabına aktarım kullanılabilir.

Borsa İstanbul Para Piyasası ve Swap Piyasası gibi bağlantılı alanlarda Takasbank'ın merkezi karşı taraf rolü, borçlanma araçları takas mantığının risk yönetimi boyutunu genişletir. Borsa İstanbul Para Piyasası'nda T+0 takas, risk grubu bazında netleştirme, teminat eksiğinin belirli saate kadar tamamlanması ve teminat ya da takas yükümlülüğünü yerine getirmeyen üyelere temerrüt hükümlerinin uygulanması esastır. Üye ve müşteri risk grupları ayrı izlenir; kısmi ödemelerde müşteri risk grubu borcunun öncelikle kapatılması gibi koruyucu kurallar uygulanabilir. Bu yapı, nakit ve kıymet takasının yalnız hesap hareketi değil, risk ve müşteri ayrıştırması meselesi olduğunu gösterir.

Temerrüt, nakit veya menkul kıymet yükümlülüğünün zamanında yerine getirilmemesiyle doğar ve ayrıca bildirim gerek yoktur. Nakit borcunda paranın Takasbank'ın TCMB nezdindeki hesabına geçiş saati veya Takasbank içi virman saati; kıymet borcunda borç kapatma programının çalıştırıldığı saat dikkate alınır. Temerrüt cezaları yükümlülüğün yerine getirildiği saate göre değişen katsayılarla hesaplanır. T+1 günü kıymet veya nakit borcunu kapatamayan üyeler adına aynı gün valörlü alış veya satış yapılarak re'sen borç kapatma yoluna gidilebilir. Alacaklı üyeye mağduriyet ödemesi yapılabilmesi için gecikmenin piyasa altyapısı kaynaklı olmaması, temerrüt itirazının geçersiz kalması ve alacaklı üyenin kendi yükümlülüklerini zamanında yerine getirmiş olması gerekir. Borçlanma araçları piyasasında operasyonel ayrıntıların bu kadar belirgin olması, valör, hesap, teminat ve temerrüt saatlerinin takas güvenliğini doğrudan etkilediğini gösterir.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

6.5 · Türev Araçlarda Takas, Uzlaşma ve Fiziki Teslim

ViOP ve Türev İşlemlerde Takas, Uzlaşma, Teminat ve Fiziki Teslim

KISACA

Türev araçlarda takas, pozisyonun işlemten sonra teminat, kâr-zarar, uzlaşma ve gerekiyorsa fiziki teslim süreçleriyle yönetilmesidir. ViOP'ta Takasbank merkezi karşı taraf olarak çalışır; işlem öncesi, işlem anı ve işlem sonrası risk yönetimi katmanlarıyla hesapların teminat yeterliliği izlenir. Açık pozisyon, nakdi uzlaşma veya fiziki teslimle kapanıncaya kadar risk taşır. Başlangıç teminatı, değişim teminatı, risk limitleri, pozisyon limitleri, teminat tamamlama çağrıları, opsiyon kullanım talimatları ve vade sonu uzlaştırma kuralları birlikte işler. Fiziki teslimata konu sözleşmelerde teslim yükümlülüğü yerine getirilmezse temerrüt ve pozisyon sonlandırma hükümleri devreye girebilir.

Türev araçlarda takas, klasik bir kıymet alım satımının teslim ve ödeme sürecinden daha geniştir; çünkü işlem tarafları çoğu zaman gelecekteki fiyat hareketine bağlı bir pozisyon taşır. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde açık pozisyon, işlem nakdi uzlaşma, fiziki teslim veya ters işlemle kapatılıncaya kadar sistemde risk üretir. Takasbank'ın ViOP'ta merkezi karşı taraf rolü üstlenmesi, bu riskin üyeler arasında dağınık biçimde kalmak yerine teminat, garanti fonu, risk limiti ve uzlaşma süreçleriyle merkezi olarak yönetilmesini sağlar. Böylece türev takası, hem günlük değer değişimlerinin hesaplanmasını hem de vade sonunda sözleşmenin nasıl sonlandırılacağını kapsar.

ViOP takas işlemlerinde süreç, işlem günü boyunca ve gün sonunda belirlenen zaman adımlarına göre yürütülür. Takasbank, işlem öncesi risk yönetimi, işlem anı risk yönetimi ve işlem sonrası risk yönetimi katmanlarını kullanır. İşlem öncesi aşamada emirlerin teminat yeterliliği ve limit uygunluğu kontrol edilir; işlem anında pozisyon değişimi olan hesaplarda risk hesabı güncellenir; işlem sonrası aşamada ise duyurulan zamanlarda pozisyon ve teminat bakiyeleri ile güncel fiyatlar kullanılarak bulunması gereken teminat hesaplanır. Hesaplama sonuçları takas ekranlarına yansır ve risk limiti kontrolleri ile teminat tamamlama çağrıları bu sonuçlara dayanır.

Risk limitleri, üyelerin mali yeterlilikleriyle bağlantılıdır. Takasbank, MKT hizmeti verilen piyasalarda üyelere risk limitleri tanımlar ve bu limitleri pozisyonlardan kaynaklanan bulunması gereken teminat tutarı üzerinden izler. Üyenin toplam teminat gereksinimi risk limitini aşarsa aşan kısım kademeli katsayılarla çarpılarak ilave işlem teminatı yükümlülüğü doğurabilir. Risk-limit oranı belirli bir seviyenin üzerine çıkarsa, teminat bakiyesi yeterli olsa bile üyenin pozisyon artırıcı emir iletimi engellenebilir ve pasif emirler iptal edilebilir. Bu mekanizma, türev piyasasında hızlı büyüyen pozisyon riskinin emir aşamasında durdurulabilmesini sağlar.

ViOP'ta kâr ve zarar hesaplaması, pozisyonun türüne ve sözleşmenin uzlaşma biçimine göre yapılır. Vadeli işlem sözleşmelerinde gün sonu veya gün içi uzlaşma fiyatı ile pozisyon açılan ya da önceki gün sonu fiyatı arasındaki fark, işlem miktarı ve sözleşme çarpanı üzerinden hesaplanır. Opsiyonlarda ise ödenen veya alınan prim, net opsiyon değeri ve kullanım kar-zararı ayrı önem taşır. Opsiyon

sözleşmelerinde uzlaşma nakdi uzlaşma yöntemiyle veya fiziki teslimle yapılabilir; nakdi uzlaşmada kullanım kar-zararı hesaplanırken fiziki teslimde dayanak varlığın teslim süreci öne çıkar.

Teminat yapısı türev takasının merkezindedir. Başlangıç teminatı, temerrüt halinde pozisyonun kapatılmasına kadar geçen sürede doğabilecek risk için alınır. Değişim teminatı, mevcut pozisyonların piyasa fiyatlarıyla değerlendirilmesi sonucunda oluşan farkı yansıtır. ViOP'ta teminatların hesaplanmasında BISTECH Marjin Yöntemi kullanılır; bu yöntem portföy bazlı risk yönetimi yaklaşımına dayanır. Teminat tamamlama çağrıları gün içi veya gün sonu yapılabilir; çağrıya konu yükümlülükler belirlenen sürede yerine getirilmezse temerrüt hükümleri uygulanır. Nakit teminatların nemalandırılması, teminat yatırma ve çekme, teminat kompozisyon sınırları ve değerlendirme katsayıları da piyasa prosedürleriyle belirlenir.

Vade sonu uzlaştırma ve fiziki teslim, türev işlemin son kapanış aşamasıdır. Nakdi uzlaşmalı vadeli işlem sözleşmeleri son işlem gününde açık kalırsa, ilgili uzlaşma fiyatları üzerinden nakdi olarak sonuçlandırılır. Fiziki teslimatlı sözleşmelerde ise dayanak varlığın teslim edilmesi veya alınması gerekir. Döviz, ELÜS veya başka dayanaklara ilişkin fiziki teslim son saatleri ve temerrüt başlangıç zamanları piyasa kurallarında belirlenir. Fiziki teslim yükümlülüğü yerine getirilmezse, Takasbank temerrüt yönetimi, pozisyonların kapatılması, devri veya nakdi uzlaşmayla sonlandırılması gibi mekanizmaları kullanabilir. Bu yüzden türev araçlarda takas, yalnız işlemde doğan parasal farkı hesaplamak değil, açık pozisyonun vade sonuna kadar hangi teminat, limit ve teslim kurallarıyla güvence altında tutulacağını belirlemektir.

6. TAKAS, SAKLAMA VE OPERASYON İŞLEMLERİ

İçindekiler

6.6 • Takasbank Teminat Yönetimi

Takasbank Teminat Yönetiminde Teminat Türleri, Kabul Edilen Varlıklar ve Değerleme

KISACA

Takasbank teminat yönetimi, merkezi karşı taraf hizmeti verilen piyasalarda üyelik teminatı, işlem teminatı ve garanti fonu katkı payı üzerinden riskin güvenceye alınmasını sağlar. İşlem teminatı başlangıç, değişim ve fiziki teslimat teminatı olarak ayrılır. Başlangıç teminatı olası temerrüt dönemindeki fiyat riskini, değişim teminatı pozisyonların piyasa değerindeki farkı, fiziki teslimat teminatı ise VİOP'ta teslim sürecindeki fiyat değişimi riskini karşılar. Garanti fonu, temerrüde düşen üyelerin teminatlarını aşan zararlar için kurulur. Nakit Türk lirası, konvertibl döviz, DİBS, Eurobond, kira sertifikası, BIST 100 payları, fon payları, standart altın, bazı menkul kıymetler ve ELÜS gibi varlıklar piyasa bazında teminata kabul edilebilir.

Takasbank teminat yönetimi, merkezi karşı taraf hizmeti verilen piyasalarda üstlenilen riskin ölçülmesi, karşılanması ve gerektiğinde temerrüt yönetiminde kullanılacak kaynakların sıralanması için kurulan yapıdır. Bu yönetimde ilk ayırım üyelik teminatı, işlem teminatı ve garanti fonu katkı payı arasında yapılır. Üyelik teminatı, üyelerin Takasbank'a olan aidat, ücret, komisyon ve benzeri yükümlülüklerini süresinde yerine getirmemesi halinde doğabilecek zararların telafisi için alınır. İşlem teminatı ise doğrudan pozisyon riskini karşılar; garanti fonu katkı payı ise bir veya birkaç üyenin temerrüdünde işlem teminatını aşan zararların karşılanmasına yönelik kolektif güvenlik katmanıdır.

İşlem teminatı kendi içinde başlangıç teminatı, değişim teminatı ve fiziki teslimat teminatı olarak ayrılır. Başlangıç teminatı, gelecekte bir temerrüt ortaya çıktığında temerrüt tarihinden pozisyonların kapatılmasına kadar geçebilecek sürede maruz kalınacak fiyat riskini karşılamak amacıyla pozisyon açılırken talep edilir. VİOP, BAP, Pay Piyasası ve tezgahüstü türev araçlarda başlangıç teminatı BISTECH Marjin Yöntemi ile hesaplanır; Ödünç Pay Piyasası ve BİAŞ Para Piyasası'nda tarihsel benzetim esaslı riske maruz değer yöntemi kullanılır. Hesaplamalarda asgari tek taraflı güven aralığı, nakde dönüştürme süresi ve tarihsel veri uzunluğu gibi parametreler teminatın koruyucu gücünü belirler.

Değişim teminatı, mevcut pozisyonların piyasa fiyatlarıyla değerlendirilmesi sonucunda ortaya çıkan farklardan kaynaklanır. Merkezi karşı taraf hizmeti verilen piyasalarda pozisyon değer değişimleri gün içi risk hesaplama anlarında ve gün sonunda izlenir. Fiziki teslimat teminatı ise VİOP'ta fiziki teslimata konu sözleşmelerde, vade geldiğinde başlayan takas süreci boyunca dayanak varlığın olası fiyat değişimlerini karşılamak için hesaplanır. Bu üç teminat türü birlikte değerlendirildiğinde Takasbank, hem pozisyon açıldığı andaki başlangıç riskini hem günlük değer değişimini hem de teslim aşamasında ortaya çıkabilecek özel riski kapsayan katmanlı bir güvence sistemi kurar.

Garanti fonu, işlem teminatının yetmediği senaryolar için tasarlanmıştır. MKT hizmeti verilen piyasalarda, üyelerden biri veya birkaçının temerrüdü halinde ortaya çıkan ve ilgili üyelerin teminatlarını

aşan zararlar için garanti fonu kurulur. Yatırılmış garanti fonu katkı payları, en fazla riske sahip üye ile ikinci ve üçüncü en fazla riske sahip üyelerin birlikte temerrüdünde doğabilecek kaynak ihtiyacı dikkate alınarak ve üyelerin taşıdığı riskler oranında hesaplanır. Fon sabit ve değişken kısımlardan oluşabilir; temerrüt kaynaklarının yetersiz kalması halinde ilave garanti fonu katkı payı talep edilebilir. Böylece temerrüt kaybı önce mütemerrit üyeye ait kaynaklara, sonra belirlenen sırayla kolektif fonlara yansıtılır.

Teminata kabul edilen varlıklar piyasa bazında değişmekle birlikte, Takasbank düşük kredi, likidite ve piyasa riski taşıyan varlıklara öncelik verir. Nakit Türk lirası, konvertibl döviz, devlet iç borçlanma senetleri, Hazine Eurobondları, Hazine varlık kiralama şirketi kira sertifikaları, BIST 100 endeksindeki paylar, belirli fon payları, borsada işlem gören standart altın, ipoteğe dayalı veya varlık teminatlı menkul kıymetler, Borsa İstanbul payları, bazı G7 ülke borçlanma araçları ve elektronik ürün senetleri belirli piyasalarda teminat veya garanti fonu katkısı olarak kabul edilebilir. Üyenin kendi veya sermaye grubundaki kuruluşların ihraç ettiği bazı menkul kıymetleri teminat olarak vermesi sınırlandırılır; aynı ihraççı veya banka grubuna ilişkin yoğunlaşma için de yüzde 25 sınırı gibi konsantrasyon kontrolleri uygulanır.

Teminat değerlemesinde temel mantık, teminatın piyasa değerinin tamamını riskten arınmış kabul etmemektir. Teminat değerlendirme katsayısı, varlığın olumsuz piyasa koşullarında uğrayabileceği değer kaybını, likidite riskini ve karşı taraf kredi riskini yansıtacak şekilde belirlenir. Teminat değeri, piyasa değeri ile değerlendirme katsayısının çarpımıdır. Nakit Türk lirası tam değerle dikkate alınırken, döviz, borçlanma aracı, pay, fon payı, altın veya diğer teminatlarda kesinti oranları uygulanır. Değerleme katsayıları tarihsel benzetim gibi riske maruz değer yaklaşımlarıyla belirlenebilir; güncel piyasa fiyatları esas alınır, fiyat oluşmayan varlıklarda teorik fiyatlandırma yöntemleri kullanılabilir.

Teminatlara ilişkin genel esaslar, bu varlıkların hukuki korunmasını da sağlar. Takasbank'ın MKT faaliyeti nedeniyle aldığı teminatlar tevdi amaçları dışında kullanılamaz, üçüncü kişilere devredilemez, kamu alacağı için dahi haczedilemez, rehnedilemez, iflas masasına dahil edilemez ve üzerlerine ihtiyati tedbir uygulanamaz. Müşteri teminatları bağlı oldukları pozisyon hesaplarıyla ilişkilendirilir ve müşteri alt hesaplarında ayrı izlenir; tekil pozisyon hesaplarındaki teminatlar yalnız ilgili müşterinin yükümlülüklerinin tasfiyesinde kullanılabilir. Teminat tamamlama çağrıları elektronik sistem üzerinden yapılır ve üyenin sorumluluğu çağrının ulaştığı anda başlar. Serbest teminat, değerlendirilmiş teminat tutarından bulunması gereken teminatın çıkarılması ve değişim teminatı etkisinin eklenip çıkarılmasıyla izlenir. Bu nedenle Takasbank teminat yönetimi, hesaplama, varlık kabulü, hukuki koruma ve temerrüt disiplini birlikte çalışan bir risk mimarisidir.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.1 • Finansal Yönetimin Genel Esasları

Finansal Yönetimin Yatırım, Finansman ve Kâr Payı Kararları

KISACA

Finansal yönetim, şirketin ihtiyaç duyduğu fonların sağlanması, bu fonların varlıklara verimli biçimde yatırılması ve elde edilen kârın nasıl kullanılacağına karar verilmesiyle ilgilidir. Şirket düzeyinde üç temel karar öne çıkar: yatırım kararları, finansman kararları ve kâr payı dağıtım kararları. Yatırım kararları dönen ve duran varlık bileşimini, finansman kararları gerekli kaynağın nereden ve hangi maliyetle sağlanacağını, kâr payı kararları ise kârın şirkette bırakılacak ve ortaklara dağıtılacak kısmını belirler. Finansal yönetimin amacı yalnız kârı artırmak değildir; kârın zamanı, nakde dönüşmesi ve riski birlikte değerlendirilerek değer yaratılması hedeflenir. Temsil sorunu, kurumsal yönetim ve sosyal sorumluluk da bu kararların sağlıklı alınması için önem taşır.

Finansal yönetimin genel esasları, şirketin para ile ilgili kararlarının sistematik biçimde nasıl alınacağını açıklar. Dar anlamda finansal yönetim, bir faaliyet için gerekli fonların tedariki ve bu fonların kullanılmasıdır. Birey açısından gelir, harcama, tasarruf ve yatırım kararları nasıl finansal yönetim alanına giriyorsa, şirket açısından da kaynak bulma, bulunan kaynağı kârlı biçimde kullanma ve elde edilen sonucun ortaklar ile şirket büyümesi arasında nasıl paylaştırılacağı aynı alanın konusudur. Bu yüzden şirket finansı, muhasebe kaydından ibaret değil, şirketin faaliyetlerini sürdürebilmesi ve değer yaratabilmesi için kaynakların yönlendirilmesidir.

Şirketlerde finansal yönetim üç temel karar çevresinde şekillenir. Yatırım kararları, şirketin faaliyetlerini gerçekleştirmek için hangi varlıklara yatırım yapacağını belirler. Bu karar, toplam varlık büyüklüğünü ve varlık bileşimini kapsar; varlıkların ne kadarının dönen varlık, ne kadarının duran varlık olacağı bu çerçevede düşünülür. Dönen varlık yatırımları nakit, alacak ve stok gibi çalışma sermayesi unsurlarına yöneliktir. Duran varlık yatırımları ise arazi, bina ve makine gibi daha uzun ömürlü varlıkları kapsar ve sermaye bütçelemesi başlığı altında değerlendirilir.

Finansman kararları, bu yatırımlar için gerekli kaynağın nereden ve nasıl sağlanacağını belirler. Şirket varlık yatırımlarını kısa veya uzun vadeli, borç veya özkaynak niteliğindeki kaynaklarla finanse edebilir. Bu kaynakların vadesi, maliyeti ve risk etkisi finansal yönetimin doğrudan konusudur. Finansman kararlarının sermaye ve para piyasalarıyla yakın ilişkili olması da buradan gelir; çünkü şirket kaynaklarının büyük kısmı finansal piyasalar, kredi ilişkileri veya sermaye artırımları gibi kanallarla sağlanır. Kâr payı dağıtım kararı ise elde edilen kârın ne kadarının ortaklara dağıtılacağını, ne kadarının şirketin büyümesi için içeride bırakılacağını belirler.

Finansal yönetimin fonksiyonu zamanla genişlemiştir. Geleneksel yaklaşım daha çok finansman kaynağı bulmaya odaklanırken, modern finansal yönetim kaynakların kullanımı, yatırım kararları, çalışma sermayesi yönetimi, duran varlıkların yönetimi, finansal analiz, finansal planlama ve finansal risk yönetimini birlikte ele alır. Şirketin her faaliyeti finansal bir boyuta sahiptir; satış politikası, stok

yönetimi, borçlanma, yatırım, fiyatlama ve kâr dağıtımı farklı birimlerin işi gibi görünse de sonuçta nakit akımı, risk ve değer üzerinde birleşir.

Finansal amaç tartışması, bu kararların hangi hedefe göre alınacağını belirler. Kâr maksimizasyonu görünüşte doğal bir hedef olsa da tek başına yeterli değildir; çünkü kısa vadeli olabilir, kârın zamanlamasını dikkate almayabilir, nakit bazlı olmayabilir ve riski göz ardı edebilir. Gelir maksimizasyonu da benzer biçimde fiyat kırma veya vadeleri uzatma yoluyla sürdürülebilirliği zayıflatır. Bu nedenle finansal açıdan değer yaratma, belirli bir risk düzeyinde yatırımların getirisinin sermaye maliyetini aşmasıyla ilişkilendirilir. Kararların değeri artırıp artırmadığını anlamak için beklenen net nakit gelir ve bu gelirin riski birlikte değerlendirilir.

Değer maksimizasyonu konusunda iki yaklaşım öne çıkar. Anglo-Amerikan yaklaşım, ortakların servetinin maksimize edilmesini temel amaç olarak görür ve bunun özsermayenin piyasa değerinin artırılmasıyla sağlanacağını kabul eder. Avrupa ve Japonya merkezli yaklaşım ise şirket değerinin tüm menfaat sahipleriyle birlikte düşünülmesini savunur; yöneticiler, çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler, borç verenler, devlet, toplum ve çevre şirket değerinin parçası olarak görülür. Her iki yaklaşım da finansal kararların yalnız bugünkü kârı değil, uzun vadeli nakit yaratma gücünü ve riskleri dikkate alması gerektiğini gösterir.

Temsil sorunu ve kurumsal yönetim, finansal yönetimin uygulama tarafını tamamlar. Şirket büyüdükçe sahiplik ve yöneticilik ayrışır; ortaklar karar alma yetkisini profesyonel yöneticilere devreder. Yöneticilerin kendi çıkarlarını ortakların çıkarlarının önüne koyması temsil sorununu doğurur. Bu sorunu azaltmak için teşvikler, gözetim, finansal tablo denetimleri, harcama kontrolleri ve yönetim kurulu mekanizması kullanılır. Kurumsal yönetim, şirketin yönetim ve kontrol sistemini; ortakların, yönetim kurulunun, yöneticilerin ve diğer menfaat sahiplerinin hak ve sorumluluklarını düzenler. Sağlam bir kurumsal yönetim yapısı, finansal kararların değer yaratma amacıyla uyumlu alınmasını sağlar.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.2 · Finansal Planlama

Finansal Planlamada Nakit Bütçesi ve Proforma Tablolar

KISACA

Finansal planlama, şirketin kısa dönemli fon ihtiyacını önceden görebilmesi için nakit bütçesi ile proforma gelir tablosu ve bilanço hazırlamasına dayanır. Planlama yapılabilmesi için satış tahmini, bütçe dönemi ve diğer departmanlardan gelen bütçe verileri belirlenmelidir. Nakit bütçesi yalnız nakit giriş ve çıkışlarına odaklanır; dönem sonu para mevcudunu, nakit açığını veya fazlasını, ek finansman gerekip gerekmediğini, gerekirse zamanını ve süresini gösterir. Proforma tablolar ise para hareketinin ötesinde fon miktarındaki değişimleri ve tahmini finansal durumun tamamını yansıtır. Varsayımlar değişmediğinde iki yöntemin ortaya koyduğu finansman ihtiyacının tutarlı olması beklenir.

Finansal planlama, şirketin özellikle kısa dönemli fon ihtiyacını belirlemek ve bu ihtiyacı hangi zamanda, hangi kaynakla karşılayacağını önceden görebilmek için kullanılan yönetim sürecidir. Bu süreç, şirketin yalnız bugün elindeki nakde bakmasıyla sınırlı değildir; satış tahminleri, tahsilat politikası, üretim ve stok bütçeleri, yatırım harcamaları, borç ödemeleri ve kâr payı planları birlikte değerlendirilir. Finansal planlamanın etkili olabilmesi için şirketin bir planlama ve bütçe sistemine sahip olması gerekir. Çünkü nakit bütçesi ile proforma gelir tablosu ve bilanço, şirketin farklı bölümlerinden gelen bütçe rakamlarına dayanır.

Planlamanın ilk kritik unsuru satış tahminidir. Satışlar, para girişlerinin en önemli belirleyicisidir; peşin ve kredili satış oranı, kredili satışlarda vade, müşterilerde aranacak nitelikler, tahsilat politikası ve şüpheli alacak varsayımları nakit girişinin zamanını ve tutarını etkiler. İkinci kritik unsur bütçeleme döneminin uzunluğudur. İşkolunda belirsizlik yüksekse bütçe dönemi kısa tutulabilir. Genel uygulamada aylık dönemler kullanılsa da özellikle nakit bütçesinde haftalık veya günlük dönemlere kadar inmek mümkündür. Amaç, likidite sıkışıklığını gerçekleşmeden önce görmek ve fon fazlasının atıl kalmasını önlemektir.

Nakit bütçesi, belirli bir dönem içinde beklenen para girişleri ile para çıkışlarını ayrıntılı olarak gösterir. Nakit girişleri peşin satışlardan, ticari alacak tahsilatından, senet tahsilatından, nakdi gelirlerden, depozito iadelerinden, bağlı veya duran varlık satışlarından ve diğer para girişlerinden oluşabilir. Nakit çıkışları ise cari faaliyetlerden doğan ödemeleri, borç ödemelerini, yatırım harcamalarını, kâr payı ödemelerini, ortak çekişlerini ve sermaye azaltımı gibi işlemleri kapsar. Üretim, satın alma, dolaysız işçilik, genel üretim giderleri, satış giderleri ve genel yönetim giderleri bütçeleri, bu çıkışların sağlıklı tahmin edilmesi için gereklidir.

Nakit bütçesinin pratik sonucu net nakit akışının ve nakit dengesinin hesaplanmasıdır. Her dönem için nakit girişlerinden nakit çıkışları düşülür; dönem başı nakit mevcudu eklenir ve şirketin asgari bulundurması gereken nakit tutarı dikkate alınır. Böylece dönem sonunda nakit açığı veya nakit fazlası ortaya çıkar. Açık varsa finans yöneticisi bu açığı giderecek kaynağın nereden ve ne zaman sağlanacağını planlar. Fazla varsa bu fonun likiditesi yüksek ve gelir getiren finansal varlıklarda

değerlendirilmesi düşünülür. Nakit bütçesi bu yönüyle yalnız raporlama tablosu değil, ödeme gücünü ve likidite güvenliğini yöneten bir araçtır.

Proforma gelir tablosu ve proforma bilanço, nakit bütçesine göre daha geniş kapsamlıdır. Nakit bütçesi sadece para giriş ve çıkışlarını izlerken, proforma tablolar satış, maliyet, gider, aktif ve pasif kalemlerde beklenen değişimleri de yansıtır. Proforma gelir tablosu, tahmini faaliyet sonucunu ve dönem kârını gösterir. Proforma bilanço ise planlanan dönemin sonunda varlıkların, borçların ve özkaynağın nasıl görüneceğini ortaya koyar. Bu tablolar şirketin fon ihtiyacını, yalnız kasaya girip çıkan para açısından değil, bilanço yapısındaki değişim açısından da değerlendirmesine imkân verir.

Nakit bütçesi ile proforma tablolar aynı amaca hizmet eder: şirketin kısa vadeli finansman ihtiyacını belirlemek. Aralarındaki fark kapsam ve bakış açısidir. Nakit bütçesi likiditeye, ödeme zamanına ve eldeki para düzeyine odaklanır. Proforma tablolar ise tahmini finansal performans ve finansal durumun bütününe görmeye yarar. Varsayımlar aynı kaldığında, nakit bütçesinden bulunan finansman ihtiyacı ile proforma tabloların işaret ettiği ihtiyaç arasında tutarlılık beklenir. Bu tutarlılık sağlanmıyorsa satış, tahsilat, stok, gider, yatırım veya borç ödeme varsayımlarından biri yeniden gözden geçirilmelidir. Böylece finansal planlama, şirketin faaliyet planını nakit gerçekliğiyle buluşturan kontrol mekanizmasına dönüşür.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.3 · Sermaye Maliyeti

Sermaye Maliyeti ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

KISACA

Sermaye maliyeti, işletmenin borç ve özsermaye gibi finansman kaynaklarının ağırlıklı ortalama maliyetidir. Yatırım kararlarında bu oran, projenin sağlaması gereken asgari getiri oranı gibi çalışır; getirisi sermaye maliyetinin üzerinde olan yatırımlar değer yaratırken, altında kalan yatırımlar değer azaltır. Hesaplama tarihî maliyetlerden çok yeni yatırımın finansmanında kullanılacak marjinal kaynakların güncel maliyetleri önemlidir. Borç maliyeti kredi faizi veya tahvilin vadeye kadar getirisiyle ölçülür ve faiz vergi matrahından düşülebildiği için vergi sonrası maliyet dikkate alınır. Özsermaye maliyeti ise pay sahiplerinin talep ettiği getiri oranıdır; FVFM veya kâr payı değerlendirme modeliyle hesaplanabilir. AOSM, borç ve özsermaye maliyetlerini hedef sermaye yapısındaki piyasa değeri ağırlıklarıyla birleştirir.

Sermaye maliyeti, finansal yönetimin yatırım ve finansman kararlarını birbirine bağlayan temel kavramlarından biridir. İşletmeler faaliyetlerini borçla, özsermayeyle veya bu iki kaynağın bileşimiyle finanse eder. Bu kaynak bileşimi sermaye yapısını oluşturur; sermaye maliyeti ise bu yapıyı oluşturan kaynakların ağırlıklı ortalama maliyetidir. Bir yatırım projesinin kabul edilebilmesi için beklenen getirisinin, projeyi finanse eden kaynakların maliyetini aşması gerekir. Risk sabit kabul edildiğinde, sermaye maliyetinin üzerinde getiri sağlayan projeler şirket değerini artırır; altında kalan projeler ise değer azaltıcı etki doğurur.

Sermaye maliyeti yalnız sermaye bütçelemesi için kullanılmaz. Sermaye yapısı kararlarında, finansal performansın değerlendirilmesinde, şirket değerinin belirlenmesinde ve yatırım kârlılığı analizlerinde de temel ölçüdür. Şirketin mevcut varlıklarını geçmişte hangi maliyetle finanse ettiği cari veya tarihî sermaye maliyetini gösterebilir; fakat yeni yatırım kararında asıl önemli olan, kullanılacak son kaynağın işletmeye getireceği marjinal maliyettir. Piyasa faiz oranları, ihraç giderleri ve hedef kaynak bileşimi değişebileceği için tarihî maliyetler yeni projenin gerçek finansman maliyetini doğru yansıtmayabilir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken her kaynağın bireysel maliyeti ve toplam kaynaklar içindeki ağırlığı birlikte kullanılır. Ağırlıkların defter değerleri yerine piyasa değerleriyle belirlenmesi gerekir; çünkü yatırımcıların beklediği getiri ve finansman kaynaklarının güncel maliyeti piyasa değerleriyle ilişkilidir. Ayrıca cari sermaye yapısı yerine hedef veya optimal sermaye yapısının kullanılması daha uygundur. Hedef ağırlıklar, işletmenin gelecekte kaynak maliyetini azaltacağını düşündüğü borç ve özsermaye bileşimini temsil eder.

Borç maliyeti, işletmenin kullanacağı borca ödeyeceği faiz oranıdır. Kredi kullanımında bu maliyet çoğu zaman talep edilen faiz oranıyla belirgindir. Tahvil ihracında ise borcun maliyeti tahvilin ihraç fiyatına, kupon ödemelerine, nominal değere ve vadeye bağlı olarak vadeye kadar getiri yaklaşımıyla hesaplanır. Borç faizinin vergi matrahından düşülebilmesi nedeniyle borcun gerçek maliyetinde vergi

kalkanı etkisi bulunur. Bu nedenle AOSM hesaplamasında borcun vergi sonrası maliyeti kullanılır. Vergi oranı yükseldikçe, aynı vergi öncesi faiz oranının işletmeye efektif maliyeti azalır.

Özsermaye maliyeti, işletmeye özkaynak sağlayanların talep ettiği getiri oranıdır. Pay sahiplerine ödenen kâr payı borç faizi gibi vergiden düşülemeyi için özsermaye, borçtan farklı bir maliyet mantığına sahiptir. Özsermaye içsel biçimde dağıtılmayan kârlarla veya dışsal biçimde yeni pay ihracıyla sağlanabilir. Teorik olarak ikisinin fırsat maliyeti benzerdir; fakat dışsal özsermaye temininde ihraç giderleri nedeniyle maliyet farklılaşabilir. Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli, risksiz faiz oranı, beta ve piyasa risk primini kullanır. Kâr payı değerlendirme modeli ise beklenen kâr payı, hisse fiyatı ve büyüme oranı üzerinden özsermaye maliyetini tahmin eder.

AOSM, borç ve özsermaye maliyetlerini sermaye yapısındaki ağırlıklarıyla toplar. Bu oran, işletmenin yeni kaynak bileşimini aynı risk sınıfındaki projelerde hangi asgari getiriyle kullanması gerektiğini gösterir. Ancak AOSM mekanik bir ortalama değildir; kullanılan borç maliyetinin vergi sonrası olması, özsermaye maliyetinin yatırımcı beklentisini yansıtmaması ve ağırlıkların hedef piyasa değerlerine dayanması gerekir. Bu ayrıntılar ihmal edildiğinde sermaye maliyeti yanlış hesaplanır ve yatırım kararları şirket değerini artırmak yerine azaltabilir.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.4 · Sermaye Yapısı

Sermaye Yapısı, Kaldıraç ve Şirket Değeri

KISACA

Sermaye yapısı, işletmenin borç ve özsermaye kaynakları arasındaki bileşimi ifade eder. Borç genellikle özsermayeden daha düşük maliyetlidir; çünkü borç verenlerin alacak önceliği vardır ve faiz giderleri vergi avantajı sağlayabilir. Buna karşılık borç payı arttıkça finansal risk yükselir, ortakların talep ettiği getiri artar ve sermaye maliyeti üzerinde baskı oluşur. Geleneksel yaklaşım, borcun faydası ile risk maliyetinin dengelendiği noktada optimal sermaye yapısı bulunduğunu savunur. Modigliani-Miller yaklaşımı ise vergisiz mükemmel piyasalarda şirket değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu, vergi dikkate alındığında borcun vergi kalkını nedeniyle değeri artırabileceğini gösterir. Dengeleme ve finansman hiyerarşisi teorileri, gerçek hayatta finansal sıkıntı maliyeti, temsil sorunu ve bilgi asimetrisini hesaba katar.

Sermaye yapısı, işletme kaynakları içinde borç ve özsermayenin göreceli payını anlatır. Bir yatırımın hangi kaynakla finanse edileceği yalnız nakit bulma meselesi değildir; kaynak tercihi sermaye maliyetini, yatırım projelerinin net bugünkü değerini ve sonuçta şirket değerini etkiler. Uygun kaynak bileşimi sermaye maliyetini düşürerek daha fazla projenin kabul edilebilir hâle gelmesini sağlayabilir. Yanlış bileşim ise kaynak maliyetini yükseltir ve değer yaratabilecek yatırımların reddedilmesine yol açabilir.

Borç ve özsermaye arasındaki temel fark risk ve öncelik ilişkisinden doğar. Borç verenlerin faiz ve anapara alacağı sözleşmeyle belirlenir, şirket gelirleri ve varlıkları üzerinde ortaklara göre öncelikleri vardır. Bu nedenle borç verenlerin talep ettiği getiri çoğu durumda daha düşüktür. Ayrıca faiz giderlerinin vergi matrahından düşülebilmesi borcun vergi sonrası maliyetini azaltır. Özsermaye ise daha risklidir; ortakların temettü ve sermaye kazancı beklentileri kesin değildir ve şirket başarısızlığında alacaklılardan sonra gelirler. Bu yüzden özsermaye maliyeti borç maliyetinden yüksek olur.

Borcun ucuz olması, sınırsız borç kullanımının her zaman değer artıracak anlamına gelmez. Sermaye yapısında borcun payı yükseldikçe finansal risk artar. Finansal risk, işletmenin borç kullanmasından kaynaklanan ve net kâr ile hisse başına kâr değişkenliğini büyüten risktir. Faaliyet riski ise işletmenin ürün talebi, fiyat, girdi maliyeti, rekabet ve sabit faaliyet giderleri gibi faaliyet yapısından doğan kâr oynaklığıdır. Faaliyet riski iş koluyla yakından bağlantılıdır; finansal risk ise kaynak bileşimindeki borç payıyla değişir. Borç arttıkça faiz yükü sabitleşir, net kârın faaliyet kârındaki dalgalanmalara duyarlılığı artar ve ortaklar daha yüksek getiri talep eder.

Geleneksel sermaye yapısı yaklaşımı, şirket için optimal bir borç-özsermaye bileşimi bulunduğunu kabul eder. Bu görüşe göre makul düzeyde borç kullanımı, düşük maliyetli kaynağın ağırlığını artırdığı için ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini azaltır ve şirket değerini yükseltir. Ancak borç oranı belirli bir düzeyi aştığında finansal riskin büyümesi özsermaye maliyetini hızla yükseltir. Bu noktadan sonra borçtan sağlanan maliyet avantajı, artan özsermaye maliyetiyle ve risk etkisiyle ortadan kalkar. Optimal sermaye yapısı, kaynak maliyetinin en düşük ve şirket değerinin en yüksek olduğu dengedir.

Modigliani-Miller yaklaşımı, mükemmel işleyen ve vergisiz finansal piyasalarda farklı bir sonuç verir. İşlem maliyetinin, verginin, iflas riskinin ve bilgi eşitsizliğinin bulunmadığı varsayımında şirket değeri sermaye yapısından bağımsızdır. Şirketin değerini belirleyen unsur varlıklarının yarattığı nakit akışlarının büyüklüğü ve riskidir; borç-özsermaye bileşimi bu değer alacaklılar ve ortaklar arasında nasıl paylaşılacağını etkiler. Vergisiz modelde borç payı arttıkça özsermaye maliyeti de finansal risk primi nedeniyle artar ve düşük maliyetli borcun sağlayacağı avantajı dengeler. Bu nedenle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti değişmez.

Kurumlar vergisi dikkate alındığında borcun sonucu değişir. Faiz giderleri vergi matrahından düşülebildiği için borç, vergi tasarrufu yaratır. Bu vergi kalkanı, kaldıraç kullanan şirketin değerini kaldıraçsız şirket değerine göre artırır. Teorik olarak yalnız kurumlar vergisi dikkate alındığında borç payı arttıkça ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti azalır ve şirket değeri yükselir. Fakat gerçek piyasalarda şirketlerin tamamen borçla finanse edilmemesi, modelin dışındaki maliyetlerin önemli olduğunu gösterir.

Dengeleme teorisi, borcun vergi avantajı ile borçlanmanın maliyetlerini birlikte ele alır. Finansal sıkıntı ve iflas ihtimali arttıkça doğrudan dava, tasfiye ve danışmanlık giderleri ortaya çıkabilir; müşteri kaybı, tedarikçi baskısı, çalışanların ayrılması ve yatırım fırsatlarının kaçırılması gibi dolaylı maliyetler de şirket değerini azaltır. Ayrıca temsil maliyetleri ortaya çıkar: yöneticiler ile ortaklar arasında, ortaklar ile borç verenler arasında çıkar çatışmaları yaşanabilir. Finansman hiyerarşisi yaklaşımı ise bilgi asimetrisi nedeniyle işletmelerin önce iç kaynakları, sonra borcu, en son yeni pay ihracını tercih etme eğiliminde olduğunu açıklar. Bu çerçevede sermaye yapısı kararı, yalnız en ucuz kaynağı seçmek değil; vergi avantajı, finansal sıkıntı maliyeti, temsil sorunu, bilgi asimetrisi ve yatırım esnekliği arasında değer artırıcı dengeyi kurmaktır.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.5 · İşletme Sermayesi Yönetimi

İşletme Sermayesi Yönetimi ve Kısa Vadeli Finansal Denge

KISACA

İşletme sermayesi yönetimi, dönen varlıkların ve kısa vadeli borçların şirketin likidite, risk ve kârlılık hedefleriyle uyumlu yönetilmesidir. Dönen varlıklara fazla yatırım yapmak likiditeyi güçlendirir fakat kârlılığı düşürebilir; düşük yatırım ise kârlılığı artırma potansiyeli taşıırken ödeme güçlüğü riskini yükseltir. İhtiyatlı, dengeli ve atak politikalar bu tercihleri farklı oranlarda yansıtır. Yönetim, nakit bulundurma nedenlerini, menkul kıymet seçim ölçütlerini, alacakların kredi ve tahsilat koşullarını, stokların sipariş ve güvenlik düzeylerini birlikte değerlendirir. Ortalama tahsilat süresi, stok devir hızı, borç ödeme süresi ve işletme sermayesi devir hızı gibi göstergeler, kısa vadeli finansal yapının verimliliğini ölçmeye yardımcı olur.

İşletme sermayesi yönetimi, işletmenin günlük faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli dönen varlıkların ve kısa vadeli yükümlülüklerin planlanmasıdır. Nakit, menkul kıymet, alacak ve stok gibi dönen varlık kalemleri üretim, satış ve tahsilat döngüsünün sürekliliğini sağlar. Bu kalemlere ayrılan tutar arttıkça şirketin ödeme gücü ve faaliyet güvenliği yükselir; ancak kaynakların daha az getirili varlıklarda tutulması kârlılığı sınırlayabilir. Bu nedenle işletme sermayesi yönetiminin özü, likidite ile kârlılık arasında dengeli bir ilişki kurmaktır.

İşletme sermayesi düzeyi üretim ve satış hacmiyle bağlantılıdır, fakat çoğu durumda bu ilişki bire bir doğrusal değildir. Faaliyet hacmi arttıkça dönen varlık ihtiyacı da artar; ölçek, stok yönetimi ve tahsilat yapısı nedeniyle artış hızı farklılaşabilir. İhtiyatlı politika, her faaliyet düzeyinde daha yüksek dönen varlık bulundurur. Bu yaklaşım likidite riskini azaltır, fakat fazla fonun dönen varlıklarda bağlanması kârlılığı düşürebilir. Atak politika daha düşük dönen varlık düzeyiyle çalışır; kaynak kullanımını daha verimli gösterebilir, ancak nakit sıkışıklığı, stok yetersizliği veya tahsilat aksaması riskini artırır. Dengeli politika bu iki uç arasında, faaliyet ihtiyacına uygun bir dönen varlık seviyesi hedefler.

Kısa vadeli finansman politikası da işletme sermayesi yönetiminin parçasıdır. Dönen varlıkların kısa vadeli borçlarla finanse edilmesi maliyet avantajı sağlayabilir; fakat vade yenileme ve faiz oranı riski yaratır. Uzun vadeli kaynak kullanımı daha güvenli olabilir, ancak genellikle daha maliyetlidir. Enflasyonist dönemlerde stok yenileme maliyetleri, alacakların reel değeri ve nakit tutmanın maliyeti daha dikkatli izlenmelidir. Satışların vadeli yapılması, tahsilat süresinin uzaması ve stokların yüksek değerlerden yenilenmesi işletme sermayesi ihtiyacını artırabilir.

İşletme sermayesinin etkinliği çeşitli devir ve süre göstergeleriyle izlenir. Ortalama tahsilat süresi, kredili satışlardan doğan alacakların ne kadar zamanda nakde döndüğünü gösterir. Stok devir hızı, stokların satışa ve üretime ne kadar hızlı dönüştüğünü ölçer. Ticari borçların ödeme süresi, tedarikçilere yapılan ödemelerin ortalama zamanını yansıtır. İşletme sermayesi devir hızı ise satışların net işletme sermayesine oranıyla faaliyet hacmine göre kaynak kullanımının verimliliğini gösterir. Bu

göstergeler tek başına yorumlanmamalı; sektör yapısı, kredi koşulları ve şirketin büyüme hedefiyle birlikte değerlendirilmelidir.

Nakit yönetimi, işletme sermayesinin en hassas alanlarından biridir. İşletmeler işlem amacıyla günlük ödemelerini karşılamak, ihtiyat amacıyla beklenmeyen nakit ihtiyaçlarına hazırlıklı olmak ve spekülasyon amaçla uygun fırsatları değerlendirebilmek için nakit bulundurur. Aşırı nakit elde tutmak getiri kaybına yol açarken, yetersiz nakit ödeme gücünü doğurur. Bu nedenle kullanılmayan nakdin kısa vadeli menkul kıymetlerde değerlendirilmesi mümkündür. Bu araçların seçiminde likidite, düşük risk, kısa vade ve kolay paraya çevrilebilirlik belirleyici ölçütlerdir.

Alacak yönetimi, satışları artırma hedefi ile tahsilat riskini dengeleme işidir. Kredi standartları, kredi süresi, nakit iskonto koşulları ve tahsilat politikası alacak düzeyini doğrudan etkiler. Daha gevşek kredi politikası satışları artırabilir; fakat şüpheli alacak, finansman maliyeti ve tahsilat giderini de büyütebilir. Bu nedenle kredi politikasındaki değişiklikler marjinal fayda ve marjinal maliyet karşılaştırmasıyla değerlendirilir. Satış artışından sağlanan ek katkı, alacaklara bağlanan fonun maliyeti ve tahsil edilememe riskinden yüksekse politika değer yaratıcı olabilir.

Stok yönetimi ise üretim ve satış sürekliliğini korurken stok maliyetlerini sınırlamayı amaçlar. Hammadde, yarı mamul ve mamul stokları farklı faaliyet risklerine karşı tampon işlevi görür. Stok yetersizliği üretim durması veya satış kaybı yaratabilir; aşırı stok ise depolama, bozulma, sigorta ve finansman maliyetlerini artırır. Ekonomik sipariş miktarı yaklaşımı sipariş verme maliyeti ile stok bulundurma maliyeti arasındaki dengeyi arar. Yeniden sipariş noktası, teslim süresi ve beklenen kullanım miktarı dikkate alınarak belirlenir. Güvenlik stoku ise talep ve tedarik belirsizliğine karşı koruma sağlar. Böylece işletme sermayesi yönetimi, yalnız kısa vadeli ödeme gücünü değil, faaliyetlerin kesintisiz ve kârlı sürdürülmesini de hedefler.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.6 · Yatırım Projelerinin Değerlemesi

Yatırım Projelerinde Nakit Akışı ve Değerleme Yöntemleri

KISACA

Yatırım projelerinin değerlendirilmesi, uzun vadeli kaynak bağlayan kararların şirket değerine katkısını ölçer. Analizde muhasebe kârından çok projenin yaratacağı vergi sonrası ek nakit akışları kullanılır. İlk yatırım tutarı, işletme sermayesi ihtiyacı, proje ömrü, hurda değeri, fırsat maliyeti ve projeye bağlı genel gider değişimleri hesaba katılır; batık maliyetler ve finansman faizi proje nakit akışına eklenmez. Ortalama kârlılık oranı ve geri ödeme süresi basit ölçülerdir fakat paranın zaman değeri ve toplam nakit katkısı açısından sınırlıdır. İskonto edilmiş geri ödeme süresi, net bugünkü değer, iç verim oranı ve kârlılık endeksi sermaye maliyetini dikkate alır. NBD pozitifse proje değer yaratır; İVO sermaye maliyetini aşıyorsa kabul sinyali verir.

Yatırım projelerinin değerlendirilmesi, işletmenin uzun vadeli varlıklara kaynak bağlama kararlarını sistemli biçimde analiz eder. Sermaye bütçelemesi olarak da adlandırılan bu süreç, bir yatırımın şirket değerini artırıp artırmayacağını belirlemeyi amaçlar. Yeni tesis kurulması, makine alınması, kapasite artırımı, maliyet azaltıcı modernizasyon veya mevcut varlığın yenilenmesi gibi kararlar genellikle yüksek tutarlı ve uzun etkili olduğu için hatalı seçimler şirketin finansal yapısını uzun süre etkileyebilir.

Değerleme sürecinin merkezinde nakit akışları vardır. Muhasebe kârı tahakkuk esasına göre ölçüldüğü için yatırım projesinin gerçek para giriş ve çıkışlarını tam yansıtmayabilir. Bu nedenle analizde vergi sonrası, projeye özgü ve ek nitelikteki nakit akışları kullanılır. Proje yapılmassa da katlanılacak giderler karar açısından belirleyici değildir; yalnız proje nedeniyle ortaya çıkan fark dikkate alınır. Batık maliyetler geçmişte yapılmış ve geri alınamayacak harcamalar olduğu için projeye kabul veya ret kararında hesaba katılmaz. Buna karşılık bir varlığın projede kullanılması, o varlığın başka bir yerde kullanılma veya satılma fırsatını ortadan kaldırıyorsa fırsat maliyeti olarak dikkate alınır.

İlk yatırım tutarı, projenin başlangıcında yapılacak duran varlık harcamalarıyla sınırlı değildir. Montaj, taşıma, eğitim, izin, devreye alma ve proje için gerekli işletme sermayesi ihtiyacı da nakit çıkışı yaratabilir. Stokların artması, alacakların büyümesi veya nakit ihtiyacının yükselmesi proje başında fon bağlar. Proje ömrünün sonunda stokların eritilmesi ve alacakların tahsil edilmesi gibi nedenlerle işletme sermayesi geri kazanılabilir. Hurda değeri ise proje sonunda varlıkların satılmasından sağlanabilecek nakit girişini ifade eder. Projenin genel giderlerde yarattığı gerçek artışlar da nakit akışına eklenir. Faiz giderleri ise proje nakit akışlarına konulmaz; çünkü finansman maliyeti iskonto oranı olan sermaye maliyetinin içinde dikkate alınır.

Yatırım kararında temel rasyonel tercih, daha fazla, daha erken ve daha düşük riskli nakit akışlarını seçmektir. Bu nedenle yöntemlerin önemli bir kısmı paranın zaman değerini ve sermaye maliyetini kullanır. Ortalama kârlılık oranı, amortisman ve vergi sonrası ortalama net kâr yatırım tutarıyla ilişkilendirir. Hesaplaması kolaydır, ancak nakit akışı yerine kârı kullandığı ve paranın zaman değerini

dikkate almadığı için sınırlıdır. Geri ödeme süresi yöntemi, ilk yatırım tutarının kaç yılda geri kazanıldığını ölçer. Basit ve likidite odaklıdır; fakat geri ödeme süresinden sonraki nakit akışlarını, nakitlerin zamanlamasını ve toplam değer katkısını ihmal eder.

İskonto edilmiş geri ödeme süresi, geri ödeme yaklaşımını paranın zaman değeriyle düzeltir. Projenin sağlayacağı yıllık nakit akışları sermaye maliyetiyle bugüne indirgenir ve ilk yatırım tutarını karşılama süresi bu bugünkü değerler üzerinden hesaplanır. Bu yöntem basit geri ödeme süresinden daha anlamlıdır; ancak yine de geri ödeme noktasından sonraki değer katkısını tam ölçmeyebilir.

Net bugünkü değer yöntemi, yatırımın sağlayacağı nakit girişlerinin sermaye maliyetiyle bugüne indirgenmiş toplamı ile ilk yatırım tutarı arasındaki farkı hesaplar. NBD pozitifse proje, yatırımcıların talep ettiği getirinin üzerinde değer yaratır ve kabul edilebilir. NBD negatifse proje sermaye maliyetini karşılayamıyor demektir. Birden fazla bağımsız proje varsa pozitif NBD'li projeler değer artırır; alternatif projeler arasında ise daha yüksek NBD daha güçlü değer katkısını gösterir.

İç verim oranı, projenin net bugünkü değerini sıfıra eşitleyen iskonto oranıdır. Projenin İVO'su sermaye maliyetinden yüksekse proje kabul edilebilir; çünkü proje kendi iç getirisiyle kaynak maliyetini aşmaktadır. İVO çoğu zaman deneme-yanılma ve interpolasyonla hesaplanır. NBD ve İVO aynı projenin kabul veya reddinde genellikle aynı yönü gösterir: NBD pozitifse İVO sermaye maliyetinden yüksektir, NBD negatifse İVO sermaye maliyetinin altındadır. Kârlılık endeksi ise iskonto edilmiş nakit girişlerinin ilk yatırım tutarına oranıdır. Endeksin 1'in üzerinde olması projenin bugünkü değerinin yatırım tutarını aştığını gösterir. Bu yöntemler birlikte kullanıldığında yatırım projesinin likidite etkisi, zaman değeri ve şirket değerine katkısı daha sağlıklı değerlendirilir.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.7 · Birleşme ve Devir

Birleşme, Satın Alma ve Devir İşlemlerinde Değer Yaratma

KISACA

Birleşme ve devir işlemleri, şirketlerin ekonomik ve hukuki bütünleşme, satın alma veya yeniden yapılanma yoluyla değer yaratma arayışlarını kapsar. Birleşmede şirketler yeni bir yapı içinde bütünleşebilir; satın almada ise devralan şirket tüzel kişiliğini koruyarak hedef şirketin varlık ve kaynaklarını devralır. İşlemlerin temel gerekçesi sinerjidir: ölçek ekonomisi, verimlilik artışı, pazar gücü, teknoloji paylaşımı, vergi avantajı veya daha düşük finansman maliyeti beklenir. Yatay birleşme aynı sektördeki rakipler arasında, dikey birleşme üretim zincirinin farklı halkaları arasında, entegre birleşme ise farklı faaliyet alanları arasında gerçekleşir. Başarılı bir işlem için hedef seçimi, değerlendirme, ödeme biçimi, birleşme oranı, pay değişim oranı ve birleşme sonrası uyum dikkatle değerlendirilmelidir.

Birleşme ve devir işlemleri, şirketlerin büyüme, rekabet gücünü artırma ve kaynaklarını daha etkin kullanma amaçlarıyla başvurduğu stratejik finansal kararlardır. Küreselleşme, teknolojik değişim ve artan rekabet, şirketleri yalnız organik büyümeyle sınırlı kalmadan satın alma, birleşme, stratejik iş ortaklığı, bölünme veya faaliyetlerini yeniden yapılandırma gibi yollara yöneltir. Bu işlemler yalnız hukuki şekil değişikliği değildir; şirket değerinin, nakit akışlarının, riskin, pazar konumunun ve finansman maliyetinin yeniden değerlendirilmesini gerektirir.

Birleşme, hukuken bağımsız iki veya daha fazla şirketin ekonomik ve hukuki yönden bütünleşmesini ifade eder. Birleşmede taraf şirketler eski tüzel kişiliklerini kaybederek yeni bir yapının parçası hâline gelebilir. Satın almada ise satın alan şirket unvanını ve tüzel kişiliğini korur; satın alınan şirketin varlık ve kaynaklarını devralır ve hedef şirketin hukuki varlığı sona erebilir. Bu ayrım, işlemin ödeme biçimini, ortaklık yapısını, yönetim kontrolünü ve pay sahiplerinin yeni yapıdaki konumunu etkiler.

Birleşme ve satın almaların temel motivasyonu sinerji beklentisidir. Sinerji, iki şirketin birlikte tek başlarına yaratabileceklerinden daha fazla değer üretmesi anlamına gelir. Ölçek ekonomisi sayesinde birim maliyetler düşebilir, gereksiz bölüm ve giderler azaltılabilir, müşteri ağı genişleyebilir, teknoloji ve uzmanlık paylaşılabılır. Büyük ve daha dengeli bir yapı borç verenler açısından daha düşük riskli görülebilir ve finansman maliyeti azalabilir. Vergi avantajları, pazarlama gücü, üretim etkinliği ve talep dalgalanmalarının dengelenmesi de sinerji kaynakları arasında yer alır.

Birleşme türleri, işlemin ekonomik mantığını anlamaya yardım eder. Yatay birleşme, aynı sektörde faaliyet gösteren rakip şirketler arasında gerçekleşir ve çoğu zaman pazar payı, performans artışı ve maliyet tasarrufu hedefler. Dikey birleşme, üretim veya dağıtım zincirinin farklı aşamalarındaki şirketlerin bütünleşmesidir; tedarik güvenliği, dağıtım kontrolü veya işlem maliyetlerini azaltma amacı taşıyabilir. Entegre birleşme, farklı sektör veya faaliyet alanlarındaki şirketleri bir araya getirir. Bu tür işlemler çeşitlendirme ve iç fon transferi beklentisiyle yapılabilir; fakat uyum sorunu ve düşük verimlilik alanlara kaynak aktarımı riski taşır.

Birleşme ve satın alma süreci hedef şirketin belirlenmesiyle başlar. Hedefin büyüme hızı, gelecekteki gelirleri, kâr payı politikası, piyasa fiyatı, fiyat kazanç oranı, defter değeri, tasfiye değeri ve işleyen teşebbüs değeri analiz edilir. Halka açık şirketlerde piyasa fiyatı önemli bir göstergedir, fakat piyasa koşulları gerçek değer üzerinde veya altında fiyat oluşturabilir. Defter değeri geçmiş maliyetleri yansıtır ve tek başına yeterli olmayabilir. Tasfiye değeri varlıkların satılıp borçların ödenmesinden sonra kalan değeri gösterir, ancak işletmenin kazanç gücünü ihmal eder. İşleyen teşebbüs değeri ise gelecekte yaratılacak nakit akışlarının riskle uyumlu iskonto oranıyla bugüne indirgenmesine dayanır.

Ödeme biçimi de tarafların kazancını etkiler. Nakit ödeme işlemi hızlı ve kesin hâle getirebilir; hisse senediyle ödeme ise özellikle likidite koşullarının zorlaştığı dönemlerde veya büyüme potansiyeli yüksek şirketlerde tercih edilebilir. Satın alan şirketin hedef şirket pay sahiplerine ödediği bedel, hedef şirketin işlem öncesi değerinin üzerinde olabilir; bu fark primdir. Beklenen sinerji değeri, ödenen primden yüksekse satın alan taraf açısından değer yaratma olasılığı güçlenir. Hisse senediyle ödeme yapıldığında yeni şirketteki ortaklık payları ve sinerjinin taraflar arasında nasıl paylaşılacağı ayrıca önem kazanır.

Birleşme oranı ve pay değişim oranı, birleşme sonrası sahiplik yapısını belirleyen teknik unsurlardır. Birleşme oranı, devralan ve devrolan şirketlerin birleşmeye esas değerlerinin toplam içindeki payını gösterir. Pay değişim oranı ise devrolan şirket pay sahiplerinin kaç adet yeni şirket payı alacağını belirler. Bu oranlar sermaye artırım tutarını, ortaklık yüzdelerini ve birleşme sonrası kontrol dengesini doğrudan etkiler. Yanlış belirlenen oranlar, ekonomik katkı ile sahiplik hakkı arasında dengesizlik yaratabilir.

Birleşme ve satın alma sonrasında beklenen avantajların gerçekleşmesi garanti değildir. Ölçek ekonomisi, pazar gücü, çeşitlendirme, daha düşük finansman maliyeti ve verimlilik artışı olumlu sonuçlar yaratabilir. Buna karşılık yönetim kontrolünün paylaşılması, kültür çatışması, operasyonel uyumsuzluk, çıkar çatışmaları, fazla yükümlülük üstlenilmesi veya beklenen sinerjinin yaratılamaması değer kaybına neden olabilir. Bu nedenle birleşme ve devir kararında yalnız büyüklük değil, işlem bedeli, entegrasyon riski, finansman biçimi ve birleşme sonrası nakit akışı birlikte değerlendirilmelidir.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.8 - Finansal Analiz

Finansal Analiz, Oranlar ve Nakit Akım Okuması

KISACA

Finansal analiz, finansal tabloları işletmenin likidite, borçluluk, faaliyet etkinliği, kârlılık, büyüme ve piyasa değeri açısından yorumlama sürecidir. Çok sayıda oran hesaplanabilir; önemli olan karar için anlamlı ilişkileri seçmek ve sonuçları sektör, dönem ve trendle birlikte değerlendirmektir. Likidite oranları kısa vadeli ödeme gücünü, finansal yapı oranları borç kullanımının riskini, faaliyet oranları varlıkların satışa ve nakde dönüşme hızını, kârlılık oranları satış ve varlıkların getiri üretme kapasitesini gösterir. Dikey analiz tek yıl içindeki kalem ağırlıklarını, yatay analiz zaman içindeki değişimleri izler. Nakit akım analizi, tahakkuk esaslı tabloları nakit yaratma gücü açısından tamamlar ve finansal tablo makyajlarına karşı dikkat gerektirir.

Finansal analiz, işletmenin finansal tablolarından hareketle ödeme gücünü, kaynak yapısını, faaliyet verimliliğini, kârlılığını, büyümesini ve piyasa tarafından nasıl değerlendirildiğini anlamaya çalışır. Bilanço, gelir tablosu ve nakit akım tablosu analizin temel veri kaynaklarıdır. Finansal tablolardan çok sayıda oran üretmek mümkündür; ancak analizin amacı mümkün olduğunca fazla oran hesaplamak değil, karar için anlamlı ilişkileri yorumlamaktır. Oranlar tek başına kesin hüküm vermez; sektör özellikleri, şirketin geçmiş trendi, ekonomik koşullar ve benzer şirketlerle karşılaştırma birlikte dikkate alınmalıdır.

Likidite oranları, şirketin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ölçer. Cari oran, dönen varlıkların kısa vadeli borçlara oranıdır ve net işletme sermayesiyle yakından ilişkilidir. Oranın birin altında olması dönen varlıkların kısa vadeli yükümlülükleri karşılamada yetersiz kalabileceğini gösterir. Buna karşılık çok yüksek cari oran da her zaman olumlu değildir; alacak tahsilatının yavaşladığını, stokların gereğinden fazla biriktiğini veya dönen varlıklara verimsiz kaynak bağlandığını gösterebilir. Asit test oranı, stokları dönen varlıklardan çıkararak daha tutucu bir ödeme gücü ölçüsü sunar. Nakit oran ise kasa, banka ve menkul kıymet gibi en likit varlıkların kısa vadeli borçları karşılama kapasitesini gösterir.

Finansal yapı oranları, şirket varlıklarının ne ölçüde borçla finanse edildiğini ve borcun yarattığı riski inceler. Toplam borçların varlıklara oranı arttıkça kredi verenler açısından güvenlik marjı daralır ve iflas riski yükselebilir. Toplam borçların özsermayeye oranı, her birim özsermayeye karşılık ne kadar borç kullanıldığını gösterir. Özsermayenin varlıklara oranı yükseldikçe şirketin finansal dayanıklılığı güçlenir. Toplam borç içinde kısa vadeli borcun veya finansal borcun payının artması, özellikle kâr ve nakit akışı istikrarsız şirketlerde riski büyütür. Faiz karşılama oranı ise faaliyet kârının finansman giderlerini karşılama gücünü ölçer; nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman gibi kalemler yorumda ayrıca dikkate alınabilir.

Faaliyet oranları, varlıkların satış ve nakit yaratma sürecinde ne kadar etkin kullanıldığını gösterir. Alacak devir hızı ve ortalama tahsil süresi, kredili satışlardan doğan alacakların tahsil performansını ölçer. Tahsil süresinin uzaması satış politikasındaki gevşemeyi, müşteri kalitesindeki bozulmayı veya tahsilat sorunlarını gösterebilir. Stok devir hızı ve stok elde kalış süresi, stokların satışa dönüşme hızını izler.

Ticari borç ödeme süresi tedarikçilere ödeme zamanlamasını, faaliyet döngüsü ise stokta bekleme ve alacak tahsil süreciyle birlikte nakde dönüş süresini anlatır. Sabit varlık ve toplam varlık devir hızları, varlık tabanının satış üretme kapasitesini değerlendirir.

Kârlılık oranları, satışların ve varlıkların ne kadar kazanç ürettiğini gösterir. Brüt kâr marjı, faaliyet kâr marjı ve net kâr marjı gelir tablosunun farklı kademelerinde kâr yaratma gücünü ölçer. Aktif kârlılığı, toplam varlıkların kâr üretme etkinliğini; özsermaye kârlılığı ise ortakların koyduğu sermayenin getirisini gösterir. Borç kullanımı özsermaye kârlılığını artırabilir, fakat bu etkinin sürdürülebilir olması varlık kârlılığının borç maliyetinden yüksek olmasına ve nakit akışının finansman yükünü karşılayabilmesine bağlıdır. Büyüme oranları satış, kâr, varlık ve özsermaye gelişimini zaman içinde izler.

Piyasa değeri oranları, özellikle halka açık şirketlerde yatırımcıların şirketi nasıl fiyatladığını anlamaya yardım eder. Hisse senedinin piyasa fiyatı, toplam pay sayısı ile birlikte özsermayenin piyasa değerini verir. Fiyat kazanç oranı, yatırımcının bir birim kâr için kaç birim fiyat ödediğini gösterir; şirket riski, büyüme beklentisi, sektör yapısı ve piyasa koşullarıyla değişir. Temettü verimi, hisse fiyatına göre dağıtılan kâr payını ölçer. Piyasa değeri defter değeri oranı ise şirketin muhasebe özsermayesine göre piyasa tarafından kaç kat değerlendirildiğini gösterir.

Dikey analiz, bilanço kalemlerini toplam varlıklara, gelir tablosu kalemlerini net satışlara oranlayarak tek dönem içindeki ağırlıkları gösterir. Yatay analiz, finansal tablo kalemlerinin belirli bir baz yıla göre zaman içindeki artış ve azalışlarını inceler. Nakit akım analizi ise tahakkuk esaslı kârın ötesine geçerek faaliyetlerin gerçekten nakit yaratıp yaratmadığını ortaya koyar. Faaliyetlerden yaratılan nakit, finansal yükümlülüklerin ödenmesi ve yatırımların finanse edilmesi açısından temel göstergedir. Denetimden geçmemiş veya makyajlanmış finansal tablolar oranları yanıltabilir; finansal giderlerin aktifleştirilmesi, amortisman ayrılmaması, finansal borçların gizlenmesi veya grup içi gerçek dışı borç-alacak ilişkileri analizin güvenilirliğini bozabilir.

7. FİNANSAL YÖNETİM VE MALİ ANALİZ

İçindekiler

7.9 · Leasing, Faktöring ve Forfaiting

Leasing, Faktöring ve Forfaiting ile Alternatif Finansman

KISACA

Leasing, faktoring ve forfaiting işletmelerin klasik borç ve özkaynak finansmanı dışında kullanabildiği alternatif finansman teknikleridir. Leasing, bir varlığın mülkiyeti kiralayanda kalırken kullanım hakkının belirli süre ve bedelle kiracıya devredilmesidir; özellikle orta ve uzun vadeli yatırım finansmanında kullanılır. Faktoring, vadeli satışlardan doğan kısa vadeli alacakların faktoring şirketine devredilmesiyle finansman, tahsilat hizmeti ve bazı türlerde garanti sağlar. Forfaiting ise vadeli ihracat alacaklarının rücu hakkı olmaksızın forfaiter tarafından iskonto edilerek satın alınmasıdır. Leasing daha çok yatırım mali kullanımı, faktoring kısa vadeli ticari alacakların nakde çevrilmesini, forfaiting ise orta ve uzun vadeli ihracat alacaklarının risk devriyle finanse edilmesini hedefler.

Leasing, faktoring ve forfaiting, işletmelerin yatırım ve işletme sermayesi ihtiyaçlarını klasik banka kredisi veya özkaynak artışı dışında karşılayabilmesini sağlayan finansman teknikleridir. Yatırım mallarının yüksek maliyeti, kaynakların sınırlı olması, vadeli satışların nakit dönüş süresi ve dış ticarete tahsilat riski bu yöntemlerin önemini artırır. Her üç yöntemde de temel amaç nakit akışını düzenlemek ve finansman esnekliği sağlamaktır; ancak kullanılan varlık, taraflar, vade ve risk devri bakımından birbirlerinden ayrılırlar.

Leasing, bir varlığın kullanım hakkının belirli süre ve bedel karşılığında kiracıya devredildiği sözleşmedir. Kiralayan varlığın sahibidir; kiracı varlığı kullanır ve sözleşmede belirlenen kira ödemelerini yapar. İşletmeler için çoğu zaman önemli olan varlığın mülkiyetinden çok kullanım hakkıdır. Leasing bu nedenle işletmeye büyük başlangıç sermayesi bağlamadan makine, taşıt, ekipman, gayrimenkul veya benzer yatırım mallarından yararlanma olanağı sağlar. Taksitli satın almadan farklı olarak leasingde varlığın mülkiyeti sözleşme süresince kiralayanda kalır; kiracı ödemeleri gider olarak kaydeder ve varlık kiracının bilançosunda klasik satın alma gibi görünmeyebilir.

Leasing süreci genellikle kiracının ihtiyaç duyduğu yatırım malını seçmesi, kiralama şirketine başvurusu, sözleşmenin imzalanması, kiralayanın varlığı satın alması, varlığın kiracıya teslim edilmesi ve kira ödemelerinin yapılmasıyla işler. Taraflar kiralayan, kiracı, satıcı ve leasinge konu varlıktan oluşur. Leasing ödemeleri varlığın değeri, sözleşme süresi, faiz oranı, kiracının kredibilitesi, vade sonundaki beklenen değer ve kiracıya tanınan satın alma veya iade seçeneklerine göre belirlenir. Vade sonunda kiracı varlığı satın alabilir, iade edebilir, sözleşmeyi daha düşük bedelle yenileyebilir veya bazı sözleşmelerde satış kârından pay alabilir.

Leasing türleri sözleşmenin risk ve mülkiyet yapısına göre değişir. Finansal kiralama, varlığın ekonomik kullanımının büyük bölümünü kiracıya bırakan ve çoğu durumda vade sonunda mülkiyet devrine veya düşük bedelle satın alma hakkına imkân veren finansman yöntemidir. Faaliyet kiralaması daha kısa sürelidir; varlığın ekonomik ömrünün tamamını kapsamaz ve bakım-onarım yükümlülükleri çoğu zaman kiralayanda kalabilir. Kaldıraçlı leasing büyük yatırım tutarlarında borç ve özkaynak bileşimiyle

uygulanır. Satıp geri kiralama, işletmenin sahip olduğu varlığı leasing kuruluşuna satıp aynı varlığı kullanmaya devam etmesiyle nakit yaratır. Açık uçlu ve kapalı uçlu leasing, vade sonu değer riskinin kiracı mı kiralayanda mı kaldığına göre ayrılır. Leasing kiracı açısından uzun vadeli finansman, teminat esnekliği, ödeme planı uyumu ve likidite korunması sağlayabilir; kiralayan açısından ise mülkiyetin kendisinde kalması riski azaltır ve düzenli kira geliri yaratır.

Faktoring, vadeli mal veya hizmet satışlarından doğan kısa vadeli alacakların faktoring şirketine devredilmesiyle sağlanan finansman yöntemidir. Satıcı, alacağını faktoring şirketine temlik eder; faktoring şirketi alacak tutarının önemli bir bölümünü vadeden önce öder, tahsilat sürecini yürütür ve sözleşme türüne bağlı olarak borçlunun ödememe riskini üstlenebilir. Faktoring işleminde müşteri alacağını devreden satıcı, borçlu vadeli mal veya hizmet alan taraf, faktoring şirketi ise hizmeti sağlayan finansal kuruluştur.

Faktoringin üç temel fonksiyonu vardır. Finansman fonksiyonu, satıcının alacağının büyük bölümünü vadeyi beklemeden nakde çevirmesidir. Hizmet fonksiyonu, alacak kayıtlarının izlenmesi, tahsilatın yürütülmesi, kredi istihbaratı ve müşteri hesaplarının yönetilmesini kapsar. Teminat fonksiyonu ise faktoring şirketinin borçlunun ödeyememe riskini üstlenmesiyle satıcının ticari riskten korunmasını ifade eder. Gerçek faktoringde bu fonksiyonların tamamı bulunabilir; gerçek olmayan faktoringde ödeme riski satıcıda kalabilir. Açık faktoringde alacağın devri borçluya bildirilir; örtülü faktoringde bildirim yapılmaz. Ulusal faktoring yurtiçi taraflarla, uluslararası faktoring ise ihracat-ithalat işlemleriyle bağlantılıdır.

Forfaiting, vadeli ihracattan doğan ve belirli ödeme planına bağlanmış alacakların rücu hakkı olmaksızın bir banka veya uzman finans kuruluşu tarafından satın alınmasıdır. Forfaiter alacağı iskonto ederek ihracatçıya nakit sağlar ve tahsil edilememe riskini üstlenir. Uygulamada poliçe ve bono gibi senetler sık kullanılır; alacağın banka aval veya garantisiyle desteklenmesi yaygındır. Forfaiting daha çok orta ve uzun vadeli, sabit faizli ihracat finansmanı niteliğindedir. Böylece ihracatçı vadeli satışını nakde çevirir, alacak riskini devreder ve bilançosunda daha öngörülebilir nakit akışı elde eder. Bu yönüyle faktoringe benzer görünse de genellikle daha uzun vadeli, dış ticaret odaklı ve rücusuz yapısıyla ayrılır.

8. TİCARET HUKUKU

İçindekiler

8.1 - Türk Ticaret Kanununun Ticaret Şirketlerine İlişkin Genel Hükümleri (Madde 124-210)

Ticaret Şirketlerine İlişkin Genel Hükümler

KISACA

Türk Ticaret Kanununda ticaret şirketleri kollektif, komandit, anonim, limited ve kooperatif şirketlerden oluşur. Şirket türleri sınırlı sayı ilkesine bağlıdır; kişiler bu tiplerin ayırt edici unsurlarını karıştırarak yeni bir ticaret şirketi tipi kuramaz. Ticaret şirketlerinin tamamı tüzel kişiliğe sahiptir ve kendi malvarlığı, ticaret unvanı, hak ehliyeti ve borç üstlenme kapasitesi bulunur. Ultra vires teorisinin terk edilmesiyle ticaret şirketleri, insana özgü niteliklere bağlı haklar dışında geniş hak ehliyetine sahiptir. Genel hükümler, sermaye koyma borcu, sermaye olarak getirilebilecek değerler, aynı sermaye usulleri, nakdi sermaye ödemeleri, yapısal değişiklikler, şirketler topluluğu ve Ticaret Bakanlığının denetim yetkisi bakımından ortak çerçeveyi kurar.

Türk Ticaret Kanununun ticaret şirketlerine ilişkin genel hükümleri, şirketler hukukunun ortak zeminini oluşturur. Kanunda ticaret şirketleri kollektif, komandit, anonim, limited ve kooperatif şirketler olarak sayılmıştır. Bu sayım sınırlı sayı ilkesine dayanır. Gerçek veya tüzel kişiler bu şirket tipleri dışında yeni bir ticaret şirketi kuramaz; kanunda düzenlenen tiplerin ayırt edici özelliklerini karıştırarak karma bir ticaret şirketi yaratamaz. Bir ortaklık kanunda düzenlenen ortaklık tiplerinin belirleyici niteliklerini taşııyorsa, ticaret şirketi değil adi ortaklık olarak değerlendirilir.

Ticaret şirketlerinin ortak özelliklerinin başında tüzel kişiliğe sahip olmaları gelir. Tüzel kişilik, şirketin ortaklarından bağımsız ayrı bir hukuk süjesi olmasını sağlar. Şirket kendi malvarlığına, ticaret unvanına, hak ve borçlara sahip olabilir; dava açabilir, borç altına girebilir ve işlemlerini kendi adına yapabilir. Bu yönüyle ticaret şirketleri, tüzel kişiliği bulunmayan adi şirketlerden ayrılır. Tüzel kişiliğin ayrılığı, özellikle şirket malvarlığı ile ortakların kişisel malvarlığı arasındaki sınır bakımından önemlidir.

Kanunda ticaret şirketleri şahıs şirketleri ve sermaye şirketleri olarak sınıflandırılmıştır. Kollektif ve komandit şirketler şahıs şirketi niteliğindedir. Anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ise sermaye şirkettir. Kooperatifler ticaret şirketi sayılmakla birlikte bu ikili sınıflandırmanın dışında bırakılmıştır. Bu ayırım, ortakların sorumluluğu, sermaye yapısı, yönetim ilişkisi ve pay devri gibi konularda farklı hukuki sonuçlar doğurur.

Ticaret şirketlerinin hak ehliyeti bakımından eski ultra vires yaklaşımı terk edilmiştir. Önceki sistemde şirketin işletme konusu dışında yaptığı işlemler şirketi bağlamayabilirken, yeni yaklaşımda ticaret şirketleri Türk Medenî Kanunu çerçevesinde insana özgü niteliklere bağlı olanlar dışında bütün haklardan yararlanabilir ve borçları üstlenebilir. Bununla birlikte esas sözleşmede işletme konusunun gösterilmesi hâlâ önemlidir. Temsile yetkili kişilerin işletme konusu dışında yaptığı işlemler de kural olarak şirketi bağlar; ancak üçüncü kişinin işlemin işletme konusu dışında olduğunu bildiği veya durumdan bilebilecek hâlde bulunduğu ispat edilirse farklı sonuç doğabilir. Bu nedenle hak ehliyeti ile temsil yetkisinin sınırları birlikte değerlendirilmelidir.

Genel hükümler, ticaret şirketlerinde sermaye koyma borcunu ve bu borcun ifasını ayrıntılı şekilde düzenler. Sermaye, şirketin ortak amacına ulaşmak için kullandığı zorunlu unsurlardan biridir. Kanunda para, alacak, kıymetli evrak, sermaye şirketi payları, fikrî mülkiyet hakları, taşınır ve taşınmazlar, kullanım hakları, ticari işletmeler ve devrolunabilen ekonomik değerler gibi unsurlar sermaye olarak getirilebilecek değerler arasında sayılmıştır. Ancak anonim ve limited şirketlerde hizmet edimleri, kişisel emek, ticari itibar ve vadesi gelmemiş alacaklar sermaye olarak kabul edilemez. Aynı sermaye konulacaksa değer devredilebilir, nakden değerlendirilebilir ve üzerinde sınırlı aynı hak, haciz veya tedbir bulunmayan nitelikte olması gerekir.

Sermaye koyma borcunun taahhüt ve tasarruf aşamaları vardır. Şirket sözleşmesiyle sermaye koyma taahhüdü doğar; sermayenin türüne göre tapu siciline şerh, özel sicile kayıt, güvenilir kişiye tevdi, alacağın tahsili veya banka hesabına nakit ödeme gibi işlemlerle tasarruf aşaması tamamlanır. Anonim şirketlerde nakden taahhüt edilen payların itibari değerlerinin belirli kısmı tescilden önce, kalan kısmı ise tescilden sonraki sürede ödenir. Sermaye koyma borcunu yerine getirmeyen ortağa karşı şirket ifa davası açabilir, temerrüt faizi ve tazminat isteyebilir. Bu hükümler, şirket sermayesinin gerçekten ve güvenli biçimde şirkete kazandırılmasını amaçlar.

Genel hükümler ayrıca birleşme, bölünme ve tür değiştirme gibi yapısal değişiklikleri, şirketler topluluğuna ilişkin esasları ve Ticaret Bakanlığının düzenleme ile denetleme yetkisini kapsar. Bu düzenlemeler, yalnız tek tek şirketlerin kuruluş ve sermaye ilişkisini değil, şirketlerin örgütsel dönüşümlerini ve grup yapıları içindeki ilişkilerini de ortak kurallara bağlar. Bu nedenle genel hükümler, özellikle anonim şirketlere ilişkin özel hükümlere geçmeden önce uygulanacak temel hukuk çerçevesini belirler.

8. TİCARET HUKUKU

İçindekiler

8.2 · Türk Ticaret Kanununun Anonim Şirketlere İlişkin Hükümleri (Madde 329 – 562)

Anonim Şirketlerin Unsurları, İlkeleri ve Sermaye Piyasasıyla Bağlantısı

KISACA

Anonim şirket, sermayesi belirli ve paylara bölünmüş, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu olan şirkettir. Pay sahipleri kural olarak yalnız taahhüt ettikleri sermaye payı ile ve şirkete karşı sorumludur; bu yapı tek borç ilkesiyle açıklanır. Anonim şirketin tüzel kişiliği ticaret siciline tescille doğar, ticaret unvanı kullanması zorunludur ve kanunen yasak olmayan ekonomik amaçlar için kurulabilir. Şirket en az bir pay sahibiyle kurulabilir ve asgari sermaye şartına tabidir. Anonim şirketler çoğunluk, sermayenin korunması, sınırlı sorumluluk, emredici hükümler, kamuyu aydınlatma, kurumsal yönetim, eşit işlem, pay sahiplerinin şirkete borçlanma yasağı ve oransallık gibi ilkelerle yönetilir.

Anonim şirket, Türk Ticaret Kanununda sermayesi belirli ve paylara bölünmüş, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu şirket olarak tanımlanır. Bu tanım, anonim şirketin hem sermaye yapısını hem de sorumluluk rejimini ortaya koyar. Esas sermaye önceden belirlenmiş, nakit olarak ifade edilen, itibari değeri bulunan paylara bölünmüş ve tamamen taahhüt edilmiş sermayedir. Her pay, pay sahibinin sermayeye katılım oranını ve pay sahipliği haklarının kullanılmasındaki temel ölçüyü gösterir. Payları temsil eden pay senetleri kıymetli evrak niteliği taşıyabilir ve sermaye piyasası mevzuatı bakımından menkul kıymet olarak önem kazanır.

Anonim şirket borçlarından dolayı yalnız kendi malvarlığıyla sorumludur. Pay sahiplerinin sorumluluğu ise taahhüt ettikleri sermaye paylarıyla ve şirkete karşıdır. Pay sahibi sermaye koyma borcunu yerine getirdiğinde şirkete karşı sorumluluğu sona erer. Bu yapı tek borç ilkesi olarak ifade edilir. Şirket alacaklıları kural olarak doğrudan pay sahiplerine başvuramaz. Ancak tüzel kişilik perdesinin dürüstlük kuralına aykırı biçimde kötüye kullanıldığı, şirket ve ortak malvarlıklarının karıştırıldığı veya sırf sorumluluktan kaçmak amacıyla tüzel kişilikten yararlanıldığı istisnai hâllerde perdenin aralanması gündeme gelebilir.

Anonim şirket tacir sayıldığı için ticaret unvanı kullanmak zorundadır. Ticaret unvanında işletme konusu ve şirket türünü gösteren anonim şirket ibaresi yer alır; gerçek kişi adı veya soyadı kullanılıyorsa şirket türünü gösteren ibare kısaltılamaz. Anonim şirketler kanunen yasaklanmamış her türlü ekonomik amaç ve konu için kurulabilir. Temel amaç kâr elde etmektir; ancak bu amaca ulaşmak için mutlaka klasik anlamda ticari işletme işletilmesi gerekmez. Anonim şirketin kurulması için en az bir pay sahibinin bulunması yeterlidir. Şirket ticaret siciline tescille tüzel kişilik kazanır ve ultra vires yaklaşımının kaldırılması nedeniyle medeni hukuk çerçevesinde geniş hak ehliyetine sahiptir.

Asgari sermaye, anonim şirket alacaklılarının korunması bakımından önemlidir. Esas sermaye sistemini benimseyen anonim şirketler ile kayıtlı sermaye sistemini kabul eden halka kapalı şirketler için farklı asgari sermaye eşikleri öngörülür. Kayıtlı sermaye sistemindeki halka açık anonim şirketlerde ise sermaye piyasası düzenlemeleri ayrıca dikkate alınır. Anonim şirketin ekonomik fonksiyonu, yatırım

riskini sınırlı sorumlulukla yönetilebilir hâle getirmesi, küçük tasarrufları büyük yatırımlara yönlendirebilmesi ve sermaye piyasalarında fon talep eden temel aktörlerden biri olmasıdır.

Anonim şirketler hukukunda çoğunluk ilkesi önemli bir yönetim kuralıdır. Genel kurul ve yönetim kurulu kararları kural olarak çoğunlukla alınır; bazı önemli konularda nitelikli çoğunluk veya oybirliği aranabilir. Bununla birlikte çoğunluk gücü sınırsız değildir. Azlık hakları, dürüstlük kuralı, iptal davası ve bazı vazgeçilmez pay sahipliği hakları çoğunluk ilkesini dengeler. Sermayenin ve malvarlığının korunması ilkesi de anonim şirketlerde merkezi öneme sahiptir; çünkü alacaklılar kural olarak yalnız şirket malvarlığına başvurabilir. Bu nedenle aynı sermaye değerlemesi, nakdi sermaye ödemeleri, sermaye kaybı, kâr dağıtımı ve sermayenin iadesi gibi alanlarda koruyucu hükümler öngörülmüştür.

Emredici hükümler ilkesi, anonim şirket esas sözleşmesinin kanunun anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak kanunda buna açıkça izin verilmişse sapabileceğini ifade eder. Bu ilke, anonim şirketlerde sözleşme özgürlüğünü diğer özel hukuk ilişkilerine göre daha sınırlı hâle getirir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri, özellikle halka açık anonim şirketler ve sermaye piyasası bakımından belirleyicidir. Pay sahiplerinin, yatırımcıların, alacaklıların ve diğer ilgililerin şirketin finansal durumu, yönetimi ve önemli işlemleri hakkında doğru bilgiye ulaşabilmesi kurumsal yönetimin temel unsurudur. İnternet sitesi yükümlülüğü, özel durum açıklamaları, finansal raporlama ve Kamuyu Aydınlatma Platformu uygulamaları bu anlayışın araçlarıdır.

Kurumsal yönetim; şeffaflık, adillik, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri etrafında anonim şirketin nasıl yönetilmesi gerektiğini belirleyen bir sistemdir. Yönetim kurulunun görevleri, riskin erken teşhisi, bağımsız denetim, genel kurulun devredilemez yetkileri ve halka açık şirketlerde SPK kurumsal yönetim düzenlemeleri bu çerçeveye bağlantılıdır. Eşit işlem ilkesi, pay sahiplerinin eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulmasını gerektirir; keyfî farklılıştırmaları engeller. Oransallık ilkesi ise kâr payı, tasfiye bakiyesi, rüçhan ve oy gibi bazı hakların sermayeye katılım oranına göre kullanılmasını ifade eder. Pay sahiplerinin şirkete borçlanma yasağı da sermaye ve malvarlığının korunması amacıyla, belirli koşullar oluşmadan pay sahiplerinin şirketten borçlanmasını sınırlar.

9. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

9.1 • Muhasebenin Temel Kavramları, İlkeleri ve Genel Muhasebe

Muhasebe Bilgi Sistemi, Temel Kavramlar ve Genel Muhasebe

KISACA

Muhasebe, tamamen veya kısmen finansal nitelikli ve para ile ifade edilebilen işlemleri toplama, doğrulama, kaydetme, sınıflandırma, raporlama, analiz etme ve yorumlama sürecidir. İşletme faaliyetleri ile karar vericiler arasında köprü kuran bir bilgi sistemidir. Muhasebenin kayıt fonksiyonu işletmenin geçmiş ticari işlemlerini güvenilir biçimde saklar; finansal raporlama fonksiyonu ise finansal durum, finansal performans ve finansal durumdaki değişimi ilgililere sunar. Sosyal sorumluluk, kişilik, süreklilik, dönemsellik, parayla ölçülme ve maliyet esası gibi temel kavramlar muhasebe uygulamalarının kuramsal dayanağını oluşturur. Genel muhasebe, çift taraflı kayıt mantığıyla işlemleri anlamlı finansal tablolara dönüştürür.

Muhasebe, işletmelerin faaliyetleri ve faaliyet sonuçları hakkında tam, doğru ve zamanında bilgi üreten temel bilgi sistemidir. Ekonomide işletmelerle ilişkisi olan yatırımcılar, yöneticiler, çalışanlar, borç verenler, tedarikçiler, kamu otoriteleri ve diğer paydaşlar kararlarını güvenilir bilgiye dayanarak verir. Muhasebe bu bilgi akışını sağlar. Para ile ifade edilebilen, tamamen veya kısmen finansal nitelik taşıyan işlemler ilgili kaynaklardan toplanır, doğruluğu saptanır, kaydedilir, sınıflandırılır, raporlanır, analiz edilir ve yorumlanır.

Bir işlemin muhasebenin konusuna girebilmesi için para ile güvenilir biçimde ifade edilebilmesi gerekir. İşletme açısından önemli olsa bile çalışanların bilgi birikimi, müşteri algısı veya ürün sağlamlığı gibi parasal ölçüye güvenilir şekilde indirgenemeyen unsurlar muhasebe kayıtlarının dışında kalır. Para ile ölçülme, farklı nitelikteki varlık, borç, gelir ve gider hareketlerini ortak bir ölçü birimiyle izlenebilir hâle getirir. Böylece kilogram, metrekare, adet veya hizmet saati gibi farklı ölçüler finansal raporlama için ortak para birimine dönüştürülür.

Muhasebenin ilk fonksiyonu kaydetme ve sınıflandırmadır. Ticari işlemler belli bir sistematik içinde kaydedilir ve hesaplar aracılığıyla sınıflandırılır. Bu kayıt düzeni işletmenin geçmişini güvenilir biçimde saklayan bir hafıza işlevi görür. Kayıtların sağlıklı tutulması, saklanması ve gerçeğe aykırı kayıt yapılmaması hukuk sistemi açısından da önemlidir. İkinci fonksiyon finansal raporlamadır. Kayıtlardan elde edilen bilgiler finansal tablolar hâline getirilerek işletme dışındaki çıkar sahiplerine finansal durum, faaliyet sonucu ve finansal durumdaki değişim hakkında sunulur.

Finansal durum, işletmenin belirli bir andaki varlık, borç ve özkaynak yapısını gösterir ve bilanço ya da finansal durum tablosu ile raporlanır. Finansal performans, işletmenin belirli bir dönemdeki gelir, gider, kâr veya zararını gösterir ve gelir tablosu ile sunulur. Nakit akış tablosu ve özkaynak değişim tablosu ise finansal durumdaki değişimi açıklar. Bu tablolar, temel finansal tabloları tamamlayıcı niteliktedir. Günümüzde finansal tabloların yanında dipnotlar, ek açıklamalar ve tamamlayıcı raporlar da finansal raporlama paketinin parçası hâline gelmiştir.

Muhasebenin temel kavramları, muhasebe ilkeleri ve standartlarının kuramsal zeminidir. Sosyal sorumluluk kavramı, muhasebenin belirli kişi veya grupların değil tüm toplumun çıkarlarını gözeterek gerçeğe uygun, tarafsız ve dürüst bilgi üretmesini gerektirir. Kişilik kavramı, işletmenin sahiplerinden, yöneticilerinden, çalışanlarından ve diğer ilgililerden ayrı bir muhasebe kişiliğine sahip olduğunu kabul eder. İşletmenin sürekliliği kavramı, işletmenin öngörülebilir gelecekte faaliyetlerini sürdüreceği varsayımına dayanır. Dönemsellik kavramı, sınırsız kabul edilen işletme ömrünün eşit dönemlere ayrılarak her dönemin sonucunun bağımsız ölçülmesini sağlar.

Parayla ölçülme kavramı, işlemlerin ulusal para birimiyle kaydedilip raporlanmasını gerektirir. Maliyet esası, varlıkların edinim maliyetleriyle muhasebeleştirilmesinin temelini oluşturur. Bu kavramlar birlikte uygulandığında muhasebe bilgisi anlamlı, karşılaştırılabilir ve karar vermeye elverişli hâle gelir. Genel muhasebe de bu kavramsal çerçeveyi çift taraflı kayıt sistemiyle uygulamaya dönüştürür. Her işlem en az iki hesap üzerinde karşılıklı etki yaratır; varlıklar, borçlar ve özkaynaklar arasındaki denge korunur. Bu sistem, işletmenin ekonomik faaliyetlerini finansal tablo kullanıcıları için düzenli ve güvenilir bir bilgi setine dönüştürür.

9. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

9.2.1 • Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve

Finansal Raporlamanın Amacı ve Faydalı Finansal Bilgi

KISACA

Finansal raporlamanın amacı, finansal tablo kullanıcılarına işletmeye kaynak sağlama ve diğer ekonomik kararlarında faydalı olacak finansal bilgiyi sunmaktır. Genel amaçlı finansal tablolar özellikle mevcut ve potansiyel yatırımcılar, borç verenler ve kredi veren diğer taraflar için hazırlanır; çünkü bu kullanıcılar işletmeden doğrudan özel bilgi talep etme imkânına sahip olmayabilir. Finansal bilgi kullanıcıların işletmenin gelecekte yaratacağı nakit akışlarının tutarını, zamanlamasını ve belirsizliğini değerlendirmesine yardımcı olmalıdır. Faydalı finansal bilginin temel nitelikleri ihtiyaca uygunluk ve gerçeğe uygun sunumdur. Karşılaştırılabilirlik, doğrulanabilirlik, zamanında sunum ve anlaşılabilirlik bilginin faydasını artıran destekleyici özelliklerdir.

Finansal raporlamaya ilişkin kavramsal çerçeve, finansal tabloların hangi amaçla hazırlandığını, kimin için bilgi ürettiğini ve bilginin faydalı sayılabilmesi için hangi özellikleri taşıması gerektiğini açıklar. Genel amaçlı finansal raporlamanın temel amacı, finansal tablo kullanıcılarına işletmeye kaynak sağlama ve diğer ekonomik kararlarında faydalı olacak finansal bilgiyi sunmaktır. Bu raporlar, özel bilgi talep edemeyen geniş kullanıcı gruplarının ortak bilgi ihtiyacını karşılamak üzere hazırlanır.

Finansal tablo kullanıcıları mevcut ve potansiyel yatırımcılar, borç verenler, kredi veren diğer taraflar, çalışanlar, yöneticiler, tedarikçiler, müşteriler, hükümetler ve genel kamu gibi gruplardan oluşur. Bu kullanıcıların bilgi ihtiyaçları aynı değildir. Yatırımcılar payları satın alma, elde tutma veya satma kararlarında işletmenin getiri ve riskini değerlendirir. Borç ve kredi verenler anapara ile faiz ödemelerinin zamanında tahsil edilip edilemeyeceğini anlamaya çalışır. Çalışanlar işletmenin sürekliliği, kârlılığı, ücret ve diğer yükümlülükleri karşılayabilme gücüyle ilgilenir. Tedarikçiler alacaklarının ödenip ödenmeyeceğini, müşteriler işletmenin devamlılığını, hükümetler ise kaynak tahsisi, vergi politikası ve yasal düzenlemeler için gerekli bilgileri izler.

Kavramsal çerçevede mevcut ve potansiyel yatırımcılar, borç verenler ve kredi veren diğer taraflar asli kullanıcılar olarak öne çıkar. Bunun nedeni, bu kullanıcıların işletmeden doğrudan kendi ihtiyaçlarına göre özel bilgi isteme gücünün sınırlı olmasıdır. Genel amaçlı finansal raporlar öncelikle bu kullanıcıların kararlarına destek vermeyi hedefler. Ancak bu raporlar tüm kullanıcıların bütün bilgi ihtiyaçlarını karşılayamaz. Kullanıcıların genel ekonomik durum, siyasi koşullar, sektör bilgisi ve işletmeye ilişkin diğer kaynaklardan gelen bilgileri de dikkate alması gerekir.

Finansal raporlamanın karar yararı, işletmenin gelecekte yaratacağı net nakit girişleriyle bağlantılıdır. Yatırımcılar ve borç verenler beklenen getirilerini, temettü, değer artışı, anapara ve faiz ödemesi gibi nakit akışlarına göre değerlendirir. Bu nedenle finansal raporlar, işletmenin ekonomik kaynakları, bu kaynaklar üzerindeki talepler, yönetimin kaynakları kullanma başarısı ve gelecekteki nakit akışlarının tutarı, zamanlaması ve belirsizliği hakkında bilgi sağlamalıdır. Finansal performans, finansal durum ve nakit akışlarına ilişkin bilgiler bu değerlendirmeyi mümkün kılar.

Faydalı finansal bilginin temel niteliksel özellikleri ihtiyaca uygunluk ve gerçeğe uygun sunumdur. İhtiyaca uygun bilgi, kullanıcıların kararlarını etkileyebilecek tahmin değeri, doğrulama değeri veya her ikisini birden taşıyan bilgidir. Gerçeğe uygun sunum ise ekonomik olayın eksiksiz, tarafsız ve hatadan arındırılmış biçimde yansıtılmasıdır. Bir bilgi ihtiyaca uygun olsa bile gerçeğe uygun sunulmuyorsa kullanıcıyı yanıltabilir; gerçeğe uygun sunulan fakat karar üzerinde etkisi olmayan bilgi de raporlamanın amacına yeterince hizmet etmez.

Karşılaştırılabilirlik, doğrulanabilirlik, zamanında sunum ve anlaşılabilirlik finansal bilginin faydasını artıran destekleyici özelliklerdir. Karşılaştırılabilirlik, kullanıcıların farklı dönemler veya farklı işletmeler arasında benzerlik ve farkları görmesini sağlar. Doğrulanabilirlik, bağımsız ve bilgili gözlemcilerin sunulan bilginin belirli bir ekonomik olayı temsil ettiği konusunda makul ölçüde uzlaşabilmesini ifade eder. Zamanında sunum, bilginin karar etkisi kaybolmadan kullanıcılara ulaştırılmasıdır. Anlaşılabilirlik ise bilginin açık ve düzenli biçimde sınıflandırılıp sunulmasını gerektirir. Bu özellikler, finansal raporlamanın yalnız bilgi üretmesini değil, kullanıcıların bu bilgiyi sağlıklı ekonomik kararlara dönüştürebilmesini hedefler.

9.2.2 · TMS/IFRS

Türkiye Muhasebe Standartları ve Finansal Raporlama Çerçeveleri

KISACA

TMS/IFRS, Türkiye’de finansal raporlamanın uluslararası standartlarla uyumlu yürütülmesini sağlayan standart setidir. Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu; Türkiye Muhasebe Standartlarını, Türkiye Finansal Raporlama Standartlarını, bunların yorumlarını ve farklı işletme büyüklükleri ile sektörler için özel standartları belirler ve yayımlar. TTK’ya göre yasal muhasebe kayıtları temel olarak vergi mevzuatına göre tutulurken, finansal tablolar geçerli raporlama çerçevesine göre hazırlanır. IFRS özellikle kamu yararını ilgilendiren kuruluşlar ve belirlenen işletmeler için uygulanır. IFRS uygulamayan bağımsız denetime tabi işletmeler için BOBİ IFRS, küçük ve mikro işletmeler için ise KÜMİ IFRS alternatif çerçeve sağlar.

TMS/IFRS, Türkiye’de finansal tabloların uluslararası uygulamalarla uyumlu, karşılaştırılabilir ve güvenilir hazırlanmasını amaçlayan standartlar bütünüdür. Türkiye Muhasebe Standartları kavramı dar anlamda TMS, IFRS ve bunların yorumlarını; geniş anlamda ise Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumunun farklı işletme büyüklükleri, sektörler ve kâr amacı gütmeyen kuruluşlar için belirlediği özel standart ve düzenlemeleri de kapsar. Bu nedenle finansal raporlama çerçevesi yalnız tek bir standart listesinden ibaret değildir; işletmenin niteliğine göre IFRS, BOBİ IFRS veya KÜMİ IFRS gibi farklı setler devreye girebilir.

Türk Ticaret Kanununda muhasebe kayıtları ile finansal raporlar birbirinden ayrılmıştır. Gerçek ve tüzel kişi tacirler yasal muhasebe kayıtlarını Vergi Usul Kanunu ve bu kanuna dayalı düzenlemelere uygun şekilde tutar. Buna karşılık TTK kapsamında hazırlanan münferit ve konsolide finansal tabloların, KGK tarafından yayımlanan Türkiye Muhasebe Standartlarına, kavramsal çerçeveye ve yorumlara uygun olması esastır. Bu ayırım, vergi matrahının tespiti için tutulan kayıtlar ile genel amaçlı finansal raporlama ihtiyacının aynı işlevi taşımadığını gösterir.

KGK, standartları belirleme ve yayımlama konusunda merkezi otoritedir. Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının Türkiye’de TMS ve IFRS olarak iç hukuka aktarılması KGK tarafından yapılır. Ayrıca değişik işletme büyüklükleri ve sektörler için özel veya istisnai standartlar koyabilir, belirli işletmeleri kapsam dışında bırakabilir ya da farklı düzenlemeler yapabilir. Belirli alanları düzenleyen kurum ve kurullar da Türkiye Muhasebe Standartlarına uygun olmak şartıyla kendi alanlarına ilişkin ayırtı düzenlemeleri yapabilir.

IFRS uygulama kapsamı özellikle sermaye piyasası, bankacılık, sigortacılık, bireysel emeklilik ve kamu yararını ilgilendiren kuruluşlar bakımından önem taşır. Sermaye piyasası araçları borsada veya teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören şirketler, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve konsolidasyon kapsamındaki işletmeler bu çerçevede yer alır. Bankalar, finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketleri gibi finansal kuruluşlar ile sigorta, reasürans ve emeklilik şirketleri de

düzenlemelerde özel olarak ele alınır. TMS uygulama zorunluluğu bulunmayan bazı işletmeler de isteğe bağlı olarak TFRS uygulamayı seçebilir.

BOBİ FRS, bağımsız denetime tabi olup TFRS uygulamayan büyük ve orta boy işletmeler için geçerli finansal raporlama çerçevesidir. Bu standart, TFRS'ye kıyasla daha sade bir yapı kurarken gerçeğe uygun, ihtiyaca uygun ve karşılaştırılabilir finansal tablo sunumunu hedefler. BOBİ FRS uygulayan işletmelerin isteğe bağlı olarak TFRS'ye geçişi veya TFRS uygulayanların BOBİ FRS'ye dönüşü belirli süre koşullarına bağlanmıştır. Büyük işletme sınıflandırmasında aktif toplamı, net satış hasılatı ve çalışan sayısı gibi ölçütler kullanılır.

KÜMİ FRS, bağımsız denetime tabi olmayan küçük ve mikro işletmeler için daha düşük maliyetli ve uygulanabilir bir finansal raporlama çerçevesi olarak geliştirilmiştir. Genel olarak maliyet esaslı yaklaşımı, finansal tablo formatları ve terimler sözlüğüyle daha sade raporlama sağlar. Finansal Raporlama Standartlarına Uygun Hesap Planı ise TFRS veya BOBİ FRS'ye göre raporlama yapan işletmelerin defter kayıtlarından standartlara uygun finansal tablolara ulaşmasını kolaylaştırmayı hedefler. Böylece TMS/TFRS sistemi, işletme büyüklüğü ve kamu yararı düzeyine göre farklılaşan ama ortak amacı gerçeğe uygun ve karşılaştırılabilir bilgi sağlamak olan bir raporlama mimarisi kurar.

9.2.3 · Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği II-14.1**Sermaye Piyasasında Finansal Raporlama Esasları****KISACA**

Sermaye piyasasında finansal raporlama, yatırımcıların ve piyasa aktörlerinin doğru, karşılaştırılabilir ve zamanında bilgiye erişmesini amaçlar. II-14.1 sayılı tebliğ çerçevesinde sermaye piyasası kurumları ve kapsamdaki ihraççılar finansal tablolarını geçerli Türkiye Muhasebe Standartlarına uygun hazırlar, dipnot ve açıklamalarla raporlamayı tamamlar. Bu raporlama yalnız muhasebe tekniği değil, kamuyu aydınlatma ve yatırımcı kararlarının korunması mekanizmasıdır. Finansal tabloların hazırlanması, sunulması, dönemsel raporların ilanı, yönetim sorumluluğu, bağımsız denetim bağlantısı ve özel durum açıklamalarıyla uyum birlikte değerlendirilir. Amaç, sermaye piyasasında fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki bilgi asimetrisini azaltmaktır.

Sermaye piyasasında finansal raporlama, yatırımcıların ve diğer piyasa katılımcılarının kararlarını güvenilir bilgiye dayandırabilmesi için merkezi öneme sahiptir. Sermaye piyasasında fon arz edenler ile fon talep edenler çoğu zaman birbirini doğrudan tanımaz; bu nedenle finansal tablolar, faaliyet raporları ve açıklamalar bilgi asimetrisini azaltan temel araçlardır. Finansal raporlamaya ilişkin düzenlemeler, şirketin finansal durumunu, performansını, nakit akışlarını ve önemli risklerini gerçeğe uygun ve karşılaştırılabilir biçimde sunmasını hedefler.

Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği, sermaye piyasası mevzuatına tabi işletmelerin finansal tablo ve rapor hazırlama yükümlülüklerini düzenleyen temel çerçevelerden biridir. Tebliğ kapsamındaki işletmeler, finansal tablolarını Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından yayımlanan Türkiye Muhasebe Standartlarına uygun şekilde hazırlar. Böylece piyasa katılımcıları yalnız yerel kayıt düzenine göre değil, uluslararası raporlama anlayışıyla uyumlu finansal bilgiye erişir.

Bu çerçevede finansal raporlama yalnız bilanço ve kâr veya zarar tablosundan ibaret değildir. Finansal durum tablosu, kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosu, nakit akış tablosu, özkaynak değişim tablosu ve dipnotlar bir bütün olarak değerlendirilir. Dipnotlar, muhasebe politikalarını, önemli tahmin ve varsayımları, finansal riskleri, ilişkili taraf işlemlerini ve finansal tablo kalemlerinin ayrıntılarını açıklar. Finansal tabloların kullanıcılar tarafından anlamlı yorumlanabilmesi için yalnız rakamların değil, bu rakamların dayandığı ölçüm ve sınıflandırma esaslarının da açıklanması gerekir.

Sermaye piyasası raporlamasında zamanında sunum ve kamuyu aydınlatma ilkesi belirleyicidir. Finansal raporların dönemsel olarak hazırlanması ve kamuya duyurulması, yatırımcıların şirketin güncel finansal durumunu takip edebilmesini sağlar. Gecikmiş veya eksik raporlama, fiyat oluşumunu ve yatırımcı kararlarını bozabilir. Bu nedenle raporlama takvimi, ilan yükümlülükleri ve Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden yapılan açıklamalar finansal raporlama sisteminin ayrılmaz parçasıdır.

Yönetim sorumluluğu, sermaye piyasası finansal raporlamasının önemli bir unsurudur. Finansal tabloların hazırlanması, uygun muhasebe politikalarının seçilmesi, iç kontrol sisteminin kurulması ve

raporların gerçeğe uygun sunulması işletme yönetiminin sorumluluğundadır. Bağımsız denetim ise finansal tabloların geçerli finansal raporlama çerçevesine uygunluğu hakkında makul güvence sağlayarak raporlamaya güven kazandırır. Denetim raporu, finansal tablo kullanıcılarının raporlanan bilginin güvenilirliğini değerlendirirken dikkate aldığı önemli bir araçtır.

Sermaye piyasası finansal raporlaması, özel durum açıklamaları ve sürekli kamuyu aydınlatma yükümlülükleriyle birlikte işler. Finansal tablolarda dönemsel olarak görülen bilgiler, şirket değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerle desteklenir. Bu bütünlük, yatırımcıların yalnız geçmiş performansı değil, işletmenin karşı karşıya olduğu riskleri, yükümlülükleri ve gelecekteki nakit akışı beklentilerini de değerlendirmesine yardımcı olur. Sonuç olarak II-14.1 çerçevesi, muhasebe standartlarına uygun finansal tablo üretimini sermaye piyasasının şeffaflık, karşılaştırılabilirlik ve yatırımcı koruması amaçlarıyla birleştirir.

9.3.1 - Temel Kavramlar

Bağımsız Denetimin Temel Kavramları ve Denetim Süreci

KISACA

Bağımsız denetim, finansal tabloların geçerli finansal raporlama çerçevesine uygun hazırlanıp hazırlanmadığı hakkında makul güvence sağlayan sistematik bir süreçtir. Bağımsız denetçi, işletmeden bağımsız çalışır; defter, kayıt, belge ve diğer kanıtları değerlendirerek görüş oluşturur. Denetimde amaç mutlak güvence değil, hata veya hile kaynaklı önemli yanlışlık riskine karşı makul güvence elde etmektir. Planlama aşamasında işletme ve çevresi anlaşılır, önemli risk alanları belirlenir ve denetim programı oluşturulur. Kanıt toplama ve değerlendirme sürecinde uygunluk, güvenilirlik, önemlilik, doğal risk ve kontrol riski dikkate alınır. Sonuçta olumlu, sınırlı olumlu, olumsuz veya görüş vermekten kaçınma şeklinde denetim görüşü oluşabilir.

Bağımsız denetim, finansal tabloların tüm önemli yönleriyle geçerli finansal raporlama çerçevesine uygun hazırlanıp hazırlanmadığı hakkında denetçi görüşü oluşturmayı amaçlayan sistematik bir güvence sürecidir. Denetlenen finansal bilgiler, yatırımcılar, borç verenler ve diğer kullanıcılar için karar dayanağı olduğundan bu bilgilerin güvenilirliği önemlidir. Bağımsız denetim, yönetimin hazırladığı finansal tablolar ile finansal tablo kullanıcıları arasındaki güven ihtiyacını karşılar.

Bağımsız denetçi, herhangi bir kişi veya kuruluşa bağlı olmadan çalışan ve kendisine verilen denetim konusu üzerinde uygunluk ve doğruluk araştırması yapan uzmandır. Denetçi defter, kayıt, belge, açıklama, iç kontrol yapısı ve diğer bilgi kaynakları üzerinden çalışır. İç denetçiler işletme organizasyonunun parçası olarak faaliyetlerin geliştirilmesi ve kontrollerin izlenmesine katkı sağlar. Kamu denetçileri ise bağlı oldukları kamu kurumu adına denetim yapar. Bağımsız denetçi bu gruplardan farklı olarak finansal tablo kullanıcılarına yönelik bağımsız bir görüş sunar.

Denetimde temel amaç mutlak kesinlik değil makul güvence elde etmektir. Denetimin doğası, örnekleme kullanımı, kanıt toplamanın maliyeti, yönetim yargıları ve hile riskinin gizlenebilmesi nedeniyle denetçi finansal tabloların tamamen hatasız olduğunu garanti etmez. Bunun yerine hata veya hile kaynaklı önemli yanlışlık içerip içermediğine ilişkin makul güvenceye ulaşır. Önemlilik, ihmal edilen veya yanlış sunulan bilginin kullanıcı kararlarını etkileyebilme gücünü ifade eder. Denetçi hangi alanların önemli olduğunu mesleki yargısıyla ve kullanıcı ihtiyaçlarını dikkate alarak belirler.

Denetim süreci planlama ile başlar. Denetçi işletmeyi, sektörünü, düzenleyici çevresini, iş stratejilerini, süreçlerini ve risklerini anlamaya çalışır. Bu anlayış, finansal tablolardaki önemli yanlışlık risklerini belirlemeye yardımcı olur. Kabul edilebilir denetim riski, doğal risk ve kontrol riski planlama açısından önemlidir. Doğal risk, iç kontrol olmadığı varsayımı altında bir hesap veya işlem sınıfında yanlışlık olma ihtimalidir. Kontrol riski, işletmenin iç kontrol sisteminin hataları önleyememe veya tespit edememe ihtimalidir. Risk değerlendirmesi, toplanacak kanıt miktarını, denetim ekibinin niteliğini ve denetim yöntemlerinin kapsamını etkiler.

Kanıt toplama, denetimin en yoğun aşamasıdır. Denetçi gözlem, belge incelemesi, görüşme, fiziksel sayım, dış teyit, yeniden hesaplama, işlem testleri ve analitik inceleme gibi yöntemlerle kanıt elde eder. Kanıtın uygunluğu, denetim amacıyla ilişkili olmasını; güvenilirliği ise elde edildiği kaynağın ve koşulların ikna ediciliğini gösterir. Bağımsız dış kaynaklardan gelen kanıtlar, etkili iç kontrol ortamında üretilen belgeler ve denetçinin doğrudan elde ettiği bilgiler genellikle daha güçlü kabul edilir. Denetçi, kanıtları topladıktan sonra bunların finansal tablo iddialarını destekleyip desteklemediğini değerlendirir.

Denetim sonunda denetçi finansal tablolar hakkında rapor sunar. Finansal tablolar tüm önemli yönleriyle geçerli çerçeveye uygunsa olumlu görüş verilir. Bazı açıklayıcı hususlar denetçi kanaatini değiştirmeden rapora eklenebilir. Yanlışlıklar önemli fakat yaygın değilse veya kapsam sınırlamasının etkisi yaygın değilse sınırlı olumlu görüş gündeme gelir. Yanlışlıklar finansal tabloların bütününe etkileyecek kadar önemli ve yaygınsa olumsuz görüş verilir. Yeterli ve uygun denetim kanıtı elde edilemediğinde ve muhtemel etkiler önemli ve yaygın olabileceğinde denetçi görüş vermekten kaçınır. Bu görüş türleri, kullanıcıların finansal tablolara ne ölçüde güvenilebileceğini anlamasına yardım eder.

9.3.2 · Bağımsız Denetime İlişkin Düzenlemeler

Bağımsız Denetim Düzenlemeleri, Standartlar ve Kapsam

KISACA

Bağımsız denetime ilişkin düzenlemeler, hangi işletmelerin denetime tabi olacağını, denetimin hangi standartlara göre yürütüleceğini ve denetçi raporunun hangi güvenceyi sağlayacağını belirler. Türkiye’de Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu; muhasebe ve denetim standartlarının yayımlanması, bağımsız denetim çerçevesinin oluşturulması ve denetim alanının gözetimi bakımından merkezi kurumdur. Uluslararası Denetim Standartları Türkiye’de Bağımsız Denetim Standartları olarak mevzuata kazandırılmıştır. Denetime tabi şirketlerin belirlenmesinde Cumhurbaşkanlığı kararları, TTK hükümleri, sermaye piyasası düzenlemeleri ve işletmenin kamu yararı niteliği birlikte dikkate alınır. Denetim düzenlemeleri finansal raporlamanın güvenilirliğini, karşılaştırılabilirliğini ve kullanıcıların korunmasını destekler.

Bağımsız denetime ilişkin düzenlemeler, finansal tabloların güvenilirliğini artırmak için denetimin kapsamını, standartlarını, denetçi sorumluluklarını ve raporlama sonuçlarını belirler. Finansal raporlama tek başına yönetimin hazırladığı bilgi setidir; bağımsız denetim bu bilgi setinin geçerli finansal raporlama çerçevesine uygunluğu hakkında dış güvence sağlar. Bu nedenle denetim düzenlemeleri, muhasebe standartlarıyla birlikte sermaye piyasası güveninin ve kurumsal şeffaflığın temel parçalarından biridir.

Türkiye’de Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu denetim alanında merkezi rol üstlenir. KGK, muhasebe standartlarının yanında bağımsız denetim standartlarını yayımlar ve denetim alanının gözetimine ilişkin kurumsal çerçeveyi oluşturur. Uluslararası Denetim Standartları Türkiye’de Bağımsız Denetim Standartları adıyla mevzuata kazandırılmıştır. Bu standartlar denetçinin genel amaçlarını, kalite kontrolünü, belgelendirmeyi, hile riskini, önemliliği, risk değerlendirmesini, denetim kanıtını, dış teyitleri, analitik prosedürleri, muhasebe tahminlerini, ilişkili tarafları, süreklilik değerlendirmesini ve denetim raporunun içeriğini kapsayan geniş bir kurallar seti sunar.

Denetim standartları denetçilerin niteliklerini, sorumluluklarını ve denetim çalışmasından beklenen asgari çerçeveyi belirler. Standartlar denetçinin mesleki yargısını ortadan kaldırmaz; fakat denetimin tutarlı, karşılaştırılabilir ve kalite beklentilerine uygun yürütülmesini sağlar. Denetçi, planlama, risk belirleme, kanıt toplama, kanıtları değerlendirme ve raporlama aşamalarını bu standartlar ışığında yürütür. Denetim standartlarının uygulanması, farklı denetçilerin benzer koşullarda benzer kalite düzeyinde çalışma yapmasını ve finansal tablo kullanıcılarının denetim raporlarını anlamlı biçimde yorumlamasını sağlar.

Hangi şirketlerin bağımsız denetime tabi olacağı ayrı düzenlemelerle belirlenir. Türk Ticaret Kanunu, bağımsız denetime tabi şirketlerin Cumhurbaşkanlığı tarafından belirleneceğini öngörür. Sermaye piyasası araçları işlem gören veya sermaye piyasası kurumları arasında yer alan işletmeler, bankalar,

sigorta ve emeklilik şirketleri gibi kamu yararını ilgilendiren kuruluşlar denetim kapsamı bakımından özel önem taşır. Ayrıca aktif toplamı, yıllık net satış hasılatı ve çalışan sayısı gibi ölçütler belirli işletmelerin denetime tabi olup olmadığının değerlendirilmesinde kullanılır. Bu ölçütler, ekonomik büyüklüğü ve kullanıcı üzerindeki etkisi daha yüksek işletmelerin finansal raporlarının bağımsız güvenceye bağlanmasını sağlar.

Bağımsız denetim düzenlemeleri finansal raporlama çerçevesiyle birlikte çalışır. TFRS uygulayan işletmeler, BOBİ FRS kapsamındaki işletmeler veya diğer geçerli raporlama çerçevelerine tabi olan işletmeler, finansal tablolarını kendi çerçevelerine göre hazırlar; denetçi de bu çerçeveye uygunluğu değerlendirir. Bu nedenle denetim yalnız kayıtların doğru tutulup tutulmadığını incelemekle sınırlı değildir. Denetçi finansal tabloların sunumunu, açıklamaları, muhasebe politikalarını, tahminleri, süreklilik varsayımını ve önemli yanlışlık risklerini bütünsel biçimde ele alır.

Denetim raporunda verilen görüş, düzenlemelerin kullanıcıya ulaşan somut sonucudur. Olumlu görüş, finansal tabloların tüm önemli yönleriyle geçerli finansal raporlama çerçevesine uygun hazırlandığı sonucunu ifade eder. Sınırlı olumlu, olumsuz görüş ve görüş vermekten kaçınma ise yanlışlıkların veya kanıt eksikliğinin önem ve yaygınlığına göre ortaya çıkar. Bu görüş türleri BDS çerçevesinde tanımlanır ve kullanıcıların finansal tablolara duyacağı güven düzeyini belirler. Böylece bağımsız denetim düzenlemeleri, şirket yönetiminin hesap verebilirliğini, finansal bilginin güvenilirliğini ve piyasa disiplinini güçlendirir.

10. GENEL EKONOMİ

İçindekiler

10.1 • Temel Kavramlar

Ekonominin Temel Mantığı ve Piyasa İşleyişi

KISACA

Ekonomi, sınırsız kabul edilen ihtiyaçlar ile kıt kaynaklar arasındaki tercih sorununu inceler. Bu nedenle üretim, tüketim ve bölüşüm kararları; hane halkı, firmalar, devlet ve dış alem arasındaki ilişkiler üzerinden açıklanır. Analizde pozitif yaklaşım olanı, normatif yaklaşım olması gerekeni ele alır; mikro iktisat tekil karar birimlerine, makro iktisat ise gelir, istihdam, enflasyon ve büyüme gibi toplulaştırılmış değişkenlere odaklanır. Fayda, ihtiyaç, mal ve hizmet kavramları tüketici davranışını anlamının başlangıç noktasıdır. Bütçe doğrusu ve kayıtsızlık eğrileri, tüketicinin gelir ve fiyat kısıtı altında nasıl seçim yaptığını gösterir. Üretimde emek, sermaye, doğal kaynak ve girişimcilik temel faktörlerdir. Kıtlik, fırsat maliyeti ve üretim imkanları eğrisi birlikte düşünülür. Arz, talep, esneklik, maliyetler ve piyasa türleri ise fiyatların ve kaynak dağılımının nasıl oluştuğunu açıklar.

Ekonominin başlangıç noktası, insanların ve toplumların çok sayıda ihtiyacı varken bu ihtiyaçları karşılayacak kaynakların sınırlı olmasıdır. Bu sınırlılık, her ekonomik kararın aynı zamanda bir tercih ve vazgeçme kararı olması sonucunu doğurur. Bir kaynak belirli bir üretimde kullanıldığında başka bir kullanım alanından çekilmiş olur; bu nedenle fırsat maliyeti, seçilen seçeneğin parasal maliyetinden daha geniş biçimde, vazgeçilen en iyi alternatifin değerini anlatır. Ekonomi bilimi bu tercihleri üretim, tüketim ve bölüşüm ilişkileri içinde inceler. Hane halkı tüketim ve emek arzı kararlarıyla, firmalar üretim ve yatırım kararlarıyla, devlet düzenleme ve maliye politikasıyla, dış alem de ticaret ve sermaye hareketleriyle ekonomik döngünün aktörleri olarak yer alır.

Ekonomik analizde kullanılan dilin doğru kurulması önemlidir. Pozitif iktisat, bir olayın ne olduğunu veya hangi koşullarda hangi sonucun ortaya çıktığını açıklamaya çalışır. Normatif iktisat ise değer yargısı içerir ve hangi sonucun tercih edilmesi gerektiğini tartışır. Benzer biçimde, mikro iktisat tek bir tüketicinin, firmanın veya piyasanın davranışını incelerken makro iktisat toplam üretim, fiyatlar genel düzeyi, işsizlik, büyüme ve dış denge gibi bütün ekonomiyi ilgilendiren değişkenlerle çalışır. Kısmi denge analizi yalnızca belirli bir piyasanın iç ilişkilerine odaklanırken genel denge analizi piyasalar arasındaki karşılıklı etkileri dikkate alır. Ceteris paribus varsayımı, diğer değişkenler sabitken bir değişkendeki değişimin sonucunu görmeyi sağlar; bu varsayım olmadan neden sonuç ilişkisini temiz biçimde izlemek zorlaşır.

Tüketici davranışı ihtiyaç, fayda ve bütçe kısıtı üzerinden açıklanır. İhtiyaç, karşılandığında haz veya tatmin sağlayan, karşılanmadığında eksiklik hissi doğuran istek olarak düşünülebilir. Fayda, bir mal veya hizmetin ihtiyacı karşılama derecesidir. Kardinal yaklaşım faydanın ölçülebileceğini varsayarken ordinal yaklaşım tüketicinin tercih sıralaması yapmasını yeterli görür. Kayıtsızlık eğrileri, tüketiciye aynı fayda düzeyini sağlayan mal bileşimlerini gösterir; bütçe doğrusu ise tüketicinin geliri ve fiyatlar karşısında satın alabileceği bileşimleri sınırlar. Denge, tüketicinin bütçe sınırı içinde en yüksek faydaya ulaştığı noktada oluşur. Bu çerçevede, fiyat değiştiğinde ikame ve gelir etkilerinin neden farklı tüketim kararlarına yol açtığını anlamayı da kolaylaştırır.

Üretim tarafında mal ve hizmetler, üretim faktörlerinin belirli bir teknolojiyle bir araya getirilmesiyle ortaya çıkar. Emek insan gücünü, sermaye üretimde kullanılan araçları, doğal kaynaklar üretimin fiziksel temelini, girişimcilik ise organizasyon ve risk üstlenme işlevini ifade eder. Üretim fonksiyonu, kullanılan faktör miktarları ile elde edilen çıktı arasındaki ilişkiyi gösterir. Kısa dönemde bazı girdiler sabitken uzun dönemde tüm girdiler değiştirilebilir. Azalan verimler kanunu, diğer girdiler sabitken bir girdinin sürekli artırılması halinde ilave ürünün bir noktadan sonra azalacağını söyler. Üretim imkanları eğrisi ise kaynaklar ve teknoloji veri iken iki maldan üretilebilecek en yüksek bileşimleri gösterir; eğrinin üzerindeki noktalar etkin, içindeki noktalar eksik kullanım, dışındaki noktalar ise mevcut koşullarla ulaşılamaz üretim düzeyleridir.

Piyasa işleyişinde talep, belirli fiyatlardan satın alınmak istenen miktarı; arz ise satılmak istenen miktarı gösterir. Talep eğrisi çoğu durumda fiyatla ters yönlü, arz eğrisi ise fiyatla aynı yönlü ilişki taşır. Denge fiyatı, arz edilen miktar ile talep edilen miktarın eşitlendiği noktada oluşur. Esneklik kavramı, miktarın fiyat, gelir veya başka bir değişkendeki değişime ne kadar duyarlı olduğunu ölçer. Talebin fiyat esnekliği yüksekse küçük fiyat değişimleri miktarda güçlü değişim yaratır; düşükse tüketim daha sınırlı tepki verir. Maliyet kavramları da firma davranışının merkezindedir. Sabit maliyet üretim miktarından bağımsız, değişken maliyet üretimle birlikte değişen maliyettir; toplam, ortalama ve marjinal maliyet kararların farklı yönlerini açıklar.

Piyasa türleri, firmaların fiyat belirleme gücünü ve rekabet koşullarını değiştirir. Tam rekabette çok sayıda alıcı ve satıcı, homojen ürün, piyasaya giriş çıkış serbestliği ve tam bilgi varsayılır; firma fiyat kabullenicidir. Monopolde tek satıcı bulunduğu için firma fiyat üzerinde daha güçlüdür, ancak talep koşullarıyla sınırlıdır. Monopolcü rekabette çok sayıda firma farklılaştırılmış ürünlerle rekabet eder. Oligopolde az sayıda firma vardır ve her firmanın kararı diğerlerinin tepkisini dikkate alır. Bu yüzden oligopol analizinde stratejik davranış, fiyat liderliği, anlaşmalı davranış veya kırık talep eğrisi gibi modeller öne çıkar. Temel kavramlar bütünlüğü, kıtlık ve tercih mantığından başlayarak tüketici, üretici ve piyasa davranışını tek bir ekonomik akıl yürütme zinciri içinde birleştirir.

10. GENEL EKONOMİ

İçindekiler

10.2 · Para Politikaları

Para, Merkez Bankası ve Politika Aktarım Mekanizması

KISACA

Para politikası, para arzı, faiz oranları, kredi koşulları ve beklentiler üzerinden ekonomide fiyat istikrarı, finansal istikrar ve üretim-istihdam dengesi üzerinde etkili olur. Paranın değişim aracı, hesap birimi, değer saklama ve ertelenmiş ödeme aracı işlevleri ekonomik işlemlerin ortak zeminini oluşturur. Kaydi para sistemi, bankaların mevduat ve kredi yaratma süreciyle para arzını genişletir; para çarpanı bu ilişkinin çerçevesini verir. Para talebi klasik miktar teorisinden Keynesyen likidite tercihinin ve Friedman'ın modern miktar yaklaşımına kadar farklı saiklerle açıklanır. Merkez bankası, açık piyasa işlemleri, politika faizi, zorunlu karşılıklar, reeskont ve döviz işlemleri gibi araçlarla likiditeyi yönetir. Enflasyon hedeflemesi, parasal hedefleme ve kur hedeflemesi farklı politika rejimleridir. Sıkı para politikası talebi ve kredi genişlemesini sınırlarken genişletici politika likiditeyi artırır; etkiler gecikmeli ve beklentilere bağlıdır.

Para, ekonomik işlemlerin ortak ölçüsünü ve değişim aracını sağlayan kurumsal bir araçtır. Bir ekonomide mal ve hizmet değişiminin takas yoluyla yapılması, tarafların karşılıklı ihtiyaçlarının aynı anda örtüşmesini gerektirir ve işlem maliyetini yükseltir. Para bu sorunu azaltır; değişim aracı olarak alışverişini kolaylaştırır, hesap birimi olarak fiyatları ortak bir ölçekte ifade eder, değer saklama aracı olarak satın alma gücünün zamana taşınmasına imkan verir ve ertelenmiş ödeme aracı olarak borç ilişkilerinin kurulmasını sağlar. Paranın kabul görmesi, taşınabilirliği, bölünebilirliği, dayanıklılığı ve homojenliği onun işlevlerini destekleyen temel özelliklerdir.

Modern ekonomilerde para yalnızca dolaşımdaki nakitten ibaret değildir. Vadesiz mevduatlar ve bankacılık sistemi içinde yaratılan kaydi para, ödeme mekanizmasının önemli parçasıdır. Bankalar mevduat toplar, zorunlu karşılıkları ayırır ve kalan kısmı krediye dönüştürür. Bu kredi tekrar mevduat olarak sisteme girdiğinde mevduat ve kredi zinciri genişler. Para çarpanı, zorunlu karşılık oranı ve bankacılık davranışı üzerinden kaydi para yaratma kapasitesini açıklar; ancak fiili genişleme yalnızca mekanik orana değil kredi talebine, bankaların risk algısına ve merkez bankası likiditesine de bağlıdır. Para arzı büyüklükleri bu nedenle dar ve geniş tanımlarla izlenir. M1 daha likit unsurları, M2 ve M3 ise daha geniş mevduat ve benzeri parasal varlıkları kapsar.

Para talebi teorileri, ekonomik birimlerin neden para tuttuklarını farklı açılardan açıklar. Klasik miktar teorisi, para miktarı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişkiyi dolaşım hızı ve işlem hacmi üzerinden kurar. Cambridge yaklaşımı parayı servetin elde tutulmak istenen bir bölümü olarak ele alır. Keynesyen likidite tercihi işlem, ihtiyat ve spekülasyon saiklerini ayırır; faiz oranı yükseldiğinde para tutmanın alternatif maliyeti arttığı için spekülasyon amaçlı para talebi azalır. Friedman'ın modern miktar teorisi ise para talebini servet, beklenen getiri ve enflasyon beklentileriyle ilişkilendirir. Bu teorik ayrımlar, para politikası kararlarının yalnızca para arzını değil faizleri, beklentileri ve portföy tercihlerini de etkilediğini gösterir.

Merkez bankası para politikasının kurumsal merkezidir. Temel amacı fiyat istikrarı olduğunda, para politikasının güvenilirliği ve bağımsızlığı özel önem taşır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankası orta vadeli bir enflasyon hedefi açıklar, politika araçlarını bu hedefe ulaşacak şekilde kullanır ve sapmaların nedenlerini kamuoyuna açıklar. Parasal hedefleme, para arzı büyüklükleri üzerinden ara hedef belirlemeye dayanır. Kur hedeflemesi ise döviz kuru üzerinden nominal çıpa kurar. Her rejimin başarısı ekonominin yapısına, sermaye hareketliliğine, maliye politikasıyla uyuma ve beklenti yönetimine bağlıdır.

Merkez bankasının başlıca araçları likidite ve faiz kanalları üzerinden çalışır. Açık piyasa işlemleri, menkul kıymet alım satımı ve repo-ters repo işlemleriyle piyasadaki para miktarını değiştirir. Politika faizi ve faiz koridoru kısa vadeli piyasa faizleri için referans oluşturur. Zorunlu karşılıklar, bankaların kredi yaratma kapasitesini etkiler. Reeskont kredileri ve döviz işlemleri hem likiditeyi hem de dış ticaret finansmanını etkileyebilir. Döviz rezervleri, zor dönemlerde güven unsuru olarak da izlenir; ancak rezerv yönetimi para politikasının tek başına ikamesi değildir.

Sıkı para politikası, para arzını ve kredi genişlemesini sınırlayarak toplam talebi azaltmayı ve enflasyon baskısını düşürmeyi hedefler. Faizlerin yükselmesi yatırım ve tüketim kararlarını yavaşlatabilir, yerli para varlıklarının getirisini artırarak döviz kuru üzerinde de etkili olabilir. Genişletici para politikası ise likiditeyi artırır, faizleri aşağı çekmeyi ve kredi koşullarını gevşetmeyi amaçlar. Bu politika üretim ve istihdamı destekleyebilir, fakat talep koşulları güçlü ve kapasite sınırlıysa enflasyonist baskı doğurabilir. Para politikasının etkileri hemen ve tam olarak görülmez; tanıma, karar, uygulama ve etki gecikmeleri vardır. Bu nedenle merkez bankası yalnızca mevcut veriye değil geleceğe dönük enflasyon, çıktı açığı, finansal istikrar ve beklenti göstergelerine bakarak karar verir.

10. GENEL EKONOMİ

İçindekiler

10.3 · Maliye Politikaları

Kamu Harcamaları, Vergiler ve Maliye Politikası Etkileri

KISACA

Maliye politikası, devletin harcama, vergi, borçlanma ve bütçe tercihleriyle toplam talep, gelir dağılımı, kaynak tahsisi ve ekonomik istikrar üzerinde oluşturduğu etkileri inceler. Kamu harcamaları cari, yatırım ve transfer harcamaları gibi gruplara ayrılır; kamu gelirleri içinde vergiler, harçlar, resimler, şerefiyeler, parafiskal gelirler ve borçlanma farklı nitelikler taşır. Vergiler dolaylı veya dolaysız, artan oranlı veya düz oranlı olabilir; vergi yükü, yansıması ve Laffer eğrisi kamu gelirin davranışını anlamada kullanılır. Bütçe ilkeleri ve bütçe sistemleri, kamu mali yönetiminin disiplinini sağlar. Genişletici maliye politikası kamu harcamalarını artırarak veya vergileri azaltarak talebi destekler; daraltıcı politika ters yönde çalışır. Çarpan mekanizması, otomatik istikrar sağlayıcılar, IS-LM dengesi ve dışlama etkisi maliye politikasının gücünü ve sınırlarını gösterir.

Maliye politikası, devletin ekonomik amaçlara ulaşmak için bütçe araçlarını kullanmasıdır. Kamu harcamaları, vergiler, transferler, borçlanma ve bütçe dengesi bu politikanın ana unsurlarını oluşturur. Devlet, yalnızca gelir toplayan ve harcama yapan bir kurum değildir; kaynak tahsisini etkiler, gelir dağılımını değiştirebilir, ekonomik dalgalanmaları yumuşatabilir ve kamusal mal üretimiyle özel piyasanın tek başına çözmekte zorlandığı alanlara müdahale eder. Bu nedenle maliye politikasının etkisi hem kısa vadeli toplam talep yönetiminde hem de uzun vadeli büyüme ve refah yapısında görülür.

Kamu harcamaları niteliklerine göre farklı sonuçlar doğurur. Cari harcamalar kamu hizmetlerinin sürekliliği için yapılan personel, mal ve hizmet alımı gibi harcamaları kapsar. Yatırım harcamaları altyapı, eğitim, sağlık veya üretim kapasitesini artıran projeler yoluyla ekonominin sermaye birikimini destekleyebilir. Transfer harcamaları ise mal veya hizmet karşılığı olmayan ödemelerdir; sosyal güvenlik, yardımlar ve sübvansiyonlar gelir dağılımı ve tüketim üzerinde etkili olabilir. Harcamanın toplam büyüklüğü kadar bileşimi de önemlidir; aynı bütçe açığı, üretken yatırım harcamalarından veya kalıcı cari giderlerden kaynaklandığında farklı sonuçlar yaratır.

Kamu gelirleri içinde vergiler merkezi role sahiptir. Vergi, kamu hizmetlerinin finansmanı için karşılıksız ve zorunlu olarak alınır. Harç, belirli bir kamu hizmetinden yararlanan kişiden alınır; resim, izin veya belge gibi kamu gücü işlemleriyle ilişkili olabilir. Şerefiye, kamu yatırımı nedeniyle özel mülk değerinde oluşan artıştan pay alınması mantığına dayanır. Parafiskal gelirler sosyal güvenlik benzeri kurumlar aracılığıyla toplanan zorunlu ödemelerdir. Vergiler dolaylı ve dolaysız olarak ayrılabilir; gelir ve servet üzerinden alınan vergiler dolaysız, harcama ve işlem üzerinden alınanlar dolaylı nitelik taşır. Verginin matrahı, oranı, tarifesi, tahakkuku ve tahsili kamu maliyesinin temel kavramlarıdır.

Vergi politikasının ekonomik etkisi yalnızca tahsil edilen tutarla sınırlı değildir. Vergi yükünün kimde kaldığı, yansıma sürecine bağlıdır. Talep ve arz esneklikleri, verginin tüketici ile üretici arasında nasıl paylaşıldığını belirler. Artan oranlı vergiler gelir arttıkça ortalama vergi oranını yükseltir; düz oranlı

vergiler aynı oranı uygular. Laffer eğrisi, vergi oranı ile vergi geliri arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığını vurgular; oran çok yükseldiğinde çalışma, yatırım ve kayıtlı faaliyet motivasyonu azalabileceği için gelir düşebilir. Ricardocu denklik yaklaşımı ise kamu borçlanması gelecekte vergi artışı beklentisi yaratması halinde özel tüketimi sınırlayabileceğini savunur.

Bütçe, maliye politikasının planlama ve denetim aracıdır. Genellik, birlik, yıllık olma, açıklık, doğruluk ve denklik gibi bütçe ilkeleri kamu mali yönetiminin şeffaflığına hizmet eder. Klasik bütçe daha çok harcama kalemlerinin denetimine odaklanırken program, performans veya sıfır tabanlı bütçe gibi yaklaşımlar amaç, çıktı ve etkinlik bağlantısını güçlendirmeye çalışır. Bütçe açığı borçlanmayla finanse edildiğinde faiz giderleri ve borç sürdürülebilirliği gündeme gelir. Borçlanmanın iç veya dış kaynaklardan yapılması, vade yapısı ve faiz koşulları makroekonomik kırılganlık üzerinde belirleyici olabilir.

Maliye politikası genişletici veya daraltıcı yönde kullanılabilir. Durgunlukta kamu harcamalarının artırılması veya vergilerin azaltılması toplam talebi canlandırabilir. Enflasyonist baskıların yükseldiği dönemlerde harcamaların kısılması veya vergilerin artırılması talebi soğutabilir. Çarpan mekanizması, harcamadaki ilk değişimin gelir ve tüketim üzerinden daha büyük toplam etki yaratabileceğini açıklar. Vergi ve transfer çarpanları harcama çarpanından farklı çalışır; açık ekonomide ithalat sızıntısı çarpanın gücünü azaltır. Otomatik istikrar sağlayıcılar, ayrıca karar alınmadan devreye giren vergi ve transfer mekanizmalarıdır; gelir düştüğünde vergi tahsilatı azalır ve bazı transferler artar, gelir yükseldiğinde ters etki oluşur.

Maliye politikasının sınırları da vardır. IS-LM çerçevesinde kamu harcamaları IS eğrisini sağa kaydırarak gelir ve faiz üzerinde etki yaratır. Faiz yükseldiğinde özel yatırımın azalması dışlama etkisi olarak adlandırılır. Para talebinin faize duyarlılığı, yatırımın faiz duyarlılığı ve sermaye hareketliliği maliye politikasının etkinliğini değiştirir. Klasik yaklaşım piyasanın kendiliğinden dengeye yöneleceğini ve mali müdahalenin sınırlı kalması gerektiğini savunurken Keynesyen yaklaşım eksik istihdam ve talep yetersizliği durumunda aktif maliye politikasını önemser. Monetarist ve yeni klasik yaklaşımlar beklentiler, gecikmeler ve kuralla dayalı politika ihtiyacını vurgular. Bu nedenle maliye politikası, bütçe disiplini, beklentileri ve para politikasıyla uyumu birlikte gözettiğinde daha sağlıklı çalışır.

10. GENEL EKONOMİ

İçindekiler

10.4 · Makroekonomik Göstergeler ve Yorumu

Milli Gelir, İstihdam, Enflasyon ve Büyüme Göstergeleri

KISACA

Makroekonomik göstergeler, ekonominin üretim, gelir, fiyat, istihdam, bütçe, dış denge ve büyüme görünümünü birlikte okumayı sağlar. Gayrisafi yurt içi hasıla belirli bir dönemde ülke sınırları içinde üretilen nihai mal ve hizmetlerin piyasa değeridir; nominal büyüklük cari fiyatlarla, reel büyüklük fiyat etkisinden arındırılarak hesaplanır. GSYH üretim, harcama ve gelir yöntemleriyle ölçülebilir; deflatör fiyat değişimini izlemeye yarar. İşgücü, istihdam ve işsizlik oranları emek piyasasının durumunu gösterir; doğal işsizlik, NAIRU, Okun yasası ve Phillips eğrisi üretim, işsizlik ve enflasyon bağlantılarını açıklar. Enflasyon, deflasyon ve dezenflasyon fiyatlar genel düzeyindeki farklı hareketleri ifade eder. TÜFE, ÜFE, çekirdek enflasyon, bütçe dengesi, kamu borcu, rezervler, güven endeksleri, kapasite kullanımı ve büyüme göstergeleri birlikte değerlendirildiğinde ekonomik konjonktür daha doğru yorumlanır.

Makroekonomik göstergeler, tek tek rakamlardan çok bir ekonominin genel yönünü anlamaya yarayan ilişkiler bütünüdür. Üretim artıyor ama enflasyon hızlanıyorsa, işsizlik düşüyor ama cari açık genişliyorsa veya bütçe dengesi bozulurken büyüme geçici biçimde güçleniyorsa, tabloyu yalnızca bir göstergeyle değerlendirmek yanıltıcı olur. Bu nedenle milli gelir, istihdam, fiyatlar, kamu maliyesi, dış denge, finansal güven ve büyüme göstergeleri birlikte okunmalıdır. Her gösterge belirli bir soruya cevap verir; asıl yorum gücü, bu cevapların birbirini destekleyip desteklemediğini görmede ortaya çıkar.

Gayrisafi yurt içi hasıla, belirli bir dönemde ülke sınırları içinde üretilen nihai mal ve hizmetlerin piyasa değeridir. Nihai mal vurgusu, ara malların tekrar tekrar sayılmasını engeller. Gayrisafi milli hasıla ise vatandaşlık veya yerleşiklik bağına göre milli üretim kavramını kullanır. Safi milli hasıla amortismanların düşülmesiyle elde edilir; milli gelir, kişisel gelir ve harcanabilir kişisel gelir ise üretimden bireylerin harcama gücüne doğru ilerleyen farklı gelir kavramlarıdır. Nominal GSYH cari fiyatlarla ölçülür; reel GSYH fiyat değişiminden arındırılarak üretim miktarındaki gerçek değişimi göstermeye çalışır. GSYH deflatörü nominal ve reel hasıla arasındaki ilişkiyle fiyatlar genel düzeyindeki değişimi yansıtır.

GSYH üç ana yöntemle hesaplanabilir. Üretim yöntemi, sektörlerde yaratılan katma değerleri toplar. Harcama yöntemi, tüketim, yatırım, kamu harcamaları ve net ihracat bileşenlerini kullanır. Gelir yöntemi, üretim sürecinde emek, sermaye, girişimci ve kamuya dağılan gelirleri dikkate alır. Bu yöntemler teorik olarak aynı toplamı verir; uygulamada veri kaynakları ve revizyonlar nedeniyle geçici farklılıklar ortaya çıkabilir. GSYH, refahın tamamını ölçmez. Kayıt dışı üretim, ev içi üretim, gelir dağılımı, çevresel maliyetler ve yaşam kalitesi gibi unsurlar bu göstergenin dışında kalabilir. Bu yüzden kişi başına gelir, Gini katsayısı ve Lorenz eğrisi gibi göstergeler gelir düzeyiyle birlikte dağılımı da yorumlamaya yardım eder.

Emek piyasasında nüfusun tamamı işgücü sayılmaz. Çalışanlar ve çalışmak isteyip iş arayanlar işgücünü oluşturur; istihdam edilenler fiilen çalışanları, işsizler ise çalışma isteği ve arama koşullarını sağlayan ama iş bulamayan kişileri ifade eder. İşsizlik oranı işsizlerin işgücüne oranıdır. İstihdam oranı çalışanların çalışma çağındaki nüfusa oranını, işgücüne katılım oranı ise işgücünün çalışma çağındaki nüfusa oranını gösterir. Friksiyonel işsizlik iş arama ve iş değiştirme sürecinden, yapısal işsizlik beceri ve sektör uyumsuzluklarından, konjonktürel işsizlik ekonomik dalgalanmalardan kaynaklanır. Doğal işsizlik oranı ve NAIRU kavramları, enflasyonu hızlandırmadan sürdürülebilecek işsizlik düzeyiyle ilişkilidir.

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artıştır. Deflasyon fiyatlar genel düzeyinin düşmesini, dezenflasyon ise enflasyon oranının azalmasını ifade eder. Talep enflasyonu toplam talebin üretim kapasitesini aşmasıyla, maliyet enflasyonu üretim maliyetlerinin yükselmesiyle oluşabilir. TÜFE tüketici sepetindeki fiyat değişimini, ÜFE üretici fiyatlarını, çekirdek enflasyon ise geçici veya oynak kalemlerden arındırılmış eğilimi izler. GSYH deflatörü ekonomide üretilen nihai mal ve hizmetlerin genel fiyat değişimini gösterdiği için TÜFE'den farklı bir kapsama sahiptir. Phillips eğrisi kısa dönemde enflasyon ile işsizlik arasında ters ilişki olabileceğini, Okun yasası ise üretim açığı ile işsizlik arasındaki bağlantıyı anlatır. Ancak beklentiler, arz şokları ve yapısal koşullar bu ilişkilerin gücünü değiştirebilir.

Kamu maliyesi ve finansal göstergeler makro tabloyu tamamlar. Bütçe açığı, kamu harcamaları ile gelirleri arasındaki farkı; kamu borcu ise geçmiş açıkların birikimli sonucunu gösterir. Borcun milli gelire oranı, faiz yükü ve vade yapısı sürdürülebilirlik açısından önemlidir. Merkez bankası rezervleri, döviz likiditesi ve dış ödeme kapasitesi hakkında bilgi verir; ancak rezervlerin brüt veya net yorumlanması farklı sonuçlar doğurabilir. Güven endeksleri beklentileri, kapasite kullanım oranı sanayide üretim potansiyeline yaklaşma düzeyini, iş çevrimleri ise genişleme ve daralma dönemlerini izlemeye yarar.

Ekonomik büyüme, reel üretim kapasitesinin artmasıdır. Emek miktarı ve niteliği, sermaye birikimi, teknoloji, doğal kaynaklar, kurumsal yapı ve kamu altyapısı büyümenin temel kaynaklarıdır. Cobb-Douglas üretim fonksiyonu ve büyüme muhasebesi, üretim artışını faktör girdileri ve toplam faktör verimliliği üzerinden ayırtmaya imkan verir. Yakınsama yaklaşımı, düşük gelirli ekonomilerin uygun koşullarda daha hızlı büyüyerek yüksek gelirli ekonomilere yaklaşabileceğini savunur. Solow modeli sermaye birikimi, nüfus artışı ve teknolojik ilerleme arasındaki uzun dönem ilişkileri açıklar. Orta gelir tuzağı ise belirli bir gelir düzeyine ulaşan ekonomilerin verimlilik ve teknoloji sıçraması yapamadığında daha üst gelir grubuna geçmekte zorlanmasını ifade eder. Makro göstergeleri doğru yorumlamak, bu kavramları aynı resmin parçaları olarak birleştirmeyi gerektirir.

10. GENEL EKONOMİ

İçindekiler

10.5 · Dış Ticaret ve Uluslararası Ekonomi

Dış Ticaret, Ödemeler Dengesi ve Döviz Kuru Mekanizması

KISACA

Uluslararası ekonomi, ülkeler arasındaki mal, hizmet, sermaye ve döviz ilişkilerini açıklar. Klasik dış ticaret teorileri mutlak ve karşılaştırmalı üstünlük üzerinden uzmanlaşmanın kazançlarını gösterir; Heckscher-Ohlin yaklaşımı faktör donanımını, Stolper-Samuelson ve faktör fiyat eşitliği teoremleri ticaretin gelir dağılımı ve faktör getirileri üzerindeki etkilerini vurgular. Ödemeler dengesi cari işlemler, sermaye ve finans hesabı, rezervler ve net hata noksan kalemleriyle dış ekonomik ilişkilerin muhasebesini verir. Dış ticaret politikası tarifeler, tarife dışı önlemler, ihracat teşvikleri ve bağlı ticaret araçlarıyla yürütülür. Döviz piyasasında kur kotasyonları, alış-satış farkı, çapraz kur, forward işlemler, arbitraj ve korunma mekanizmaları önemlidir. Satın alma gücü paritesi, faiz paritesi ve Fisher etkisi kur beklentilerini açıklayan başlıca ilişkiler arasındadır. Sabit, esnek ve karma kur rejimleri ise para ve maliye politikasının etkinliğini değiştirir.

Dış ticaretin temel sorusu, ülkelerin neden kendi ihtiyaçlarının tamamını içerde üretmek yerine birbirleriyle mal ve hizmet alışverişi yaptığıdır. Merkantalist yaklaşım dış ticareti değerli maden biriktirme ve ihracat fazlası yaratma amacıyla açıklarken klasik iktisat bu bakışı uzmanlaşma ve verimlilik kazançlarıyla değiştirmiştir. Mutlak üstünlük teorisine göre bir ülke daha düşük maliyetle üretebildiği mallarda uzmanlaşırsa ticaretten kazanç doğar. Karşılaştırmalı üstünlük teorisi daha güçlü bir sonuç verir: Bir ülke her malda daha verimli olsa bile, göreceli olarak daha avantajlı olduğu malda uzmanlaşıp diğer malı ithal ettiğinde karşılıklı kazanç mümkündür. Böylece ticaretin temeli mutlak üstünlükten çok fırsat maliyeti farklarına dayanır.

Modern ticaret teorileri faktör donanımı ve gelir dağılımı etkilerini de dikkate alır. Heckscher-Ohlin yaklaşımı, ülkelerin bol sahip oldukları üretim faktörünü yoğun kullanan mallarda ihracatçı olacağını savunur. Faktör fiyatlarının ticaret yoluyla yakınsayabileceği fikri, uluslararası ticaretin emek ve sermaye getirileri üzerindeki etkisini açıklar. Stolper-Samuelson teoremi, ticaretin ülke içinde bazı faktör sahiplerinin gelirini artırırken bazılarını azaltabileceğini gösterir. Leontief paradoksu ise gözlenen ticaret yapısının her zaman basit faktör donanımı beklentileriyle örtüşmeyebileceğini ortaya koyar. Bu nedenle dış ticaret yalnızca toplam refah meselesi değil, aynı zamanda gelir dağılımı ve uyum maliyeti meselesidir.

Ödemeler dengesi, bir ülkenin dış alemle yaptığı ekonomik işlemlerin sistematik kaydıdır. Cari işlemler hesabı mal ve hizmet ticareti, birincil gelir ve ikincil gelir kalemlerini içerir. Sermaye ve finans hesabı, sermaye transferleri ile doğrudan yatırım, portföy yatırımı ve diğer finansal akımları gösterir. Rezerv varlıklar merkez bankasının dış likidite pozisyonuyla ilgilidir. Net hata noksan kalemi, kayıt zamanlaması ve veri kaynakları arasındaki farklardan doğan denkleştirme unsurudur. Teorik olarak ödemeler

denge muhasebe anlamında dengededir; fakat cari açık, finansman kalitesi, kısa vadeli borçlanma ve rezerv hareketleri ekonomik kırılganlık açısından ayrıca yorumlanır.

Dış ticaret politikası, ülkelerin ticaret akımlarını değiştirmek için kullandığı araçları kapsar. Gümrük tarifeleri ithal malın iç fiyatını yükselterek yerli üreticiyi koruyabilir, fakat tüketici maliyetini artırır ve kaynak tahsisinde kayıp yaratabilir. Tarife dışı önlemler kota, teknik düzenleme, lisans, standart ve benzeri uygulamalarla ticareti sınırlayabilir. İhracat teşvikleri dış satışları desteklerken bağlı ticaret uygulamaları karşılıklı mal veya hizmet değişimine dayanabilir. Dünya Ticaret Örgütü düzeni ayrımcılık yapmama ve en çok kayırlan ülke ilkesi gibi kurallara dayanır; ancak bölgesel anlaşmalar ve belirli istisnalar bu çerçevenin içinde yer alabilir. Damping, bir malın dış piyasada normal değerinin altında satılmasıyla haksız rekabet tartışması yaratır.

Döviz piyasası, ulusal paraların birbirine dönüştürüldüğü piyasadır. Kur kotasyonu doğrudan veya dolaylı biçimde yapılabilir; alış ve satış kuru arasındaki fark spread olarak adlandırılır. Likidite, işlem büyüklüğü ve risk koşulları spread üzerinde etkili olur. Çapraz kur, iki para biriminin üçüncü bir para üzerinden hesaplanan değeridir. Farklı piyasalarda tutarsız kurlar oluştuğunda üçgen arbitraj olanağı doğabilir; arbitraj işlemleri bu farkı kapatma eğilimindedir. Forward işlemler gelecekteki bir tarihte bugünden belirlenen kurla döviz alım satımı yapılmasını sağlar. İhracatçı, ithalatçı veya döviz borcu taşıyan bir firma forward sözleşme kullanarak kur riskini azaltabilir.

Kur beklentilerini açıklayan temel parite ilişkileri uluslararası finansın ana dilidir. Satın alma gücü paritesi, uzun dönemde benzer mal sepetlerinin farklı ülkelerde ortak para cinsinden benzer maliyete yönelmesi gerektiğini savunur. Faiz paritesi, yerli ve yabancı faiz oranları ile spot ve forward kurlar arasındaki ilişkiyi kurar. Korunmuş faiz paritesinde forward kur aracılığıyla kur riski kapatılır; korunmamış faiz paritesi beklenen kur değişimini dikkate alır. Fisher etkisi, nominal faiz oranının reel faiz ve beklenen enflasyonla ilişkisini gösterir. Carry trade, düşük faizli para biriminden borçlanıp yüksek faizli para birimine yatırım yapma stratejisidir; kur değişimi bu getiriye güçlendirebilir veya tersine çevirebilir.

Kur rejimleri makroekonomik politikanın çalışma biçimini değiştirir. Sabit kur rejiminde merkez bankası kuru belirli düzeyde tutmaya çalışır ve para politikası dış denge baskısıyla sınırlanabilir. Esnek kur rejiminde kur piyasa koşullarına göre dalgalanır, para politikası daha bağımsız kullanılabilir; ancak kur oynaklığı artabilir. Yönetimli dalgalanma ve ara rejimler bu iki uç arasında yer alır. Mundell-Fleming çerçevesi, sermaye hareketliliği ve kur rejimine göre para ve maliye politikasının etkinliğinin değiştiğini gösterir. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu sabit kurda para politikası sınırlanırken maliye politikası daha güçlü olabilir; esnek kurda para politikası daha etkili, maliye politikası ise kur ve dışlama kanalları nedeniyle daha sınırlı çalışabilir. Uluslararası ekonomi bu yüzden ticaret teorisi, ödemeler dengesi ve döviz kuru mekanizmasını aynı bütün içinde değerlendirir.

11. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

11.1 · Paranın Zaman Değeri ve Faiz Hesaplamaları

Paranın Zaman Değeri, Faiz ve Nakit Akışı Hesapları

KISACA

Paranın zaman değeri, bugünkü bir parasal tutar ile gelecekteki tutarın aynı ekonomik değere sahip olmamasını açıklar. Tasarruf eden ekonomik birim bugünkü tüketiminden vazgeçtiği için getiri bekler; borçlanan ekonomik birim ise bugünkü tüketimini artırmanın bedeline katlanır. Faiz, borç verilen fonun geliri veya borç alınan fonun maliyetidir. Basit faiz yalnızca anapara üzerinden hesaplanırken bileşik faiz her dönem biriken faizi de yeni anaparaya ekler. Bu nedenle uzun vadede bileşik faiz etkisi güçlüdür. Nominal oran, efektif yıllık oran ve sürekli bileşik oran karşılaştırmalarda doğru dönüştürülmelidir. Gelecekteki değer, bugünkü nakdin faizle büyütülmüş halidir; bugünkü değer, gelecekteki nakdin iskonto oranıyla bugüne indirgenmiş halidir. Tek nakit akışı, farklı tutarlı seri, anüite, büyüyen anüite ve sonsuz nakit akışı hesapları yatırım değerlemesinin temel matematiğini oluşturur.

Paranın zaman değeri, finansal kararların en temel mantığıdır. Bugün elde bulunan bir parasal tutar, aynı tutarın gelecekte elde edilmesinden daha değerlidir; çünkü bugünkü tutar yatırımda kullanılabilir, faiz veya getiri sağlayabilir ve belirsizlik karşısında daha erken tüketim imkanı verir. Fon fazlası olan ekonomik birim bugünkü tüketimini erteleyerek gelecekte daha fazla tüketim yapmayı bekler. Fon açığı olan ekonomik birim ise bugünkü tüketimini artırmak için gelecekte daha az tüketmeye razı olur. Bu değişimin ödülü veya bedeli, paranın zaman değeri olarak ifade edilir. Fiyatların değişmediği ve belirsizliğin olmadığı varsayımsal durumda saf zaman değeri söz konusudur; gerçek hayatta ise enflasyon, risk ve bekleme süresi gerekli getiri oranını birlikte belirler.

Faiz, borç verilen fon karşılığında elde edilen gelir veya borç alınan fon karşılığında katlanılan maliyettir. Faiz oranı, belirli dönemdeki faiz tutarının anaparaya oranıdır. Hesaplama biçimine göre basit ve bileşik faiz ayrımı yapılır. Basit faizde faiz yalnızca başlangıç anaparası üzerinden hesaplanır; her dönem elde edilen faiz yeni faiz hesabına dahil edilmez. Bu yüzden basit faiz doğrusal bir büyüme yaratır. Bileşik faizde ise her dönemin sonunda oluşan faiz anaparaya eklenir ve sonraki dönemin faizi bu yeni tutar üzerinden hesaplanır. Zaman uzadıkça bileşik faizin etkisi hızlanır; kısa vadede küçük görünen farklar uzun vadede büyük tutar ayrışmalarına dönüşebilir.

Faiz oranlarının karşılaştırılmasında nominal oran ile efektif oran ayrımı dikkat ister. Bankaların veya finansal araçların ilan ettiği yıllık oran çoğu zaman dönem içi bileşikleşmeyi doğrudan göstermez. Faiz yıl içinde aylık, üç aylık, altı aylık veya günlük bileşikleniyorsa gerçek yıllık getiri ilan edilen basit orandan farklılaşır. Efektif yıllık faiz oranı, dönem içi bileşikleşmenin yıllık toplam etkisini gösterir ve farklı finansal ürünleri karşılaştırmak için daha sağlıklı ölçüdür. Sürekli bileşik faiz ise bileşikleşme dönem sayısının teorik olarak sonsuza yaklaştırıldığı durumu ifade eder. Özellikle opsiyon fiyatlama gibi bazı finansal modellerde matematiksel kolaylık sağladığı için sürekli bileşik oran kullanılır.

Paranın zaman değeri hesapları iki ana yönde çalışır. Gelecekteki değer, bugünkü bir nakit akışının belirli bir faiz oranı üzerinden gelecekte ulaşacağı tutardır. Bugünkü değer ise gelecekte elde edilecek

bir nakit akışının iskonto oranı kullanılarak bugünkü karşılığıdır. İskonto oranı burada yalnızca matematiksel bir oran değil, zaman, enflasyon, risk ve alternatif getiri beklentisini yansıtan finansal eşiği temsil eder. Bir yatırımın beklenen nakit akışı bugüne indirgenirken, gelecekteki tutarın ne zaman geleceği ve hangi riskleri taşıdığı değer üzerinde belirleyici olur.

Nakit akışları tek seferlik veya seri halinde olabilir. Tek nakit akışında bugünkü değer ve gelecekteki değer doğrudan bir büyütme veya indigeme işlemiyle bulunur. Seri nakit akışlarında her dönemin nakdi ayrı ayrı iskonto edilir veya geleceğe taşınır. Dönemsel nakit akışları eşitse anüite hesapları kullanılır; ödemeler dönem sonunda yapılıyorsa olağan anüite, dönem başında yapılıyorsa peşin anüite mantığı uygulanır. Nakit akışları belirli bir büyüme oranıyla artıyorsa büyüyen anüite formülleri devreye girer. Sonsuza kadar süreceği varsayılan sabit nakit akışları perpetüite, belirli oranda büyüyen sonsuz nakit akışları ise büyüyen perpetüite yaklaşımıyla değerlendirilir.

Bu hesapların finansal karar açısından anlamı, farklı zamanlarda gerçekleşen tutarları ortak bir zamana taşımaktır. Bir kredi taksiti, tahvil kuponu, kira geliri, temettü akışı veya proje nakit akışı doğrudan toplanamaz; çünkü zamanları ve riskleri farklıdır. Hepsi aynı iskonto oranıyla bugüne indirildiğinde veya aynı faiz oranıyla geleceğe taşındığında karşılaştırılabilir hale gelir. Bu nedenle faiz ve paranın zaman değeri, yalnızca formül ezberi değil, yatırım projelerinin, borçlanma kararlarının, menkul kıymet değerlemesinin ve portföy analizinin ortak ölçüm dilidir.

11. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

11.2 • Getiri ve Risk

Getiri Ölçümü, Risk Kavramı ve Risk–Getiri Dengesi

KISACA

Getiri, bir yatırımdan belirli dönemde elde edilen kazancın yatırıma bağlanan başlangıç değerine oranıdır. Sermaye kazancı, temettü, kupon veya diğer nakit gelirleri toplam getirinin parçaları olabilir. Elde tutma süresi getirisi tek dönem için yatırımın bütün sonucunu gösterirken, çok dönemli analizlerde aritmetik ortalama, geometrik ortalama, para ağırlıklı getiri ve zaman ağırlıklı getiri farklı amaçlara hizmet eder. Beklenen getiri, olası getirilerin olasılıklarla ağırlıklandırılmış ortalamasıdır. Risk, gerçekleşen getirinin beklenen getiriden sapma ihtimalidir; varyans, standart sapma, kovaryans ve korelasyon bu sapmayı ve varlıklar arası ilişkiyi ölçer. Aşağı yönlü risk ölçüleri yalnızca hedefin altındaki sonuçlara odaklanır. Riskten kaçınan yatırımcı daha yüksek risk için daha yüksek beklenen getiri ister; bu nedenle yatırım kararında getiri tek başına değil riskle birlikte değerlendirilir.

Getiri, yatırım kararının görünen ödülüdür; ancak doğru ölçülmediğinde yanıltıcı olabilir. Bir menkul kıymetin fiyat artışı sermaye kazancı yaratırken, temettü veya kupon gibi nakit ödemeleri de yatırımcının toplam kazancına eklenir. Elde tutma süresi getirisi, dönem başı değere göre dönem sonu fiyat değişimini ve dönem içinde alınan nakit gelirlerini birlikte dikkate alır. Böylece yatırımın belirli bir dönem için bütün performansı ölçülmüş olur. Farklı dönemler veya farklı yatırım araçları karşılaştırılırken getirilerin aynı dönemsel temele dönüştürülmesi gerekir; günlük, aylık veya yıllık getiriler doğrudan yan yana konulursa hatalı sonuç doğabilir.

Çok dönemli getirilerde ortalama yöntemi önem kazanır. Aritmetik ortalama, dönem getirilerinin basit ortalamasıdır ve gelecekteki tek dönem beklenen getiri için pratik bir ölçü olabilir. Geometrik ortalama, bileşik getiri etkisini dikkate alır ve yatırımın zaman içindeki fiili büyümesini daha iyi gösterir. Bu nedenle getiriler dalgalıysa aritmetik ortalama geometrik ortalamadan yüksek çıkabilir. Para ağırlıklı getiri, yatırımcının yaptığı nakit giriş ve çıkışlarının zamanlamasını dikkate alır; iç verim oranı mantığıyla çalışır. Zaman ağırlıklı getiri ise portföy yöneticisinin performansını nakit akışı zamanlamasından arındırarak ölçmeye yarar. Hangi getiri ölçüsünün kullanılacağı, sorunun yatırımcı servetindeki fiili büyümeyi mi yoksa yöneticinin karar performansını mı ölçtüğüne bağlıdır.

Beklenen getiri, gelecekte ortaya çıkabilecek olası getirilerin olasılıklarla ağırlıklandırılmış ortalamasıdır. Belirsizlik içeren bir yatırımda tek bir sonuç değil, farklı senaryolar ve bu senaryoların gerçekleşme ihtimalleri vardır. Beklenen getiri bu dağılımın merkezini verir; fakat yatırımcının karşılaşılabileceği sapmalar hakkında tek başına yeterli bilgi sağlamaz. İki yatırım aynı beklenen getiriye sahip olabilir, ancak birinin olası sonuçları dar bir aralıkta, diğerinin sonuçları çok geniş bir aralıkta dağılır. İşte risk ölçümü bu farkı görünür hale getirir.

Risk, finansal bağlamda çoğu zaman gerçekleşen getirinin beklenen getiriden sapma olasılığıdır. Varyans, getirilerin beklenen getiriden sapmalarının karelerinin beklenen değeridir. Standart sapma, varyansın karekökü olarak getiriyle aynı ölçü biriminde ifade edilir ve toplam oynaklığın yaygın

göstergesidir. Standart sapma yükseldikçe yatırımın sonuçları daha geniş bir aralıkta dağılır. Ancak yatırımcılar her sapmayı aynı şekilde algılamayabilir; beklenenden yüksek getiri olumlu, düşük getiri olumsuzdur. Bu nedenle hedefin altındaki sonuçlara odaklanan aşağı yönlü risk ölçüleri, özellikle zarar olasılığını ve hedef getirinin tutmamasını incelemek için kullanılır.

Bir portföyde tek tek varlıkların riski kadar varlıkların birbirleriyle ilişkisi de önemlidir. Kovaryans iki varlığın getirilerinin birlikte hareket edip etmediğini gösterir; korelasyon ise bu ilişkinin yönünü ve gücünü standartlaştırılmış biçimde ifade eder. Korelasyon pozitifse varlıklar aynı yönde hareket etme eğilimindedir; negatifse biri yükselirken diğeri düşme eğilimi gösterebilir. Korelasyon sıfıra yaklaştıkça ortak hareket zayıflar. Portföy çeşitlendirmesinin temeli budur: Getirileri tam birlikte hareket etmeyen varlıklar bir araya getirildiğinde portföyün toplam riski, varlıkların tekil risklerinin basit ortalamasından daha düşük olabilir.

Risk ve getiri dengesi yatırım teorisinin ana eksenidir. Riskten kaçınan yatırımcı, aynı beklenen getiriye sahip iki yatırımdan riski düşük olanı seçer; daha yüksek risk üstlenmesi için daha yüksek beklenen getiri talep eder. Riske kayıtsız yatırımcı yalnızca beklenen getiriye bakar; riskten hoşlanan yatırımcı ise riskin kendisini tercih sebebi haline getirebilir. Finansal piyasalarda çoğu model riskten kaçınan yatırımcı varsayımıyla kurulur. Bu nedenle yatırım araçları yalnızca getiri potansiyellerine göre değil, likidite, vade, vergi, işlem maliyeti, bilgi riski ve fiyat oynaklığı gibi özellikleriyle birlikte değerlendirilir. Sağlıklı yatırım kararı, getiriye ödül, riski ise bu ödüle ulaşmanın belirsizlik maliyeti olarak birlikte okumayı gerektirir.

11.3 - Portföy Teorisi

Portföy Teorisi, Etkin Sınır ve Optimum Portföy Seçimi

KISACA

Portföy teorisi, yatırımcının tekil varlıklara değil, varlıkların birlikte oluşturduğu risk-getiri bileşimine bakması gerektiğini gösterir. Fayda teorisi, yatırımcının beklenen getiri ile risk arasında nasıl tercih yaptığını açıklar; kayıtsızlık eğrileri aynı faydayı sağlayan risk-getiri kombinasyonlarını gösterir. Ortalama-varyans modeli, portföyün beklenen getirisi ve varyansı üzerinden etkin portföyleri belirler. Portföy getirisi varlık ağırlıklarıyla hesaplanan ağırlıklı ortalamadır; portföy riski ise yalnızca varlık risklerine değil kovaryans ve korelasyon ilişkilerine de bağlıdır. Çeşitlendirme, tam birlikte hareket etmeyen varlıkların birleştirilmesiyle toplam riski azaltır. Etkin sınır, belirli risk düzeyinde en yüksek beklenen getiriyi veya belirli getiri düzeyinde en düşük riski sunan portföyleri gösterir. Risksiz varlık eklendiğinde varlık bileşim doğrusu, teğet portföy ve yatırımcının borç verme-borç alma tercihi portföy seçimini tamamlar.

Portföy teorisinin ana fikri, yatırım kararının tek tek menkul kıymetlerin cazibesinden ibaret olmamasıdır. Bir varlığın beklenen getirisi yüksek olabilir, fakat portföye eklendiğinde toplam riski nasıl değiştirdiği asıl değerlendirme noktasıdır. Modern portföy yaklaşımı, yatırımcının beklenen getiri ile risk arasındaki tercihini sistematik biçimde kurar. Yatırımcı daha yüksek beklenen getiri isterken daha yüksek riske katlanmak zorunda kalabilir; bu tercih fayda kavramıyla ifade edilir. Fayda fonksiyonu, yatırımcının risk karşısındaki tutumunu ve beklenen getiriden aldığı tatmini birleştirir. Kayıtsızlık eğrileri aynı fayda düzeyini sağlayan risk-getiri bileşimlerini gösterir; riskten kaçınan yatırımcı için daha yüksek risk ancak daha yüksek beklenen getiriyle kabul edilebilir hale gelir.

Ortalama-varyans modeli, portföy seçimini beklenen getiri ve varyans üzerinden açıklar. Portföyün beklenen getirisi, portföydeki varlıkların beklenen getirilerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Ancak portföy riski aynı şekilde basit ağırlıklı ortalama değildir. Çünkü varlıkların birlikte nasıl hareket ettikleri toplam riski belirler. İki varlığın getirileri aynı yönde ve güçlü biçimde hareket ediyorsa çeşitlendirme etkisi sınırlı kalır. Korelasyon düşük veya negatifse bir varlığın olumsuz performansı diğerinin olumlu performansı ile kısmen dengelenebilir. Bu nedenle kovaryans ve korelasyon, portföy riskini anlamada en az tekil standart sapmalar kadar önemlidir.

Çeşitlendirme, portföy teorisinin pratik sonucudur. Bir portföye çok sayıda varlık eklemek her zaman aynı ölçüde fayda sağlamaz; önemli olan bu varlıkların aynı risk kaynaklarına ne kadar duyarlı olduğudur. Şirkete özgü risk, farklı sektör ve şirketlere yayılarak azaltılabilir. Ancak ekonomik durgunluk, faiz oranı değişimi, enflasyon veya piyasa genelindeki şoklar gibi sistematik riskler çeşitlendirmeye tamamen yok edilemez. Bu ayrım, daha sonra sermaye varlıklarını fiyatlama modellerinde de merkezi hale gelir. Portföy yöneticisinin amacı yalnızca çok sayıda varlık tutmak değil, risk kaynakları arasında anlamlı denge kurmaktır.

Etkin sınır, yatırım evrenindeki portföyler arasından rasyonel olarak tercih edilebilecek olanları gösterir. Belirli bir risk düzeyi için daha yüksek beklenen getiri sağlayan veya belirli beklenen getiri için daha düşük risk taşıyan portföyler etkin kabul edilir. Etkin sınırın altında kalan portföyler aynı riskle daha düşük getiri sunduğu veya aynı getiri için daha yüksek risk taşıdığı için tercih edilmez. Yatırımcının optimum portföyü, etkin sınır ile kendi kayıtsızlık eğrisinin teğet olduğu noktada oluşur. Böylece piyasanın sunduğu portföy olanakları ile yatırımcının risk iştahı aynı karar çerçevesinde birleşir.

Modele risksiz varlık eklendiğinde portföy seçimi daha güçlü bir yapıya kavuşur. Risksiz varlık, getirisi kesin kabul edilen ve standart sapması sıfır olan yatırım aracını temsil eder. Riskli bir portföy ile risksiz varlığın bileşimi, beklenen getiri ve risk düzleminde varlık bileşim doğrusunu oluşturur. Bu doğrunun eğimi, risk başına ek beklenen getiriyi gösterir. Etkin sınıra teğet olan doğru, en yüksek risk-getiri değişimini sunan riskli portföyü belirler. Bu teğet portföy, tüm yatırımcılar için ortak riskli portföy adayıdır; yatırımcıların farklılaşması, bu portföy ile risksiz varlık arasında ne kadar ağırlık vereceklerinde ortaya çıkar.

Daha düşük risk tercih eden yatırımcı portföyünün bir kısmını risksiz varlıkta tutarak ödünç veren konumunda olabilir. Daha yüksek risk ve getiri hedefleyen yatırımcı ise risksiz faiz oranından borçlanıp elde ettiği fonu teğet riskli portföye yatırarak ödünç alan portföy oluşturabilir. Bu yapı, Tobin'in portföy seçim teoremiyle yatırım kararını iki aşamaya ayırır: Önce en iyi riskli portföy belirlenir, sonra yatırımcı kendi risk tercihinə göre bu portföy ile risksiz varlık arasında dağılım yapar. Portföy teorisi bu nedenle finansal yatırım kararını sezgisel seçim olmaktan çıkarır; beklenen getiri, risk, korelasyon, etkin sınır ve yatırımcı faydasını birlikte çalışan bir karar sistemine dönüştürür.

11. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

11.4.1 · Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli

FVFM, Beta ve Beklenen Getiri İlişkisi

KISACA

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli, riskli bir varlığın denge beklenen getirisini risksiz faiz oranı, pazar risk primi ve beta katsayısı üzerinden açıklar. Sermaye pazarı doğrusu etkin ve iyi çeşitlendirilmiş portföylerde toplam risk ile beklenen getiri ilişkisini gösterirken, FVFM tekil varlıklar için risk ölçüsünü sistematik riskle sınırlar. Çünkü çeşitlendirmeye giderilebilen sistematik olmayan risk için yatırımcıların kalıcı risk primi talep etmesi beklenmez. Beta, varlık getirisinin pazar portföyü getirisine duyarlılığını ölçer. Beta bire eşitse varlık pazarla benzer duyarlılıktadır; birden büyükse daha agresif, birden küçükse daha savunmacıdır. Model tam rekabet, homojen beklentiler, tek dönemlik ufuk, risksiz faizden borçlanma-borç verme, işlem maliyeti ve vergi yokluğu gibi varsayımlara dayanır. Menkul kıymet pazarı doğrusu, adil getiri ile beklenen getiri karşılaştırmasını yaparak düşük veya yüksek fiyatlama yorumuna imkan verir.

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli, modern portföy teorisinin risk ve beklenen getiri ilişkisini tekil varlıklara taşıyan temel denge modelidir. Portföy teorisi yatırımcının iyi çeşitlendirilmiş portföylerle riskini azaltabileceğini gösterir; ancak tek bir hisse senedi veya riskli varlık için hangi getiri oranının adil sayılacağı sorusu ayrıca cevap ister. FVFM bu soruya risksiz faiz oranı, pazarın beklenen getirisi ve varlığın pazara duyarlılığını gösteren beta katsayısı aracılığıyla cevap verir. Modelin pratik önemi, bir varlığın tahmin edilen getirisi ile riskine göre sağlaması gereken denge getirisini karşılaştırmaya imkan vermesidir. Böylece varlığın düşük, yüksek veya adil fiyatlanıp fiyatlanmadığı hakkında çerçeve kurulabilir.

Sermaye Pazarı Doğrusu, risksiz varlık ile pazar portföyünün bileşiminden oluşan etkin portföyler için risk-getiri ilişkisini açıklar. Bu doğru üzerinde risk standart sapma ile ölçülür ve yatırımcıya toplam volatilité karşılığında beklenen risk primi gösterilir. Fakat standart sapma tekil varlıklar için yeterli değildir; çünkü tekil varlığın toplam riskinin bir kısmı portföy içinde çeşitlendirmeye azaltılabilir. Çeşitlendirme yoluyla giderilebilen sistematik olmayan risk için piyasada kalıcı bir getiri ödülü beklenmez. Bu nedenle FVFM toplam risk yerine sistematik riski fiyatlar. Sistematik risk, piyasanın genel hareketlerinden kaynaklanan ve iyi çeşitlendirilmiş portföylerde bile ortadan kaldırılamayan risk bileşenidir.

Beta katsayısı, FVFM'nin merkezindeki risk ölçüsüdür. Bir varlığın getirisi pazar portföyünün getirisine ne kadar duyarlıysa beta o kadar yüksek olur. Beta bire eşitse varlık pazarla aynı yönde ve benzer şiddette hareket etme eğilimindedir. Beta birden büyükse varlık pazar hareketlerine daha duyarlıdır; pazar yükseldiğinde daha güçlü yükselme, düştüğünde daha sert düşme eğilimi gösterebilir. Beta sıfır ile bir arasında olduğunda varlık daha savunmacı niteliktedir. Negatif beta ise varlığın pazarla ters yönlü hareket edebileceğini anlatır. Modelde beklenen getiri, risksiz faiz oranına beta ile ölçülen sistematik risk için talep edilen pazar risk priminin eklenmesiyle oluşur.

FVFM güçlü ama varsayımlı bir modeldir. Yatırımcıların riskten kaçındığı, rasyonel davrandığı, beklenen getiri, risk ve kovaryans tahminlerinde homojen beklentilere sahip olduğu kabul edilir. Tüm yatırımcıların aynı tek dönemlik yatırım ufkuyla hareket ettiği varsayılır. Sermaye piyasasının tam rekabetçi olduğu, yatırımcıların fiyat alıcı olduğu, bütün varlıkların bölünebilir ve pazarlanabilir olduğu, risksiz faiz oranından sınırsız borç alıp verebildiği, bilgiye tam ve maliyetsiz eriştiği, açığa satış kısıtı olmadığı, vergi ve işlem maliyetlerinin bulunmadığı varsayımları da modelin ideal piyasa yapısını kurar. Bu varsayımların bir kısmı gerçekçi değildir; fakat model, gerçekliği bire bir kopyalamaktan çok risk-getiri ilişkisini sade bir denge mantığıyla açıklamayı hedefler.

Modelin türetiminde pazar portföyü kritik rol oynar. Homojen beklentiler altında tüm yatırımcılar aynı riskli varlık portföyünü tutar; farklı risk tercihleri yalnızca bu portföy ile risksiz varlık arasındaki ağırlıkları değiştirir. Bütün riskli varlıkların toplam arzı ile yatırımcıların talebi dengelendiğinde bu ortak riskli portföy pazar portföyü olur. Sermaye Pazarı Doğrusu etkin portföyler için geçerliken, Menkul Kıymet Pazarı Doğrusu tekil varlıkların beta ile beklenen getiri ilişkisini gösterir. Bir varlığın beklenen getirisi bu doğrunun üzerindeyse riskine göre yüksek getiri sunuyor olabilir; altında kalıyorsa riskine göre yetersiz getiri sağlıyor olabilir.

FVFM uygulamada sermaye maliyeti hesaplarında, yatırım performansı değerlendirmesinde, halka arz fiyatlamasında ve proje iskonto oranı belirlemede sık kullanılır. Modelin ampirik başarısı tartışmalı olsa da kavramsal gücü yüksektir: yatırımcı yalnızca riskin varlığına değil, hangi riskin fiyatlandığına bakmalıdır. Çeşitlendirme ile yok edilebilen risk değil, pazarla birlikte taşınan sistematik risk beklenen getiriyi belirler. Bu ayrım FVFM'yi finansal değerlendirme ve portföy yönetiminin temel referans modellerinden biri haline getirir.

11. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

11.4.2 · Arbitraj Fiyatlama Modeli

Arbitraj Fiyatlama Teorisi ve Faktör Riskleri

KISACA

Arbitraj Fiyatlama Teorisi, menkul kıymet getirilerinin bir veya birden fazla sistematik faktöre duyarlılıkla açıklanabileceğini ve arbitraj fırsatlarının kalıcı olamayacağını savunur. Arbitraj, başlangıçta net yatırım gerektirmeden ve risk üstlenmeden kazanç elde etme imkanıdır; etkin piyasa işleyişinde bu imkan fiyat hareketleriyle hızla ortadan kalkar. AFT, FVFM gibi tek bir pazar portföyüne bağlı kalmaz; ekonomik büyüme, enflasyon, faiz oranı, kur, likidite veya piyasa faktörü gibi birden fazla sistematik risk kaynağı kullanılabilir. Her varlığın faktör betaları, ilgili faktörlere duyarlılığını gösterir. İyi çeşitlendirilmiş portföylerde sistematik olmayan risk büyük ölçüde ortadan kalktığı için beklenen getiri, yalnızca fiyatlanan faktör risklerinin primiyle ilişkilendirilir. Modelin esnekliği güçlü yönüdür; ancak hangi faktörlerin seçileceği uygulamada önemli bir yorum ve test sorunudur.

Arbitraj Fiyatlama Teorisi, varlık fiyatlamasını tek bir pazar riski yerine birden fazla sistematik risk faktörü üzerinden açıklayan alternatif bir yaklaşımdır. Modelin temel sezgisi oldukça nettir: Aynı risklere sahip varlıklar kalıcı olarak farklı beklenen getiri sunamaz; böyle bir fark oluşursa arbitraj işlemleri fiyatları dengeye doğru iter. Arbitraj, başlangıçta net sermaye gerektirmeden, risk üstlenmeden veya çok düşük riskle kazanç elde etme olanağı olarak düşünülür. Piyasada bu tür fırsatlar belirdiğinde yatırımcılar düşük fiyatlı varlığı alıp yüksek fiyatlı benzer varlığı satarak kazanç sağlamaya çalışır; bu işlemler ucuz varlığın fiyatını yükseltir, pahalı varlığın fiyatını düşürür ve fırsatı ortadan kaldırır.

AFT'nin çıkış noktası, menkul kıymet getirilerinin faktör modelleriyle açıklanabileceği varsayımdır. Bir hisse senedinin getirisi yalnızca şirketin özel koşullarından değil, aynı zamanda enflasyon, faiz oranı, reel büyüme, kur hareketleri, piyasa getirisi veya likidite koşulları gibi ortak risk kaynaklarından etkilenebilir. Her varlığın bu faktörlere duyarlılığı farklıdır. Duyarlılık katsayısı, ilgili faktördeki değişimin varlık getirisi üzerinde ne kadar etkili olduğunu gösterir. Bu katsayılar faktör betaları olarak yorumlanır. Beklenen getiri, risksiz getiriye bu faktörlerin fiyatlanan risk primlerinin ve varlığın faktör duyarlılıklarının eklenmesiyle açıklanır.

Model sistematik risk ile sistematik olmayan risk ayrımını korur. Şirkete özgü haberler, yönetim kararları veya tekil operasyonel sorunlar farklı varlıklara yayıldığında büyük ölçüde çeşitlendirilebilir. İyi çeşitlendirilmiş portföylerde bu riskler portföyün genel sonucunu belirlemez. Buna karşılık tüm ekonomiyi veya geniş varlık gruplarını etkileyen faktörler çeşitlendirmeye ortadan kalkmaz. AFT'ye göre yatırımcı bu faktör risklerini taşıdığı için risk primi talep eder. Bu yönüyle model, FVFM'nin sistematik risk fikrini genişletir; tek bir pazar betası yerine birden fazla sistematik beta kullanır.

AFT'nin güçlü yanı, pazar portföyünün tam olarak gözlenmesini gerektirmemesidir. FVFM teorik pazar portföyüne ve ortalama-varyans etkinliği varsayımına dayanırken, AFT arbitraj yokluğu koşulunu temel alır. Bu koşul sezgisel olarak güçlüdür; çünkü yanlış fiyatlama varsa çok sayıda yatırımcı tüm piyasayı yeniden dengeye zorlamadan bile arbitraj işlemleriyle fiyat baskısı yaratabilir. Ayrıca AFT, farklı varlık

sınıflarında ve farklı ekonomik yapılarda değişik faktör setleriyle uygulanabilir. Böylece tek faktörlü modellerin açıklamakta zorlandığı getiri farklılıklarını daha esnek biçimde inceleyebilir.

Bununla birlikte AFT'nin uygulama zorluğu faktör seçimidir. Teori, hangi faktörlerin kesin olarak kullanılacağını her durumda hazır biçimde vermez. Makroekonomik faktörler seçilebilir, istatistiksel faktörler türetilir veya gözlenen şirket özellikleri faktör duyarlılıklarının temsilcisi olarak kullanılabilir. Seçilen faktörlerin ekonomik anlam taşıması, kalıcı risk primi üretmesi ve yalnızca geçmiş veriye aşırı uyumdan ibaret olmaması gerekir. Aksi halde model, gerçek sistematik riskleri açıklamak yerine tesadüfi tarihsel desenleri fiyatlama ilişkisi gibi gösterebilir.

FVFM ile AFT arasındaki temel fark, riskin nasıl temsil edildiğidir. FVFM'de beklenen getiri tek beta ve pazar risk primiyle açıklanır. AFT'de ise beklenen getiri, birden fazla faktör betası ve her faktörün risk primiyle ilişkilendirilir. AFT iyi çeşitlendirilmiş portföyler için daha güçlü bir çerçeve sunar; tekil menkul kıymetlerde bazı sapmalar görülebilir. Buna rağmen model, sermaye bütçelemesi, menkul kıymet değerlemesi ve performans analizi için önemli bir araçtır. AFT'nin asıl katkısı, yatırımcının tek bir piyasa riskinden fazlasını taşıdığını ve bu farklı sistematik risk kaynaklarının ayrı ayrı fiyatlanabileceğini göstermesidir.

11.4.3 · Diğer Modeller

Çok Faktörlü Modeller, Fama–French ve Momentum Yaklaşımları

KISACA

Diğer varlık fiyatlama modelleri, FVFM ve AFT'nin tek veya çok faktörlü risk-getiri mantığını daha zengin faktör setleriyle genişletir. Fama–French üç faktör modeli, pazar riskine ek olarak büyüklük ve değer faktörlerini kullanır. SMB küçük şirket portföyü ile büyük şirket portföyü arasındaki getiri farkını, HML ise defter değeri/piyasa değeri yüksek değer hisseleri ile düşük oranlı büyüme hisseleri arasındaki getiri farkını temsil eder. Bu faktörler, geçmiş getirilerde gözlenen küçük şirket ve değer hissesi primlerini sistematik risk açıklamasıyla ilişkilendirir. Carhart dört faktör modeli Fama–French yapısına momentum faktörünü ekler; WML geçmişte kazanan hisseler ile kaybeden hisseler arasındaki farkı gösterir. Daha geniş modeller kâr payı getirisi, düşük volatilite ve kalite gibi faktörleri de kullanabilir. Faktörlerin ekonomik gerekçesi, kalıcılığı, kriz dönemlerindeki davranışı ve likit piyasalarda uygulanabilirliği önemlidir.

Varlık fiyatlama modelleri, riskli varlıkların beklenen getirilerini açıklamak için hangi risklerin fiyatlandığını belirlemeye çalışır. FVFM bu işi pazar betasıyla yapar; Arbitraj Fiyatlama Teorisi ise birden fazla sistematik faktöre kapı açar. Diğer modeller bu kapıdan ilerleyerek, piyasada gözlenen getiri farklarını daha ayrıntılı faktör setleriyle açıklamaya çalışır. Amaç yalnızca geçmiş veriye uyan matematiksel ilişkiler bulmak değildir. Bir faktörün anlamlı kabul edilebilmesi için yatırımcıların neden o riski taşımak karşılığında prim talep ettiğini açıklayan ekonomik bir gerekçeye sahip olması gerekir.

Fama–French üç faktör modeli bu yaklaşımın en bilinen örneklerinden biridir. Model, pazar riskine ek olarak büyüklük ve değer faktörlerini kullanır. Pazar faktörü, FVFM'deki gibi piyasa genelindeki sistematik riski temsil eder. SMB, küçük ölçekli şirket hisse senetlerinden oluşan portföyün getirisi ile büyük ölçekli şirket portföyünün getirisi arasındaki farktır. HML ise defter değeri/piyasa değeri yüksek değer hisseleri ile düşük oranlı büyüme hisseleri arasındaki getiri farkını ifade eder. Geçmiş gözlemler küçük şirketlerin ve değer hisselerinin ortalamada daha yüksek getiri sağlayabildiğini göstermiştir; model bu fazlalığı rastgele anomali olarak değil, taşınan sistematik risklerin primi olarak yorumlamaya çalışır.

Küçük şirket primi, küçük ölçekli firmaların daha kırılgan nakit akışlarına, daha sınırlı finansman imkanlarına ve daha düşük bilgi şeffaflığına sahip olabileceği düşüncesiyle açıklanır. Ekonomik şoklar karşısında bu firmaların riski daha yüksek olabilir; yatırımcı bu riski taşımak için ek getiri bekler. Değer primi ise defter değeri/piyasa değeri yüksek firmaların finansal sıkıntı veya düşük büyüme beklentisi gibi nedenlerle daha riskli algılanmasıyla ilişkilendirilir. HML faktörü pozitif olduğunda değer hisseleri büyüme hisselerine göre daha iyi performans göstermiş olur. Bu faktörler doğrudan temel ekonomik risklerin kendisi olmayabilir; fakat bilinmeyen sistematik risklere duyarlılığın temsilcisi olarak kullanılabilir.

Carhart dört faktör modeli, Fama-French yapısına momentum faktörünü ekler. Momentum, geçmiş dönemde iyi performans gösteren hisselerin bir süre daha iyi, kötü performans gösterenlerin ise bir süre daha zayıf performans gösterebilmesi gözlemine dayanır. WML faktörü, kazanan hisseler ile kaybeden hisseler arasındaki getiri farkını temsil eder. Momentum bazen davranışsal yanlılıklarla, bazen bilgiye gecikmeli tepkiyle, bazen de ek bir risk faktörüyle açıklanır. Bu nedenle model, hem geleneksel risk primi yaklaşımı hem de piyasa anomalileri tartışması açısından önemlidir.

Daha geniş çok faktörlü modellerde kâr payı getirisi, düşük volatilité, kalite, likidite veya başka karakteristikler de kullanılabilir. Ancak faktör sayısını artırmak tek başına modeli daha iyi yapmaz. Çok sayıda değişken denenirse geçmiş veride tesadüfi olarak başarılı görünen ilişkiler bulunabilir; bu veri madenciliği riski modelin yorumunu zayıflatır. Bir faktörün sağlam sayılabilmesi için akademik destek, ekonomik gerekçe, kalıcı risk primi, normal ve kriz dönemlerinde gözlenebilir performans geçmişi ve aktif piyasası olan likit varlıklarda uygulanabilirlik aranır. Bu kriterler, faktörün gerçek bir fiyatlanmış risk mi yoksa geçmişe özgü istatistiksel desen mi olduğunu ayırmaya yardım eder.

Çok faktörlü modeller portföy performansını ayrıştırmada da kullanılır. Bir portföyün getirisi pazar, büyüklük, değer, momentum veya volatilité gibi faktörlere ne kadar duyarlı olduğuna göre açıklanabilir. Modelin açıklayamadığı fazla getiri alfa olarak yorumlanır; ancak alfa ancak faktör seçimi doğruysa anlamlıdır. Yanlış veya eksik faktör seti, yöneticinin becerisi gibi görünen getirinin aslında taşınan sistematik riskten kaynaklanmasına yol açabilir. Bu nedenle diğer modellerin temel katkısı, yatırımcıya tek beta yerine çok boyutlu risk haritası sunmalarıdır. Finansal değerlendirme ve performans ölçümünde bu harita, getirinin hangi risklerden, hangi karakteristiklerden ve hangi yönetim kararlarından geldiğini daha açık biçimde görmeyi sağlar.

11.5 - Temel Analiz

Temel Analizde Ekonomi, Sektör, Şirket ve Değerleme Bağı

KISACA

Temel analiz, bir şirketin veya finansal varlığın içsel değerini ekonomik, sektörel, stratejik ve finansal verilerle açıklamaya çalışır. Makroekonomik analiz büyüme, enflasyon, faiz, kur, istihdam, bütçe ve dış denge göstergelerini inceler; öncü, eş anlı, gecikmeli ve kompozit göstergeler konjonktürün yönünü anlamaya yardım eder. Sektör analizi, sektörün kârlılık potansiyelini, döngüsellliğini, düzenleme riskini ve rekabet yapısını değerlendirir. Porter'ın beş güç modeli; yeni giriş tehdidi, tedarikçilerin pazarlık gücü, alıcıların pazarlık gücü, ikame ürün tehdidi ve mevcut rakipler arasındaki rekabet üzerinden stratejik konumu açıklar. Finansal modelleme geçmiş tabloları, varsayımları ve projeksiyonları tutarlı bir değerlendirme çerçevesine dönüştürür. Değerleme yaklaşımları maliyet, piyasa ve gelir temeline dayanır; indirgenmiş nakit akımı ve temettü iskonto modelleri gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerine odaklanır.

Temel analiz, bir finansal varlığın piyasa fiyatından bağımsız olarak ekonomik değerini anlamaya çalışan bütüncül bir yaklaşımdır. Bu yaklaşım yalnızca bilanço kalemlerini okumak veya oran hesaplamak değildir. Şirketin faaliyet gösterdiği makroekonomik ortam, sektörün rekabet yapısı, şirketin stratejik konumu, finansal tabloların kalitesi ve gelecekte yaratılacak nakit akışları birlikte değerlendirilir. Analistin amacı, piyasa fiyatının altında yatan beklentilerle şirketin gerçekçi ekonomik kapasitesi arasında fark olup olmadığını görmektir. Bu nedenle temel analiz nitel yargı ile nicel disiplini aynı çerçevede birleştirir.

Makroekonomik analiz temel analizin ilk katmanıdır. Büyüme oranı, enflasyon, faizler, döviz kuru, işsizlik, bütçe dengesi, cari denge, kredi koşulları ve güven göstergeleri şirketlerin satışlarını, maliyetlerini, finansman giderlerini ve yatırım kararlarını etkiler. Öncü göstergeler ekonomik faaliyetteki dönüşleri erken yakalamaya çalışır; eş anlı göstergeler mevcut durumu, gecikmeli göstergeler ise daha önce yaşanan sürecin sonuçlarını gösterir. Kompozit göstergeler farklı verileri birleştirerek genel eğilimi okumayı kolaylaştırır. Makro görünüm doğru kurulmadan, şirket projeksiyonlarının dayandığı büyüme, marj ve iskonto varsayımları zayıf kalır.

Sektör analizi ikinci katmandır. Aynı makro ortam içinde bütün sektörler aynı performansı göstermez. Bazı sektörler ekonomik büyümeye çok duyarlı, bazıları daha savunmacıdır. Düzenlemeler, teknolojik değişim, hammadde fiyatları, ithalat rekabeti, kapasite fazlası ve talep esnekliği sektör kârlılığını değiştirebilir. Porter'ın beş rekabet gücü çerçevesi bu noktada kullanılır. Yeni giriş tehdidi sektörün korunabilirliğini, tedarikçilerin pazarlık gücü maliyet baskısını, alıcıların pazarlık gücü fiyatlama gücünü, ikame ürün tehdidi talebin sürdürülebilirliğini, mevcut rakipler arasındaki rekabet ise marjların ne kadar korunabileceğini gösterir. Böylece şirketin kârının yalnızca geçmiş başarıdan mı, yoksa sürdürülebilir rekabet avantajından mı kaynaklandığı anlaşılır.

Şirket düzeyinde analiz, geçmiş finansal tabloları ve iş modelini projeksiyona dönüştürür. Gelir tablosu satış büyümesi, brüt kâr, faaliyet giderleri ve kârlılık yapısını gösterir. Bilanço varlık kalitesi, borçluluk, işletme sermayesi ve finansal esnekliği ortaya koyar. Nakit akış tablosu ise kârın nakde dönüşüp dönüşmediğini gösterdiği için özellikle önemlidir. Finansal modelleme, bu üç tablo arasında tutarlı bağlantılar kurar. Satış büyümesi, marjlar, yatırım harcamaları, amortisman, işletme sermayesi ihtiyacı ve borçlanma varsayımları birbirini desteklemelidir. Sadece geçmiş oranları mekanik biçimde ileri taşımak yeterli değildir; sektör dinamikleri ve stratejik konum bu varsayımlara yedirilmelidir.

Değerleme yaklaşımları üç ana grupta toplanır. Maliyet veya varlığa dayalı yaklaşım, şirketin varlıklarının ve borçlarının değerine odaklanır; defter değeri, tasfiye değeri ve net aktif değer bu grupta düşünülür. Bu yaklaşım varlıkları likit ve ölçülebilir şirketlerde daha anlamlı olabilir, ancak insan sermayesi, marka, sinerji ve büyüme fırsatlarını sınırlı yakalar. Piyasa yaklaşımı, benzer şirket veya işlem çarpanlarından hareket eder. Gelir yaklaşımı ise şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışlarını bugüne indirir. Temettü iskonto modeli, hisse değerini gelecekte ödenecek temettülerin bugünkü değeri olarak görür. İndirgenmiş nakit akımı yaklaşımı ise firmaya veya özsermayeye serbest nakit akımlarını uygun iskonto oranıyla bugüne taşır.

Temel analizin gücü, bu parçaları tutarlı bir yatırım hikayesine dönüştürmesidir. Makro görünüm sektör talebini, sektör yapısı şirketin rekabet avantajını, şirket stratejisi finansal projeksiyonları, projeksiyonlar da değerlendirme sonucunu besler. Nitel analiz finansal modelin varsayımlarını gerekçelendirir; nicel analiz ise nitel hikayenin değer yaratıp yaratmadığını test eder. Sağlam temel analiz, ne yalnızca anlatıya ne yalnızca formüle dayanır. İkisini birlikte kullanarak piyasa fiyatı ile içsel değer arasındaki farkı savunulabilir biçimde tartışır.

11. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

11.6 • Teknik Analiz

Teknik Analizde Trend, Formasyon ve Gösterge Mantığı

KISACA

Teknik analiz, fiyat ve işlem hacmi gibi piyasa verilerinden hareketle arz-talep dengesini ve fiyat eğilimlerini yorumlamaya çalışır. Bu yaklaşım, fiyatların piyasadaki bilgiyi ve beklentileri yansıttığını, fiyat hareketlerinin belirli trendler oluşturabildiğini ve yatırımcı davranışlarının bazı tekrar eden kalıplar doğurabileceğini varsayar. Elliot dalga teorisi, fiyat hareketlerini etki ve düzeltme dalgaları üzerinden açıklar. Trend analizi yükselen, düşen veya yatay yönü belirlemeye; destek ve direnç seviyeleri fiyatın zorlandığı alanları izlemeye yarar. Hareketli ortalamalar, trend çizgileri ve trend göstergeleri eğilimin yönünü ve gücünü anlamada kullanılır. Formasyonlar, fiyat grafiğinde oluşan dönüş veya devam yapılarıdır. Teknik analiz kesin tahmin yöntemi değildir; risk yönetimi, teyit, zamanlama ve disiplinli işlem planıyla birlikte anlam kazanır.

Teknik analiz, bir finansal varlığın değerini bilanço veya nakit akışıyla değil, piyasa fiyatının kendi davranışıyla anlamaya çalışan yaklaşımdır. Fiyat, işlem hacmi, trend, destek, direnç ve formasyonlar analizin temel verileridir. Teknik analistin varsayımı, piyasadaki arz ve talep dengesinin fiyat grafiğinde iz bıraktığıdır. Fiyat yalnızca bugünkü değeri değil, yatırımcıların beklentilerini, korkularını, iştahını ve bilgiye verdikleri tepkileri de yansıtır. Bu nedenle teknik analiz, değerlendirme sorusundan çok zamanlama, eğilim ve davranış kalıbı sorularına odaklanır.

Trend kavramı teknik analizin merkezindedir. Yükselen trend, fiyatların giderek daha yüksek dip ve tepe seviyeleri oluşturmasıyla; düşen trend, daha düşük dip ve tepe seviyeleriyle; yatay trend ise belirli bir bant içinde sıkışan fiyat hareketiyle tanımlanır. Destek seviyesi, düşüşlerde alıcıların güçlenerek fiyatı tutma eğiliminde olduğu bölgedir. Direnç seviyesi ise yükselişlerde satış baskısının arttığı bölgeyi ifade eder. Destek veya direnç kırıldığında piyasa dengesi değişebilir; ancak yanlış kırılımlar olabileceği için teyit önemlidir. İşlem hacmi, fiyat hareketinin arkasındaki katılım gücünü anlamaya yardımcı olur.

Elliot dalga teorisi, piyasa hareketlerinin yatırımcı psikolojisindeki döngüler nedeniyle dalgalar halinde geliştiğini savunur. Etki dalgaları ana trend yönündeki hareketleri, düzeltme dalgaları ise ana trende karşı geçici geri çekilmeleri temsil eder. Bu yaklaşım fiyatların düz çizgi halinde ilerlemediğini, ana hareket ile düzeltmelerin iç içe geçtiğini vurgular. Dalga sayımı yorum gerektirdiği için tek başına mekanik bir işlem kuralı olarak düşünülmemelidir. Buna rağmen, trendin hangi aşamada olabileceğini ve düzeltme hareketlerinin ana eğilimi bozup bozmadığını değerlendirmede kavramsal katkı sağlar.

Trend göstergeleri ve hareketli ortalamalar fiyat serisini sadeleştirerek eğilimi görünür kılar. Kısa vadeli ortalamanın uzun vadeli ortalamayı yukarı kesmesi güçlenen eğilim sinyali, aşağı kesmesi zayıflama sinyali olarak yorumlanabilir. Fakat hareketli ortalamalar geçmiş fiyatlara dayandığı için gecikmeli göstergelerdir. Momentum göstergeleri fiyat hareketinin hızını, aşırı alım veya aşırı satım bölgelerini ve olası uyumsuzlukları incelemek için kullanılır. Bir göstergenin verdiği sinyal, piyasa koşulu ve ana trend

dikkate alınmadan yorumlanırsa yanıltıcı olabilir. Bu nedenle göstergeler birbirinin yerine değil, birbirini tamamlayan araçlar olarak kullanılmalıdır.

Formasyonlar, fiyat grafiğinde tekrar ettiği düşünülen yapılardır. Bazı formasyonlar trend devamını, bazıları trend dönüşünü işaret edebilir. Omuz-baş-omuz, ikili tepe, ikili dip, üçgen, bayrak ve flama gibi yapılar fiyatın sıkışma, dağıtım, toplama veya yön değiştirme sürecini yorumlamak için kullanılır. Formasyon analizinde kritik nokta, şeklin yalnızca görsel benzerliğine değil, oluştuğu trend bağlamına, hacim davranışına ve kırılım teyidinde bakmaktır. Aynı şekil farklı piyasa koşullarında farklı sonuçlar doğurabilir.

Teknik analiz kesinlik sunmaz; olasılık ve disiplin sağlar. Başarılı kullanım, işlem planı, zarar-kes seviyesi, pozisyon büyüklüğü ve risk-getiri oranıyla birlikte düşünülmelidir. Bir teknik sinyal doğru olsa bile gecikme, likidite, haber akışı veya piyasa oynaklığı sonucu değiştirebilir. Temel analiz bir varlığın değerine, teknik analiz ise piyasanın o değere doğru nasıl ve ne zaman hareket edebileceğine dair ipucu verir. Bu nedenle teknik analiz en sağlıklı biçimde, kör tahmin aracı olarak değil, piyasa davranışını yapılandıran ve risk yönetimini destekleyen bir karar yardımcısı olarak kullanılır.

11. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

11.7 · Sermaye Piyasası Araçlarının Değerlemesi

Tahvil, Bono ve Sermaye Piyasası Araçlarında Değerleme Mantığı

KISACA

Sermaye piyasası araçlarının değerlemesi, gelecekte beklenen nakit akışlarının uygun iskonto oranıyla bugünkü değere indirilmesine dayanır. Tahvil değerlemesinde kupon ödemeleri ve vade sonundaki anapara geri ödemesi birlikte dikkate alınır. Kupon oranı, piyasa faiz oranı ve vadeye kalan süre tahvil fiyatının temel belirleyicileridir. Piyasa faizi kupon oranının üzerine çıkarsa tahvil iskontolu, altına düşerse primli işlem görür; eşitse nominal değere yakın fiyatlanır. Getiri kavramı cari getiri, vadeye kadar getiri ve elde tutma dönemi getirisi gibi farklı ölçülerle incelenir. Fiyat ve faiz ters yönlü hareket eder; vade uzadıkça ve kupon düştükçe faiz duyarlılığı genellikle artar. Bono, kısa vadeli ve çoğu zaman iskontolu işlem gören borçlanma aracıdır. Değerlemede amaç, aracın beklenen nakit akışları ile piyasanın talep ettiği getiri arasındaki tutarlılığı görmektir.

Sermaye piyasası araçlarının değerlemesinde temel ilke, varlığın gelecekte sağlayacağı nakit akışlarının bugünkü değerini hesaplamaktır. Bir yatırımcı herhangi bir aracı satın aldığı anda, gelecekte alacağı faiz, kupon, temettü, anapara veya satış bedeli gibi nakit akışlarını bugünkü fiyatla karşılaştırır. Bu nakit akışları ne kadar geç ve ne kadar riskliyse, bugünkü değeri o kadar düşük olur. İskonto oranı bu yüzden yalnızca matematiksel bir oran değil, zaman değeri, enflasyon beklentisi, kredi riski, likidite ve alternatif getiri fırsatlarının birleşik göstergesidir.

Tahvil değerlemesi bu mantığın en açık uygulamalarından biridir. Sabit kuponlu bir tahvil, yatırımcıya belirli dönemlerde kupon ödemesi ve vade sonunda nominal değer geri ödemesi sağlar. Tahvilin fiyatı, kupon ödemelerinin ve anapara ödemesinin piyasanın talep ettiği getiri oranıyla bugüne indirgenmiş toplamıdır. Kupon oranı tahvilin nominal değeri üzerinden hesaplanan sözleşmesel faiz oranıdır; piyasa faiz oranı ise yatırımcıların benzer risk ve vadeye sahip araçlardan talep ettiği getiridir. Bu iki oran arasındaki ilişki tahvilin primli, iskontolu veya nominal değerden işlem görmesini açıklar.

Piyasa faiz oranı tahvilin kupon oranından yüksekse, tahvilin sabit kuponları piyasadaki yeni getiri koşullarına göre düşük kalır ve tahvil nominal değerinin altında fiyatlanır. Piyasa faizi kupon oranından düşükse, tahvilin kuponları daha cazip hale gelir ve fiyat nominal değerinin üzerine çıkabilir. Piyasa faizi kupon oranına eşitse tahvil nominal değere yakın fiyatlanır. Bu ilişki, tahvil fiyatı ile faiz oranı arasındaki ters yönlü hareketin temelidir. Faiz yükseldiğinde mevcut tahvillerin bugünkü değeri düşer; faiz düştüğünde mevcut tahvillerin değeri artar.

Tahvil getirisinin farklı ölçüleri vardır. Cari getiri, yıllık kupon tutarının tahvilin piyasa fiyatına oranıdır; yalnızca kupon gelirini dikkate alır. Vadeye kadar getiri, tahvilin bugünkü fiyatını gelecekteki tüm kupon ve anapara ödemelerinin bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranıdır. Bu ölçü, tahvil vadeye kadar elde tutulur ve kuponlar varsayılan oranla yeniden yatırıma yönlendirilirse yatırımcının bileşik getiri

beklentisini temsil eder. Elde tutma dönemi getirisi ise yatırımcının tahvili belirli bir süre tutup vade öncesinde satması halinde kupon geliri ve fiyat değişimini birlikte ölçer.

Tahvil fiyatının faiz değişimine duyarlılığı vade, kupon ve nakit akışı zamanlamasına bağlıdır. Vade uzadıkça, nakit akışlarının daha büyük bölümü geleceğe yayıldığı için faiz değişiminin bugünkü değer üzerindeki etkisi genellikle artar. Kupon oranı düştükçe yatırımcı nakit akışlarını daha geç alır ve faiz duyarlılığı yükselir. Bu nedenle uzun vadeli ve düşük kuponlu tahviller faiz hareketlerine daha hassas olabilir. Finansal analizde bu duyarlılık süre ve konveksite gibi ölçülerle daha ayrıntılı incelenir. Ancak temel mantık değişmez: fiyat, beklenen nakit akışlarının piyasa getirisine göre bugünkü değeridir.

Bono, tahvile göre daha kısa vadeli borçlanma aracıdır ve çoğu zaman iskontolu biçimde işlem görür. Yatırımcı bonoyu nominal değerinin altında satın alır, vade sonunda nominal değeri tahsil eder; aradaki fark getiriyi oluşturur. Bonoda kupon ödemesi bulunmayabilir, bu nedenle değerlendirme tek bir vade sonu nakit akışının bugünkü değerine indirgenmesiyle yapılabilir. Sermaye piyasası araçlarının değerlemesinde kullanılan bütün teknikler, sonunda aynı soruya cevap verir: Bu aracın vaat ettiği nakit akışları, taşıdığı risk ve piyasanın talep ettiği getiri dikkate alındığında bugünkü fiyat makul müdür? Sağlıklı değerlendirme bu üç unsuru aynı hesap içinde buluşturur.

11.8 · Portföy Performans Ölçüm Teknikleri

Portföy Performansında Risk Düzeltilmiş Ölçüm ve Katkı Analizi

KISACA

Portföy performans ölçümü, getirinin yalnızca büyüklüğünü değil, bu getirinin hangi riskler üstlenilerek ve hangi kararlarla elde edildiğini inceler. Referans portföy, yöneticinin performansını karşılaştırmak için kullanılan ölçüttür; aktif getiri portföy getirisi ile referans getirisi arasındaki farktır. Sharpe oranı toplam risk başına fazla getiriyi, Treynor oranı sistematik risk başına fazla getiriyi, Jensen alfası ise modelin öngördüğü getirinin üzerindeki performansı ölçer. Bilgi oranı aktif getiriyi aktif riske göre değerlendirir. Performansın bileşenleri varlık dağılımı, menkul kıymet seçimi ve etkileşim etkisiyle ayrıştırılabilir. Brinson-Hood-Beebower yaklaşımı, portföyün referans portföye göre ek getirisinin hangi kararlardan geldiğini gösterir. Risk katkısı analizi, mutlak risk ve aktif risk kaynaklarını varlık, sektör veya faktör bazında inceleyerek performansın sürdürülebilirliğini değerlendirmeye yardımcı eder.

Portföy performansını değerlendirmek yalnızca dönem sonunda elde edilen getiriyi hesaplamak değildir. Aynı getiri, düşük riskle elde edildiğinde başarılı, çok yüksek riskle elde edildiğinde zayıf olabilir. Ayrıca portföyün iyi performansı piyasanın genel yükselişinden, doğru varlık dağılımından, başarılı menkul kıymet seçiminden veya şans eseri alınan yoğun riskten kaynaklanabilir. Bu nedenle performans ölçümü, getiriyi risk, referans portföy ve karar kaynaklarıyla birlikte inceler. Amaç, portföy yöneticisinin gerçekten değer katıp katmadığını ve bu değerın sürdürülebilir olup olmadığını anlamaktır.

Referans portföy performans analizinin temel karşılaştırma noktasıdır. Bir hisse senedi portföyü için uygun piyasa endeksi, bir tahvil portföyü için benzer vade ve risk yapısına sahip borçlanma aracı endeksi seçilebilir. Aktif getiri, portföy getirisinin referans portföy getirisini aşan kısmıdır. Ancak aktif getiri tek başına yeterli değildir; çünkü referanstan çok ayrılan portföy daha yüksek getiri sağlarken çok daha yüksek aktif risk de taşıyabilir. Aktif risk, portföy getirisi ile referans getirisi arasındaki farkın oynaklığıdır. Bu nedenle iyi performans, yalnızca referansı geçmek değil, bunu makul aktif riskle yapmaktır.

Risk düzeltilmiş performans ölçütleri bu ilişkiyi sayısallaştırır. Sharpe oranı, portföyün risksiz faiz üzerindeki fazla getirisini toplam riske böler. Portföyün tamamı yatırımcının servetini temsil ediyorsa ve toplam risk önemliyse Sharpe oranı kullanışlıdır. Treynor oranı fazla getiriyi beta ile ölçülen sistematik riske böler; iyi çeşitlendirilmiş portföylerde sistematik riskin daha anlamlı olduğu durumlarda öne çıkar. Jensen alfası, portföyün FVFM gibi bir modelin öngördüğü getirinin üzerinde ne kadar getiri sağladığını ölçer. Bilgi oranı ise aktif getiriyi aktif riske oranlayarak yöneticinin referansa göre ne kadar verimli değer kattığını gösterir.

Performans katkı analizi, getirinin kaynaklarını ayırıştırır. Varlık dağılımı etkisi, portföyün sektör veya varlık sınıfı ağırlıklarının referans ağırlıklardan farklılaşmasının getiriye katkısını gösterir. Menkul kıymet seçimi etkisi, aynı varlık sınıfı veya sektör içinde seçilen araçların referans bileşenlere göre daha iyi veya kötü performans göstermesini ölçer. Etkileşim etkisi, dağılım ve seçim kararlarının birlikte yarattığı ek sonucu ifade eder. Brinson-Hood-Beebower modeli bu ayırıştırmayı sistematik hale getirir. Böylece toplam aktif getirinin piyasa zamanlamasından mı, seçilen menkul kıymetlerden mi, yoksa iki kararın birleşiminden mi geldiği görülebilir.

Riskin kaynaklarını analiz etmek de performansın ayrılmaz parçasıdır. Mutlak risk, portföyün toplam oynaklığını ifade eder ve varyans-kovaryans yapısından etkilenir. Bir varlığın portföy riskine katkısı yalnızca kendi volatilitesine değil, portföydeki ağırlığına ve diğer varlıklarla korelasyonuna bağlıdır. Ağırlığı yüksek ve portföyün diğer bileşenleriyle güçlü korelasyon taşıyan varlık toplam riske daha fazla katkı yapabilir. Göreceli risk veya aktif risk ise portföyün referans portföyden ne kadar ayrıştığını ölçer. Bir varlığın mutlak riski yüksek olabilir, ancak referans portföyde de benzer ağırlık ve davranışa sahipse aktif risk katkısı sınırlı kalabilir.

Performans ölçümünde sağlıklı yorum, getiri ve risk kaynaklarını birlikte okumayı gerektirir. Yüksek Sharpe oranı toplam risk başına iyi ödül, yüksek bilgi oranı referansa göre verimli aktif yönetim, pozitif Jensen alfası modelin açıkladığının üzerinde performans anlamına gelebilir. Ancak her ölçütün varsayımı ve kullanım alanı farklıdır. Yanlış referans portföy seçimi, eksik risk faktörü, kısa gözlem dönemi veya olağanüstü piyasa koşulları sonucu yanıltabilir. Bu yüzden portföy performans ölçümü mekanik bir sıralama değil, getirinin nereden geldiğini, hangi risklerle kazanıldığını ve tekrar edilebilir olup olmadığını anlamaya yönelik analitik bir süreçtir.

12. KURUMLARDA VE SERMAYE PİYASASINDA VERGİLENDİRME

İçindekiler

12.1.1 · Vergi Hukukuna İlişkin Temel Kavram ve Tanımlar

Vergi Hukukunun Temel Kavramları ve Sermaye Piyasasıyla Bağı

KISACA

Vergi hukuku, kamu giderlerinin finansmanı için vergi, resim, harç ve benzeri mali yükümlülüklerin hangi esaslarla konulacağını, değiştirileceğini, kaldırılacağını ve tahsil edileceğini düzenler. Anayasal çerçevede vergilerin kanuniliği, mali güç ilkesi ve vergi yükünün adaletli dağılımı temel unsurlardır. Türk vergi sisteminde gelir, harcama, servet ve servet transferi üzerinden alınan vergiler ana grupları oluşturur. Gelir vergisi gerçek kişilerin gelirlerini, kurumlar vergisi ise belirli kurumların safi kazançlarını konu alır. Beyan esası temel yöntemdir; ancak bazı gelirlerde kaynakta kesinti yani stopaj nihai veya mahsup edilebilir vergi işlevi görebilir. Sermaye piyasası işlemlerinde vergisel istikrar, araçlar arası tarafsızlık ve uluslararası uygulamalarla uyum önemlidir. Geçici 67 rejimi, bazı finansal araç gelirlerinde tevkifat esaslı özel bir vergileme çerçevesi kurar.

Vergi hukukunun başlangıç noktası, devletin kamu hizmetlerini finanse etmek için mali kaynak toplama yetkisidir. Bu yetki sınırsız değildir; anayasal ilkelerle ve kanunla bağlıdır. Vergi, resim, harç ve benzeri mali yükümlülüklerin kanunla konulması, değiştirilmesi veya kaldırılması vergilerin kanuniliği ilkesini ifade eder. Mali güç ilkesi, herkesin kamu giderlerine ekonomik gücü ölçüsünde katılmasını gerektirir. Vergi yükünün adaletli ve dengeli dağıtılması ise maliye politikasının sosyal yönünü ortaya koyar. Bu çerçeve, sermaye piyasası gelirlerinin vergilendirilmesinde de temel sınırı belirler.

Türk vergi sisteminde vergiler geniş olarak gelir, harcama, servet ve servet transferi üzerinden alınan vergiler şeklinde sınıflandırılabilir. Gelir üzerinden alınan vergilerde gerçek kişiler açısından gelir vergisi, kurumlar açısından kurumlar vergisi öne çıkar. Harcama üzerinden alınan vergiler mal teslimleri, hizmet ifaları veya işlemler üzerinden doğabilir. Servet ve servet transferi vergileri ise mülkiyet veya servet aktarımıyla ilişkilidir. Sermaye piyasası işlemleri çoğu zaman gelir vergisi, kurumlar vergisi, stopaj ve bazı işlem vergileriyle kesişir; bu nedenle temel kavramları bilmeden sermaye piyasası vergilemesini anlamak mümkün değildir.

Gelir vergisi gerçek kişilerin bir takvim yılı içinde elde ettiği kazanç ve iratları konu alır. Kurumlar vergisi ise kurumlar vergisi mükelleflerinin bir hesap dönemi içinde elde ettikleri safi kurum kazançlarına uygulanır. Beyan esası, mükellefin gelir veya kazancını beyannameyle bildirmesi ve verginin buna göre hesaplanmasıdır. Buna karşılık bazı gelirlerde vergi, gelirin doğduğu anda kaynakta kesilir. Stopaj veya tevkifat olarak adlandırılan bu yöntem, bazı durumlarda nihai vergi niteliği taşır; bazı durumlarda ise yıllık beyannameye hesaplanan vergiden mahsup edilir. Bu ayırım, finansal araç gelirlerinde özellikle önemlidir.

Sermaye piyasası açısından vergilendirme yalnızca gelir toplama aracı değildir; piyasa gelişimini, yatırımcı davranışını ve araç tercihinin de etkiler. Farklı finansal araçlar üzerinde farklı vergi yükleri olursa yatırımcı tercihi ekonomik risk-getiri ilişkisinden çok vergi avantajına göre şekillenebilir. Bu

nedenle para ve sermaye piyasası araçları arasında vergi tarafsızlığı, piyasanın sağlıklı gelişmesi için önemlidir. Vergisel istikrar da aynı şekilde kritiktir. Sık değişen veya öngörülemez vergi rejimi, uzun vadeli yatırım kararlarını zayıflatabilir ve sermaye piyasasına duyulan güveni azaltabilir.

Geçici 67 nci madde, finansal araçlardan elde edilen bazı gelirlerde tevkifat esaslı özel bir rejim kurar. Bu rejim, belirli menkul kıymet ve sermaye piyasası aracı gelirlerinde aracı kurumlar, bankalar veya saklamacı kuruluşlar üzerinden kaynakta kesinti yapılmasını öngörür. Ancak bu rejim her finansal araç, her gelir türü ve her mükellef için aynı sonucu doğurmaz. Bazı gelirlerde tevkifat nihai vergileme olabilirken, bazı hallerde genel gelir vergisi veya kurumlar vergisi hükümleri devreye girer. Bu nedenle önce gelirin niteliği, mükellefin tam veya dar mükellef olması, gelirin menkul sermaye iradı mı değer artışı kazancı mı olduğu ve özel rejim kapsamında kalıp kalmadığı belirlenmelidir.

Temel kavramların pratik önemi burada ortaya çıkar. Vergiyi doğuran olay, mükellef, sorumlu, matrah, oran, tarh, tahakkuk, tebliğ, tahsil, istisna, muafiyet, indirim, mahsup ve tevkifat gibi kavramlar vergileme sürecinin farklı aşamalarını ifade eder. Sermaye piyasası işlemlerinde doğru vergileme, yalnızca oranı bilmekten ibaret değildir; gelirin hangi hukuki kategoriye girdiğini, hangi rejime tabi olduğunu, kimin kesinti yapmakla sorumlu olduğunu ve beyan gerekip gerekmediğini doğru kurmayı gerektirir. Bu temel çerçeve, kurum kazançlarının ve sermaye piyasası araçlarından elde edilen gelirlerin vergilendirilmesini anlamının zemini olur.

12. KURUMLARDA VE SERMAYE PİYASASINDA VERGİLENDİRME

İçindekiler

12.1.2 · Kurumlar Vergisi Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurumlarının Vergilendirilmesi

Kurum Kazancı, İstisnalar ve Sermaye Piyasası Kurumlarının Vergi Çerçevesi

KISACA

Kurumlar vergisi, kanunda sayılan kurumların bir hesap döneminde elde ettikleri safi kurum kazancı üzerinden alınır. Sermaye şirketleri, kooperatifler, iktisadi kamu kuruluşları, dernek ve vakıflara ait iktisadi işletmeler ile iş ortaklıkları temel mükellef gruplarıdır. Anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler sermaye şirketi niteliğindedir; yatırım fonları da belirli çerçevede sermaye şirketi kabul edilir. Kurum kazancı ticari kazanç hükümlerine göre belirlenir; istisnalar, indirimler, indirilecek giderler, kanunen kabul edilmeyen giderler ve zarar mahsubu matrahı etkiler. İştirak kazançları, yurt dışı iştirak kazançları, emisyon primi, belirli fon ve ortaklık kazançları gibi istisnalar mükerrer vergilemeyi önleme veya piyasa yapısını destekleme amacı taşıyabilir. Türev işlemler, dar mükellefiyet, devir-bölünme, örtülü sermaye, transfer fiyatlandırması ve sermaye azaltımı kurum vergilemesinde özel dikkat gerektiren alanlardır.

Kurumlar vergisi, belirli kurumların elde ettiği safi kurum kazancını konu alan gelir üzerinden alınan bir vergidir. Kurumlar vergisi mükellefleri kanunda sayılan gruplarla sınırlıdır. Sermaye şirketleri, kooperatifler, iktisadi kamu kuruluşları, dernek ve vakıflara ait iktisadi işletmeler ile iş ortaklıkları temel mükellef gruplarını oluşturur. Sermaye şirketleri içinde anonim şirketler, limited şirketler ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler yer alır. Sermaye Piyasası Kurulunun düzenleme ve denetimine tabi fonlar da kurumlar vergisi bakımından özel hükümlerle sermaye şirketi kabul edilen yapılar arasında değerlendirilir. Bu nedenle sermaye piyasası kurumlarının vergilendirilmesi, genel kurumlar vergisi kurallarıyla özel sermaye piyasası düzenlemelerinin kesiştiği bir alandır.

Kurum kazancı, kurumların bir hesap dönemi içinde elde ettikleri safi kazançtır. Safi kurum kazancının tespitinde ticari kazanç hükümleri esas alınır. Gelirler ve giderler muhasebe kayıtları, vergi kanunları ve özel düzenlemeler çerçevesinde dikkate alınır. İndirilecek giderler matrahı azaltırken, kanunen kabul edilmeyen giderler ticari kâr içinde yer alsa bile vergi matrahından indirilemez. Geçmiş yıl zararları belirli koşullarla mahsup edilebilir. İndirimler ve istisnalar ise vergi matrahını veya vergilendirilecek kazancı etkileyen özel düzenlemelerdir. Bu ayrımlar doğru kurulmadığında ticari kâr ile mali kâr arasındaki fark anlaşılamaz.

Kurumlar vergisi sisteminde bazı istisnalar önemli yer tutar. İştirak kazançları istisnası, tam mükellef bir kurumdan elde edilen kâr payının tekrar kurumlar vergisine tabi tutulmasını engelleyerek mükerrer vergilemeyi azaltmayı amaçlar. Yurt dışı iştirak kazançları istisnası ise iştirak oranı, elde tutma süresi, yabancı ülkedeki vergi yükü ve kazancın Türkiye'ye transferi gibi şartlara bağlanır. Anonim şirketlerin emisyon primi kazançları, belirli fon ve yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları veya belirli iştirak hissesi satış kazançları gibi istisnalar da kurumlar vergisi matrahını etkileyebilir. Ancak her

istisnanın kapsamı, yürürlük tarihi ve şartları farklıdır; bu nedenle istisna kavramı genel bir vergi dışılık olarak değil, kanunda tanımlanmış sınırlı bir avantaj olarak anlaşılmalıdır.

Sermaye piyasası kurumları açısından fonlar, yatırım ortaklıkları, portföy yönetim şirketleri ve finansal kuruluşlar özel önem taşır. Bazı fon ve ortaklık kazançları kurumlar vergisinden istisna olabilir; fakat bu istisnalar portföy kazancı üzerinden tevkifat veya yatırımcı düzeyinde vergileme gibi başka sonuçları ortadan kaldırmayabilir. Sermaye piyasası kurumları için kurumlar vergisi oranı, genel kurumlara göre özel düzenlemelere tabi olabilmektedir. Halka arzı teşvik eden indirimli oranlar, ihracat veya üretim kazançlarına yönelik indirimler ve yatırım teşviklerinden doğan indirimli kurumlar vergisi uygulamaları da kurumların efektif vergi yükünü değiştirebilir.

Kurum kazancının tespitinde türev ürünler ve finansal işlemler ayrıca dikkat ister. Forward, swap, opsiyon, vadeli işlem ve varantlardan doğan gelirlerin hangi dönemde, hangi tutarla ve hangi mükellef nezdinde dikkate alınacağı işlemin niteliğine göre belirlenir. Dar mükellef kurumlarda Türkiye kaynaklı menkul sermaye iratları ve diğer kazançlar üzerinden vergileme gündeme gelebilir. Devir, bölünme ve hisse değişimi hükümleri, kurumların yeniden yapılanmasında vergisiz veya ertelenmiş sonuçlar doğurabilecek özel şartlara bağlıdır. Örtülü sermaye ve transfer fiyatlandırması ise ilişkili kişilerle yapılan işlemlerde emsallere uygunluk ilkesini ve borç-özsermaye dengesini korumayı hedefler.

Sermaye azaltımında vergileme de kurumlar vergisi bakımından özel bir konudur. Sermayeye eklenen özsermaye kalemlerinin daha sonra azaltılması halinde, azaltılan tutarın nakdi sermayeden mi, geçmiş yıl kârlarından mı, sermaye yedeklerinden mi veya vergilendirilmesi gereken başka kalemlerden mi geldiği belirlenir. Beş yıllık süre ve sermaye unsurlarının niteliği vergileme sonucunu değiştirebilir. Kurumlar vergisi çerçevesini sağlıklı okumak için ana mantık şudur: Önce mükellefiyet ve kazanç türü belirlenir, sonra ticari kârdan mali kâra geçilir, ardından istisna, indirim, gider, tevkifat ve özel rejimlerin etkisi ayrı ayrı değerlendirilir. Sermaye piyasası kurumlarında bu zincir daha karmaşık olsa da temel vergi mantığı aynı kalır.

12. KURUMLARDA VE SERMAYE PİYASASINDA VERGİLENDİRME

İçindekiler

12.2 · Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi

Finansal Araç Gelirlerinde Gelir Türü, Mükellefiyet ve Tevkifat Rejimi

KISACA

Sermaye piyasası araçlarının vergilendirilmesinde ilk adım, elde edilen gelirin niteliğini belirlemektir. Finansal araçlardan doğan gelirler menkul sermaye iradı, değer artışı kazancı veya kurum kazancı içinde değerlendirilebilir. Hisse senedi kâr payları, tahvil ve bono faizleri, kira sertifikası gelirleri, ters repo, mevduat faizi, yatırım fonu katılma payı gelirleri, borsa yatırım fonu kazançları, varant ve vadeli işlem gelirleri farklı vergileme rejimlerine tabi olabilir. Tam veya dar mükellef gerçek kişi ile tam veya dar mükellef kurum ayrımı sonucu değişir. Olağan vergileme rejimi ile Geçici 67 kapsamındaki tevkifat rejimi birlikte değerlendirilir. Tevkifat yapacak kurumlar, saklamacı kuruluş sorumluluğu, alım-satım kazancı matrahı, virman, tahsil edilen gelirler ve beyan gerekliliği uygulamanın teknik tarafını oluşturur. Fon ve yatırım ortaklıkları ile yurt dışı ihraçlı menkul kıymetlerde özel hükümler bulunur.

Sermaye piyasası araçlarından elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi, gelirin adını doğru koymakla başlar. Aynı finansal araçtan elde edilen ödeme, bazı durumlarda menkul sermaye iradı, bazı durumlarda değer artışı kazancı, kurumlar açısından ise kurum kazancının bir unsuru olabilir. Menkul sermaye iradı genellikle sermaye unsurunun başkasına kullandırılmasından veya finansal varlığın getirisinden doğan faiz, kâr payı ve benzeri gelirleri ifade eder. Değer artışı kazancı ise aracın elden çıkarılması sırasında alış bedeli ile satış bedeli arasındaki farktan doğar. Bu ayrım, beyan, istisna, tevkifat ve mahsup sonuçlarını değiştirir.

Mükellefiyet türü vergilemede ikinci temel ayrımdır. Tam mükellef gerçek kişiler, dar mükellef gerçek kişiler, tam mükellef kurumlar ve dar mükellef kurumlar aynı finansal araç gelirinde farklı kurallara tabi olabilir. Yerleşiklik, gelirin Türkiye’de elde edilip edilmediği, gelirin hangi kurum aracılığıyla tahsil edildiği ve çifte vergilemeyi önleme anlaşmaları uygulamayı etkileyebilir. Bu nedenle sermaye piyasası vergilemesi yalnızca araç bazlı değil, mükellef bazlı da düşünülmelidir. Hisse senedi, devlet tahvili, özel sektör tahvili, kira sertifikası, repo, mevduat, yatırım fonu, varant veya vadeli işlem gelirleri ayrı ayrı ele alınır.

Olağan vergileme rejiminde finansal araçlardan elde edilen gelirler Gelir Vergisi Kanunu ve Kurumlar Vergisi Kanunu’nun genel hükümlerine göre değerlendirilir. Gerçek kişilerde bazı menkul sermaye iratları belirli şartlarla beyan dışı kalabilir, bazıları yıllık beyana dahil edilebilir. Değer artışı kazançlarında elden çıkarma, maliyet bedeli, endeksleme, giderlerin indirimi ve zarar mahsubu gibi unsurlar matrahı etkiler. Kurumlarda ise menkul kıymet gelirleri genel olarak kurum kazancına dahil edilir; ancak istisna, tevkifat ve özel fon hükümleri sonucu değiştirebilir. Dar mükelleflerde Türkiye kaynaklı gelir ve kesinti rejimi ayrıca önem taşır.

Geçici 67 nci madde, sermaye piyasası araçlarında tevkifat esaslı özel bir rejim kurar. Bu rejimde banka, aracı kurum veya saklamacı kuruluş gibi sorumlular belirli menkul kıymet ve diğer sermaye

piyasası aracı gelirleri üzerinden vergi kesintisi yapabilir. Alım-satım kazançlarında tevkiyat matrahı alış ve satış farkına dayanır; tahsiline aracılık edilen gelirlerde kupon, faiz veya benzeri ödeme üzerinden kesinti gündeme gelir. Saklamacı kuruluşların tevkiyat sorumluluğu, yatırımcının işleminin hangi kurum nezdinde izlendiğine göre teknik önem taşır. Başka saklamacı kuruluşa virman, ödünç işlemleri, tezgâh üstü işlemler ve beyan-ödeme süreçleri uygulamanın ayrıntılı alanlarıdır.

Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları sermaye piyasası vergilemesinde özel yer tutar. Türkiye’de kurulu menkul kıymet yatırım fonları, borsa yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları, konut finansmanı fonları ve varlık finansmanı fonları açısından kurum kazancı istisnası, portföy kazancı tevkiyatı ve yatırımcı düzeyinde vergileme birlikte değerlendirilir. Fon bünyesindeki kazancın vergilenmesi ile yatırımcının katılma payını elden çıkarması veya fona iade etmesi sonucu oluşan gelir aynı şey değildir. Bu ayırım yapılmadan fon vergilemesi doğru anlaşılamaz.

Yurt dışında ihraç edilen menkul kıymetler, yabancı fonlar ve portföy yönetim şirketleri de özel hükümlere konu olabilir. Hazine tarafından yurt dışında ihraç edilen menkul kıymetlerden elde edilen faiz ve değer artışı kazançları, tam ve dar mükellef gerçek kişiler bakımından farklı sonuçlar doğurabilir. Yabancı fonların Türkiye’de portföy yöneticisi aracılığıyla işlem yapması halinde, belirli şartlar sağlanırsa portföy yöneticisi şirket fonun daimi temsilcisi sayılmayabilir ve fonun iş yeri olduğu kabul edilmeyebilir. Sermaye piyasası araçlarının vergilendirilmesini doğru çözmek için sırayla aracın türü, gelirin türü, mükellefin statüsü, özel tevkiyat rejimi, beyan gerekliliği ve varsa istisna veya anlaşma etkisi birlikte değerlendirilmelidir.



benzensor



DERS NOTLARI 2026 BASKISI

SPL DÜZEY 3

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.

