

SPK'nın yeni kararı, bir şirketin fiili dolaşım oranını yalnızca doğrudan ortaklık yapısına bakarak hesaplamıyor. Serbest fonlar ve halka açık şirketler üzerinden kurulan dolaylı sahiplikler de belirli koşullarda hesabın içine giriyor. Bu değişiklik, şirketlerin açıklanan fiili dolaşım oranlarını ve serbest fonların yeni yatırımlarında kullanacağı limitleri etkileyebilir.

Bir önceki yazıda, serbest fonların bir şirketin paylarından ne kadar alabileceğini incelemiştik.

SPK'nın 8 Eylül 2026 tarihli bülteniyle fiili dolaşımın nasıl hesaplanacağı yeniden düzenlendi. Yeni sistem 11 Eylül 2026 tarihinden itibaren uygulanacak. Aynı kararla pay sahipliği açıklamalarının alt sınırı da %5'ten %3'e indirilecek.

Fiili dolaşıma hangi paylar girmiyor?

SPK, fiili dolaşımdaki pay oranını, MKK tarafından izlenebilen fiili dolaşımdaki pay adedinin MKK'nın izleyebildiği toplam pay adedine bölünmesiyle hesaplıyor.

Basit bir ifadeyle:

Fiili dolaşım oranı = Fiili dolaşımdaki pay adedi / Toplam pay adedi

Ancak borsada işlem görebilen her pay, fiili dolaşım hesabına otomatik olarak girmiyor. Yeni karara göre aşağıdaki paylar fiili dolaşımın dışında tutuluyor:

- Kamu tüzel kişilerinin sahip olduğu paylar
- Şirketin, kurucularının ve konsolidasyona tabi ilişkili kuruluşlarının sahip olduğu paylar
- Şirket tarafından geri alınan paylar
- Şirket sermayesinin %10 veya daha fazlasına sahip ortakların payları
- Yönetim ve denetim kurulu üyeleri ile belirli üst düzey yöneticilerin payları
- Şirketlerin sandık ve vakıflarına ait paylar
- Kararda belirtilen istisnalar dışında teminata verilen paylar
- Hukuken kısıtlı, yasaklı veya hacizli paylar
- Yurt dışı piyasalarda işlem gören paylar

Örneğin 100 milyon adet payı bulunan bir şirket düşünelim. Bunun 12 milyon adedi %10'dan fazla paya sahip bir ortağa, 3 milyon adedi şirketin kendisine ve 2 milyon adedi üst düzey yöneticilere ait olsun.

Bu üç grup çakışmıyorsa fiili dolaşımdan çıkarılacak pay sayısı 17 milyon olur.

Fiili dolaşımdaki pay adedi:

100 milyon - 17 milyon = 83 milyon pay

Fiili dolaşım oranı:

$$83 \text{ milyon} / 100 \text{ milyon} = \%83$$

Buradaki oran, payların ne kadar sık işlem gördüğünü ölçmüyor. SPK'nın tanımıyla şirketin halka açıklık oranını gösteren düzenleyici bir hesap oluşturuyor. SPK'nın 2026/57 sayılı bülteninde hesaplama yöntemi ve kapsam dışında bırakılacak paylar birlikte açıklanıyor.

Dolaylı sahiplik de hesaba katılacak

Yeni kararın en önemli bölümü, sahiplik zincirinin serbest fonlar ve halka açık şirketler üzerinden takip edilmesi.

Fiili dolaşımın dışında tutulan bir kişi, şirketin paylarına yalnızca doğrudan sahip olmayabilir. Aynı kişi bir serbest fonun katılma paylarını veya başka bir halka açık şirketin paylarını elinde tutarak ilgili şirkette dolaylı bir ekonomik paya sahip olabilir.

SPK, bu dolaylı payın da kişinin sahiplik oranı ölçüsünde fiili dolaşımın dışında tutulmasını öngörüyor.

Örnek 1: Serbest fon üzerinden sahiplik

A kişisi, X şirketinin doğrudan %15'ine sahip olsun. Bu paylar, A kişisi %10 eşikini aştığı için fiili dolaşımın dışında kalır.

Aynı kişi, bir serbest fonun katılma paylarının %40'ına da sahip olsun. Serbest fon ise portföyünde X şirketinin %5'ini taşıyor.

A kişinin fon üzerinden X şirketindeki dolaylı payı şöyle hesaplanır:

$$\%40 \times \%5 = \%2$$

Böylece A kişinin X şirketindeki toplam ekonomik payı:

$$\%15 \text{ doğrudan} + \%2 \text{ dolaylı} = \%17$$

Fonun elindeki X paylarının tamamı otomatik olarak fiili dolaşımdan çıkmaz. A kişinin fondaki %40 payına karşılık gelen bölüm, yani X şirketinin %2'si hesap dışında tutulur.

Bu ayrım önemli. Yeni karar, serbest fonların portföyündeki bütün payları fiili dolaşım dışında bırakmıyor. Fiili dolaşım dışında kalan kişiye isabet eden kısmı ayrıştırıyor.

Örnek 2: Halka açık şirket üzerinden sahiplik

A kişisi, X şirketinin doğrudan %12'sine sahip olsun. Ayrıca borsada işlem gören Y şirketinin %30'unu elinde bulundursun. Y şirketi de X şirketinin %8'ine sahip olsun.

A kişinin Y şirketi üzerinden X'teki dolaylı payı:

$$\%30 \times \%8 = \%2,4$$

A kişinin X'teki toplam payı böylece:

$$\%12 \text{ doğrudan} + \%2,4 \text{ dolaylı} = \%14,4$$

Yeni kararlar, A kişisine isabet eden $\%2,4$ 'lük dolaylı bölüm de X şirketinin fiili dolaşım hesabının dışında tutulacak.

Haziran 2026'daki düzenleme, fonlar üzerinden kurulan sahiplik bağlantısını hesaplamaya dahil etmişti. Eylül kararı bu yaklaşımı borsada işlem gören diğer halka açık şirketlere de genişletiyor ve önceki kararları yürürlükten kaldırarak sistemi tek kararda topluyor. Haziran 2026 tarihli önceki SPK kararı, serbest veya özel fonlar üzerinden sahip olunan paylara odaklanıyordu.

Örnek 3: Dolaylı payla $\%10$ eşğine ulaşılması

B kişisi, X şirketinin doğrudan $\%8$ 'ine sahip olsun. B kişisi aynı zamanda bir serbest fonun $\%50$ 'sini elinde tutsun. Fonun portföyünde de X şirketinin $\%4$ 'ü bulunsun.

B kişinin fon üzerinden dolaylı payı:

$$\%50 \times \%4 = \%2$$

Toplam sahiplik:

$$\%8 \text{ doğrudan} + \%2 \text{ dolaylı} = \%10$$

SPK kararı, şirket sermayesinin $\%10$ veya daha fazlasına sahip ortaklar belirlenirken serbest fonlar ve halka açık şirketler üzerinden sahip olunan payların da dikkate alınacağını söylüyor.

Doğrudan sahiplik $\%10$ 'un altında kalsa bile dolaylı sahiplik toplamı $\%10$ 'a taşıyabilir. Doğrudan oran ile dolaylı oran birlikte okunacak → kişinin statüsü değişebilecek → fiili dolaşım hesabından çıkarılan pay miktarı artabilecek.

Fon limitleri nasıl etkilenebilir?

Yeni fiili dolaşım hesabıyla yatırım fonları rehberindeki serbest fon sınırlamaları aynı düzenleme değil. Ancak iki düzenleme birbirine bağlı.

Rehberin 4.3 maddesine göre serbest fonların yatırım sınırı, şirketin fiili dolaşım oranına göre belirleniyor:

Şirketin fiili dolaşım oranı	Rehberdeki oran
$\%25$ 'in altında	$\%8$
$\%25$ - $\%50$ arasında	$\%6$
$\%50$ - $\%75$ arasında	$\%4$
$\%75$ 'in üzerinde	$\%2$

Rehberdeki örneğe göre şirketin fiili dolaşım oranı ile ilgili kademedeki oran çarpılıyor. Bulunan oran, şirketin fiili dolaşımdaki pay sayısına uygulanıyor.

100 milyon payı bulunan ve fiili dolaşım oranı $\%30$ olan bir şirket düşünelim.

Eski durumda:

- Fiili dolaşım oranı: %30
- Fiili dolaşımdaki pay sayısı: 30 milyon
- İlgili kademe: %6
- Rehberdeki hesap: $\%30 \times \%6 = \%1,8$
- Tek fon için azami pay: $30 \text{ milyon} \times \%1,8 = 540.000 \text{ pay}$

Dolaylı sahipliklerin ayrıştırılması sonucunda şirketin fiili dolaşım oranının %24'e düştüğünü varsayalım.

Yeni durumda:

- Fiili dolaşım oranı: %24
- Fiili dolaşımdaki pay sayısı: 24 milyon
- İlgili kademe: %8
- Rehberdeki hesap: $\%24 \times \%8 = \%1,92$
- Tek fon için azami pay: $24 \text{ milyon} \times \%1,92 = 460.800 \text{ pay}$

Fiili dolaşım oranı %30'dan %24'e inerken rehberde kullanılan kademe %6'dan %8'e yükseliyor. Buna rağmen hesaplamanın yapıldığı fiili dolaşımdaki pay sayısı da azaldığı için azami pay miktarı 540.000'den 460.800'e düşüyor.

Yeni sahiplik hesabı → daha düşük fiili dolaşım oranı → farklı kademe ve daha küçük pay tabanı → yeni yatırımlarda değişen fon limiti.

Bu tamamen varsayımsal bir hesap. Her şirketin fiili dolaşım oranının düşeceği anlamına gelmiyor. İlgili ortaklık ve fon zinciri bulunmayan şirketlerde oran değişmeyebilir. Hesaplama Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'in kendi örnekleme yöntemi kullanılmıştır.

Rehber ayrıca bu sınırlamalara uyumun, ilgili paya yatırım yapılan tarih itibarıyla sağlanmasını yeterli kabul ediyor. Bu nedenle fiili dolaşım oranının daha sonra değişmesi, metne göre tek başına mevcut payların otomatik olarak satılması gerektiği anlamına gelmiyor. Yeni bir alım yapılırken ise yatırım tarihindeki güncel fiili dolaşım verisi önem kazanıyor.

BIST 30 Endeksi'ndeki paylar, rehberin 4.3 maddesindeki serbest fon sınırlamalarının dışında tutuluyor. Ancak yeni SPK kararı tek başına herhangi bir şirketin BIST 30'a gireceğini veya endeksten çıkacağını söylemiyor. Böyle bir sonuç için yeni MKK verilerinin yanında Borsa İstanbul'un endeks kuralları ve ilgili değerlendirme dönemi de ayrıca incelenmeli.

11 Eylül'de ne değişecek?

Yeni sistem 11 Eylül 2026 tarihinden itibaren uygulanacak.

- Pay veya oy hakkı değişikliklerinde açıklama eşiği %5 yerine %3'ten başlayacak.
- MKK, şirketlerde doğrudan %3 veya daha fazla paya ya da oy hakkına sahip kişileri gösteren tabloyu değişiklik oldukça güncelleyecek.
- Serbest fonlar ve halka açık şirketler üzerinden dolaylı sahiplikler dahil edildiğinde %10 veya daha fazla paya sahip olanlar için ayrı bir tablo yayımlanacak.
- Fiili dolaşımdaki pay adedi ve fiili dolaşım oranı MKK tarafından günlük hesaplanacak ve kamuya açıklanacak.
- Borsa şirketleri, hesaplama kapsamına giren kişilerin kimlik ve unvan bilgilerini her ayın ilk iş gününde MKK'ya bildirecek.

Burada iki farklı eşik bulunuyor. Doğrudan sahiplik tablosu %3'ten, serbest fonlar ve halka açık şirketler üzerinden hesaplanan dolaylı sahiplik tablosu %10'dan başlıyor.

Ayrıca SPK, MKK'nın açıklayacağı dolaylı sahiplik verisinin pay alım teklifi yükümlülüğü gibi başka düzenlemelerde doğrudan kullanılabilecek bir veri olmadığını özellikle belirtiyor. Bu tablo, malvarlıksal haklara ilişkin bilgi verme amacı taşıyor.

Yeni düzenlemenin en kritik tarafı şu: Bir şirketin borsada görünen ortaklık yapısı artık fiili dolaşım hesabı için tek başına yeterli olmayacak. Serbest fonlar ve halka açık şirketler üzerinden kurulan sahiplik zincirleri de açılacak.

Ancak her serbest fon pozisyonu fiili dolaşımdan çıkarılmayacak. Belirleyici olan, fonun veya halka açık şirketin portföyündeki payın fiili dolaşım dışında kalan kişilere ne ölçüde isabet ettiği olacak.

Bu ayırım, hem yeni MKK verilerini hem de serbest fonların yatırım sınırlarını doğru okuyabilmek için başlangıç noktası olacak.