

FİİLİ DOLAŞIMDAKİ PAY ORANINA İLİŞKİN YENİ DÜZENLEMELER VE UYGULAMA ALANLARI

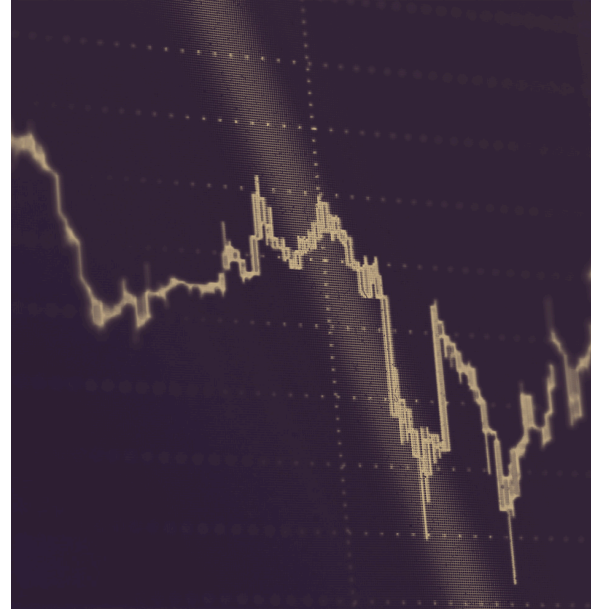
1. Fiili Dolaşımdaki Pay Oranının Tanımı ve Hesaplanması

Serbest fonlar başta olmak üzere yatırım fonlarının fiili dolaşımdaki pay oranı düşük şirketlerde oluşturdukları yoğunlaşma sebebiyle piyasada oluşan yapısal risklerin giderilmesi amacıyla SPK, hem bu oranın hesaplanmasına ilişkin kuralları hem de yatırım fonlarının yatırım sınırlamalarını yeniden ve detaylı şekilde düzenlemiştir. Bu yazıda özellikle fiili dolaşımdaki pay oranına ilişkin değerlendirmelerimize yer verilmiştir.

Fiili dolaşımdaki pay oranı bir ortaklığın ihraç edilmiş paylarının ne kadarının piyasada gerçekten dolaşımda bulunduğunu ve serbestçe alım satıma konu edilebilir nitelikte kabul edildiğini gösteren bir sermaye piyasası metriğidir. Bu oran, Borsa İstanbul (BIST) düzenlemelerinde açıkça belirtildiği üzere, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından tanımlanan ve Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) tarafından hesaplanarak ilan edilen bir veri niteliğindedir.

SPK, 8 Eylül 2026 tarihli İlke Kararı ile fiili dolaşımdaki pay kavramını ve kullanım alanlarını baştan aşağı yeniden düzenlemiş; konuya ilişkin önceki tüm ilke kararlarını yürürlükten kaldırarak 11 Eylül 2026 tarihinden itibaren geçerli olacak tek ve kapsamlı bir çerçeve oluşturmuştur.

Bu kapsamlı düzenleme öncesinde, söz konusu oranın hesaplanmasında, SPK'nın 23 Temmuz 2010 tarihli İlke Kararı esas alınmakta olup bu karar kapsamında belirli pay sahipliği kategorileri fiili dolaşım kapsamında değerlendirilmemekteydi. Buna göre; kontrol gücüne sahip ortaklar, yönetim organı üyeleri ve bunlarla ilişkili kişiler ile hukuken veya fiilen devri sınırlı paylar, fiili dolaşım hesaplamasının dışında tutulmaktaydı. Bu düzenleme, piyasada aktif olarak işlem görebilecek "gerçek serbest dolaşım"ın ölçülmesini amaçlamaktaydı.



SPK, daha sonra 4 Haziran 2026 tarihli İlke Kararı ile bu yaklaşımını daha da genişletmiş ve fiili dolaşım dışında kabul edilen pay sahiplerinin, serbest fonlar veya özel fonlar aracılığıyla dolaylı olarak sahip oldukları payları da fiili dolaşım hesaplaması dışında bırakmıştı. Bu değişiklik, özellikle dolaylı pay sahipliği yapısının yaygın olduğu holding grupları, yatırım fonu yapıları bakımından önemli sonuçlar doğurmaktaydı. Ancak yeni çerçeve ile birlikte 23 Temmuz 2010, 19 Ağustos 2010, 17 Şubat 2011, 30 Ekim 2014 tarihli

kararlar ile 4 Haziran 2026 tarihli karar yürürlükten kaldırılmış olup, yukarıda anlatılan eski rejim artık uygulanmamaktadır.

Yeni hukuki çerçeve kapsamında fiili dolaşımdaki pay kavramı, payları BIST Pay Piyasası'nda işlem gören şirketlerin halka açıklık oranını gösteren bir kavram olarak yeniden tanımlanmış; fiili dolaşımdaki pay oranının, MKK tarafından izlenebilen fiili dolaşımdaki pay adedinin MKK'nın izleyebildiği toplam pay adedine bölünmesi suretiyle hesaplanacağı esası getirilmiştir. Fiili dolaşım hesabı dışında tutulacak pay kategorileri de önemli ölçüde genişletilmiştir: Kamu tüzel kişiliğinin mülkiyetindeki paylar, şirketin ve konsolidasyona tabi ilişkili kuruluşlarının sahip olduğu paylar, pay geri alım işlemleri ile edinilen paylar, şirket sermayesinin %10 ve daha fazlasına sahip ortakların payları (önceki rejimde bu eşığe ilişkin ayrı bir sınıflandırma bulunmamaktaydı), yönetim kurulu ve denetim kurulu üyeleri ile genel müdür ve dengi/üstü konumdaki üst düzey yöneticilerin payları, şirket sandık ve vakıflarının payları, belirli istisnalar dışında teminata konu edilen paylar, hukuken kısıtlı, yasaklı veya hacizli paylar ile yurt dışı piyasalarda işlem gören paylar artık fiili dolaşım tanımı dışında bırakılmaktadır.



Dolaylı pay sahipliğine ilişkin yaklaşım da korunmuş ve genişletilmiştir: Fiili dolaşım dışında tutulan payların sahiplerinin, serbest ve/veya serbest özel fon katılma payları ile borsada işlem gören diğer halka açık şirketlerdeki payları nedeniyle dolaylı olarak sahip oldukları paylar da ilgili fon veya şirketteki sahiplik oranına isabet eden kısım itibarıyla fiili dolaşım dışında sayılacaktır; aynı yaklaşım %10 eşığıne sahip ortakların belirlenmesinde de uygulanacaktır. Buna karşılık, fiili dolaşımdaki pay adedi ve oranının MKK tarafından günlük olarak hesaplanıp kamuya duyurulması esası korunmuş; payları borsada işlem gören şirketlere, fiili dolaşım kriterleri kapsamına giren kişilerin kimlik ve unvan bilgilerini her ayın ilk iş gününde MKK'ya bildirme yükümlülüğü getirilmiştir.

Yeni düzenleme, fiili dolaşım oranına ilişkin dağınık halde bulunan ve zaman içinde parça parça genişletilen önceki ilke kararlarını tek bir metinde toplayarak konuya daha kapsamlı ve tutarlı bir çerçeve kazandırmaktadır. Özellikle %10 eşığıne sahip ortakların paylarının ve yurt dışı piyasalarda işlem gören payların ilk defa açıkça hesaplamanın dışında tutulması, fiili dolaşım oranının önceki uygulamalara kıyasla daha dar ve gerçek anlamda serbestçe işlem görebilir payları yansıtacak şekilde hesaplanmasını sağlayacaktır. Bu durum, halka açıklık oranı sınırda olan şirketler bakımından BIST endeks kompozisyonu, pazar sınıflandırması ve diğer eşik bazlı uygulamalar üzerinde belirgin etkiler doğurabilecektir; dolayısıyla ilgili şirketlerin ve bu şirketlerle işlem yapan tarafların, 11 Eylül 2026'dan itibaren geçerli olan yeni fiili dolaşım oranlarını ve bunların uygulama alanlarına yansımalarını yakından takip etmesi önem arz etmektedir.

2. Fiili Dolaşım Oranının Sermaye Piyasası Mevzuatındaki Kullanım Alanları

Fiili dolaşımdaki pay oranı, teorik bir hesaplama aracı olmanın ötesinde, sermaye piyasası altyapısının farklı katmanlarında doğrudan etki doğuran bir parametre niteliğindedir. Öncelikle, BIST pay endekslerinin hesaplanmasında kullanılan temel değişkenlerden biri olması sebebiyle, bu oran şirketlerin endekslerdeki ağırlıklarını ve dolayısıyla kurumsal yatırımcı ilgisini dolaylı olarak etkilemektedir. Endeks ağırlıklarının değişmesi ise özellikle endeks bileşimini takip eden ve pasif yönetilen fonlar (örneğin borsa yatırım fonları ve endeks fonları) ile endeks bazlı yatırım stratejileri bakımından doğrudan sermaye akışlarını etkileyebilmektedir.

Bunun yanı sıra, fiili dolaşım oranı, şirketlerin BIST nezdindeki pazar sınıflandırmasına ilişkin değerlendirme kriterleri arasında yer almakta olup şirketin işlem gördüğü pazar (örneğin Yıldız Pazar veya Ana Pazar) üzerinden likidite, işlem kuralları ve yatırımcı profili gibi unsurları dolaylı olarak şekillendirebilmektedir.

Daha ileri düzeyde, fiili dolaşım oranı bazı işlemlerin hukuki niteliğinin belirlenmesinde de rol oynamaktadır. Özellikle II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği ("**ÖNİ Tebliği**") kapsamında, bir şirketin fiili dolaşım oranı belirli eşikleri aştığında, şirketin gerçekleştireceği malvarlığı işlemlerinin "önemli nitelikte işlem" sayılıp sayılmayacağı ve buna bağlı olarak uygulanacak prosedürler değişebilmektedir. Bu durum, birleşme, bölünme, varlık devri veya işletme satışları gibi yapılandırılmış işlemlerde doğrudan hukuki sonuç doğurmaktadır. Örneğin, ÖNİ Tebliği kapsamında bir işlemin önemlilik kriterlerini sağlayıp sağlamadığının değerlendirilmesinde kullanılan fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri bazlı eşik (işlem tutarının şirketin aktifine oranı bakımından geçerli olan %75 eşığının %50'ye indirilmesi suretiyle) daha kolay aşılabılır hale gelmektedir. Dolayısıyla halka açıklık oranı yüksek şirketlerin gerçekleştireceği görece büyük ölçekli işlemlerde ÖNİ Tebliği kapsamındaki süreçler daha kolay tetiklenebilecektir. Bu etki, özellikle aktif büyüklüğüne kıyasla piyasa değeri yüksek olan teknoloji veya büyüme odaklı halka açık şirketler bakımından belirginleşmektedir.

Benzer şekilde, II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği kapsamında, birleşme sonucunda ortaya çıkacak payların borsada satılabilir kısmının belirlenmesinde de fiili dolaşımdaki pay miktarı referans alınmakta; bu oran, belirli süreler itibarıyla satışa açılacak payların üst sınırını doğrudan belirleyen bir baz işlevi görmektedir.

Fiili dolaşım oranının bir diğer önemli kullanım alanı ise pay geri alım rejimidir. II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği çerçevesinde, sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıkları bakımından geri alınabilecek toplam pay miktarı yalnızca sermayeye oranla değil, aynı zamanda fiili dolaşım oranına bağlı ikincil bir sınıra tabi tutulmaktadır. Bu yapı, bu yatırım ortaklıklarının geri alım yoluyla piyasadaki serbest dolaşımı aşırı derecede daraltmasını önlemeye yönelik bir denge mekanizması olarak kurgulanmıştır. Örneğin, fiili

dolaşım oranı %25 olan bir ortaklıkta, geri alım programı kapsamında piyasadan satın alınabilecek pay miktarı, dolaşımdaki payların belirli bir yüzdesiyle sınırlandırılmakta; bu sınırın aşılması halinde geri alım programının durdurulması veya kısıtlanması gündeme gelebilmektedir. Fiili dolaşım oranının, gerek dolaylı pay sahipliklerini gerekse yeni hukuki çerçeve ile genişletilen diğer istisna kategorilerini de hariç tutmak suretiyle daha dar hesaplanmaya başlamasıyla birlikte, fiilen geri alınabilecek pay adedinin tavanı da otomatik olarak aşağı çekilebilecek; bu durum söz konusu yatırım ortaklıklarının geri alım kapasitesini önemli ölçüde etkileyebilecektir.

Ayrıca, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasına yönelik olarak şirketlerin sınıflandırılmasında kullanılan "fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri" gibi türev göstergeler de dolaylı olarak bu orana bağlıdır. Bu kapsamda, fiili dolaşım oranındaki değişiklikler, dolaylı da olsa o şirket için kurumsal yönetim yükümlülüklerinin kapsamını etkileyebilecek niteliktedir.

Ayrıca, SPK'nın 28 Ağustos 2026 tarihli kararı ile Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'de yapılan değişiklikler sonucunda, fiili dolaşımdaki pay oranı yatırım fonlarının portföy sınırlamaları bakımından da önem kazanmıştır.



Özellikle serbest fonlar açısından getirilen yeni düzenleme ile bir serbest fonun ve aynı yöneticinin yönetimindeki fonların toplu olarak sahip olabileceği pay miktarları, ilgili ortaklığın fiili dolaşımdaki pay oranına bağlı olarak sınırlandırılmıştır.

3. Borsa Dışı Pay Satışlarında Fiili Dolaşım Oranının Rolü

Fiili dolaşımdaki pay oranı, SPK'nın 28 Ağustos 2026 tarihli kararıyla kabul edilen İlke Kararı kapsamında, belirli pay sahiplerinin borsa dışında gerçekleştirebilecekleri pay satışlarına uygulanacak eşiğin belirlenmesinde de doğrudan bir ölçüt haline gelmiştir. Buna göre, fiili dolaşım oranı %50'nin üzerinde olan ortaklıklarda sermaye veya oy haklarının %2'sini, %50 ve altında olan ortaklıklarda ise %4'ünü aşan satışların özel emir, Toptan Satışlar Pazarı veya virman/devir yöntemleriyle gerçekleştirilmesi için SPK onaylı pay satış bilgi formu düzenlenmesi gerekmektedir.

Bu düzenleme, fiili dolaşımdaki pay oranının yalnızca endeks hesaplamaları, pazar sınıflandırmaları ve çeşitli sermaye piyasası yükümlülüklerinde kullanılan bir gösterge olmaktan çıkıp belirli pay devirlerinde uygulanacak usulü doğrudan belirleyen bir hukuki eşik haline geldiğini göstermektedir. Ayrıca, satış tarihinde geçerli olan fiili dolaşım oranının esas alınması, oranın günlük olarak hesaplanmasına ilişkin 8 Eylül 2026 değişikliğinin uygulamadaki önemini daha da artırmaktadır.

4. Düzenlemelerin Piyasaya Etkisi ve Uygulama Alanları Bakımından Değerlendirme



Fiili dolaşımdaki pay oranına ilişkin bu düzenlemelerin uygulamada halka açık şirketlerin taraf olduğu finansman, teminat ve yapılandırılmış işlemler bakımından dolaylı ancak önemli etkiler yaratması mümkündür. Özellikle halka açık şirket paylarının teminat olarak kullanıldığı işlemlerde, söz konusu payların piyasa likiditesi kritik önem arz etmektedir. Fiili dolaşım oranı ise bu likiditenin en önemli göstergelerinden biri olarak değerlendirilmektedir.

Bu çerçevede, teminat olarak verilen halka açık şirket paylarının paraya çevrilmesi, blok satışlar veya temerrüt senaryolarında fiili dolaşım oranındaki değişiklikler, ilgili payların piyasada kısa sürede absorbe edilebilirliğini doğrudan etkileyebilecektir. Fiili dolaşım oranının düşük olduğu şirketlerde piyasada yeterli alıcı derinliği bulunmayabileceğinden, büyük hacimdeki satış emirleri fiyat üzerinde baskı yaratabilecek ve teminatın nakde dönüştürülmesini zorlaştırabilecektir. Benzer şekilde, halka açık şirketlerin taraf olduğu finansman işlemlerine bağlı olarak gerçekleştirilen varlık satışları veya yeniden yapılandırmalar bakımından, işlemin ölçeğine göre yukarıda açıklanan ÖNİ Tebliği kapsamındaki önemli nitelikte işlem rejiminin uygulanması söz konusu olabilecektir.

Fiili dolaşımdaki pay oranına ilişkin yeni çerçeve, kavramı tek ve kapsamlı bir tanıma kavuşturarak hem hesaplama yönteminde hem de istisna kapsamında önemli değişiklikler yapmış; özellikle %10 ve üzeri pay sahipliğine sahip ortakların ve yurt dışı piyasalarda işlem gören payların hesap dışı bırakılmasıyla birlikte,



fiili dolaşım oranı artık daha dar ve piyasada gerçekten serbestçe işlem gorebilir payları daha isabetli yansıtan bir gosterge haline gelmiştir. Bu değişiklik, yukarıda açıklandığı üzere endeks ağırlıklandırması, pazar sınıflandırması, Nİ rejimi, birleşme/bölünme işlemleri, geri alım programı sınırları ve borsa dışı pay satışlarına ilişkin eşikler gibi sermaye piyasası mevzuatının pek çok alanında doğrudan sonuç doğuracaktır.

Halka açıklık oranı sınırda olan şirketler bakımından bu eşiklerin yeniden hesaplanan fiili dolaşım oranları karşısındaki konumunun, 11 Eylül 2026'dan itibaren yakından takip edilmesi önem arz etmektedir. Bu kapsamda, ilgili şirketlerin ve bu şirketlerle işlem yapan yatırımcıların, fon yapıları ve halka açık şirketler üzerinden sahip olunan dolaylı payları da gözeterek pay sahipliği analizlerini bu yeni düzenleme ile genişletilmiş istisna kategorilerine göre güncellemesi gerekmektedir.

Yazarlar



Av. Hasan H. Yaşar
hyasar@kolcuoglu.av.tr



Stj. Av. Deniz Onuk
donuk@kolcuoglu.av.tr