

Tasfiye Kararı Verilen Yatırım Fonları ile İlgili Değerlendirme

5 Ekim 2026

Yatırım Fonlarında Tasfiye Süreci: Likidite, Senaryolar ve Öneriler

Tasfiye sürecinde yatırımcıların ve piyasanın yanıt aradığı temel soru, fon portföylerindeki varlıkların ne kadar sürede ve hangi değerden nakde dönebileceği. Bu raporda, tasfiye kapsamındaki fonların portföylerini menkul kıymet bazında inceleyerek bu soruya veriye dayalı bir yanıt vermeyi amaçladık.

Genel tablo: SPK, 17 Eylül 2026 tarihli kararlarıyla yedi portföy yönetim şirketinin (PYS) kurucusu olduğu 131 yatırım fonunun tasfiyesine karar verdi. Aynı şirketlere ait 170 fon ise tasfiyeye alınmadan alım satıma kapatıldı. Tasfiye kapsamında olup TEFAS verisine ulaşabildiğimiz 129 fonun 15'i para piyasası fonu (11 PPF, 4 serbest PPF), 114'ü PPF dışı fon (112 serbest, 2 hisse senedi yoğun fon). MKK verilerine göre bu fonlarda 455.758 tekil yatırımcı bulunuyor.

30.09.2026 itibarıyla tasfiye kapsamındaki fonların büyüklüğü 652,3 milyar TL. Bunun 305,1 milyar TL'si para piyasası fonlarında, 347,2 milyar TL'si PPF dışı fonlarda. Alım satıma kapatılan 103,7 milyar TL ile birlikte işleme kapalı toplam büyüklük 756,0 milyar TL'ye ulaşır; bu tutar 31 Ağustos'ta 1.470,4 milyar TL idi. Fonlar işleme kapalı olmasına karşın tasfiye kapsamındaki büyüklük 15-30 Eylül arasında %34,3 geriledi. Bu düşüş büyük ölçüde portföylerdeki payların fiyat kaybını yansıtır.

Büyüklük belirgin biçimde yoğunlaşmış durumda. **Tasfiye kapsamındaki varlıkların %76,5'i tek bir PYS'nin 6 fonunda toplanıyor ve bu fonlardan ikisi tek başına toplamın %72'sini oluşturuyor.** Sürecin genel seyri büyük ölçüde bu iki fonun tasfiyesine bağlı.

SPK'nın son kararları: SPK, 30 Eylül tarihli bülteninde iki önemli karar açıkladı:

- 64/1775 sayılı karar:** Tera, Pusula, Atlas ve Hedef Portföy'ün kurucusu olduğu 65 fonda yatırımcı ve fon başına 1 milyon TL'ye kadar ara ödeme yapılacak. Ödemelere para piyasası fonlarından başlanacak. Bu fonların büyüklüğü yaklaşık 605 milyar TL ile tasfiye kapsamındaki varlıkların %93'üne karşılık geliyor.
- 64/1770 sayılı karar:** A1 Capital, Bulls ve Pardus Portföy fonları için tasfiye sırası ile alım satıma kapatılan fonların yeniden işleme açılmasına ilişkin bir yol haritası belirlendi.

Kararları, belirsizliği azaltan ve küçük yatırımcının nakde erişimini hızlandıran olumlu adımlar olarak değerlendiriyoruz. Ara ödemede esas alınacak net yatırım tutarının fon bazında değil, yatırımcının tasfiye kapsamındaki tüm fonları için birlikte hesaplanmasının daha adil olabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca alım satıma kapatılan tüm fonlar için yeniden işleme açılma takviminin bir an önce netleştirilmesi, belirsizliğin giderilmesi açısından önemli olacaktır.

Metodoloji: Portföy dağılım raporlarını kamuya açıklayan fonların varlık dağılımlarını ve pozisyon detaylarını derledik. Tasfiye kapsamındaki 129 fondan 48'inin portföy içeriğine ulaştık: 15 para piyasası fonunun tamamı ile 33 PPF dışı fon (31 serbest, 2 hisse senedi yoğun). Fon sayısı sınırlı görünse de bu 48 fon, tasfiye kapsamındaki büyüklüğün yaklaşık %87'sini temsil ediyor. Alım satıma kapatılan ve TEFAS'ta işlem gören 69 fonun tamamının içeriğine de ulaştık. Ardından likiditesi sınırlı varlıkları iki grupta tanımladık:

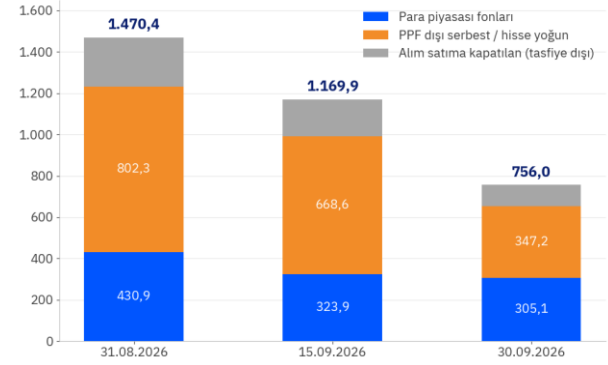
- Hisseler:** Son bir aylık işlem hacmi ve fiyat performansı ile PD/DD ve FD/FAVÖK rasyolarına bakarak işlem derinliği sınırlı ve nakde dönüşümü görece uzun sürebilecek 249 hisse belirledik.
- Borçlanma araçları:** ÖST, finansman bonosu ve kira sertifikalarında ödemesini yapmamış ya da yapmayacağını açıklamış ihraççılar ile takip listemizdeki ihraççılara ait 140 ihracı bu gruba aldık.

Bu kıymetlerin fonlardaki ağırlığını doğrudan pozisyonlar ve ters repo/pay senedi repo teminatları üzerinden hesaplayıp fon büyüklüğüyle ağırlıklandırdık. Likiditesi sınırlı, değersiz anlamına gelmiyor.

Bulgular: Tasfiye kapsamındaki fonlarda **likiditesi sınırlı olabilecek varlıkların payı %58,6 (yaklaşık 334 milyar TL)**. Ancak tablo homojen değil:

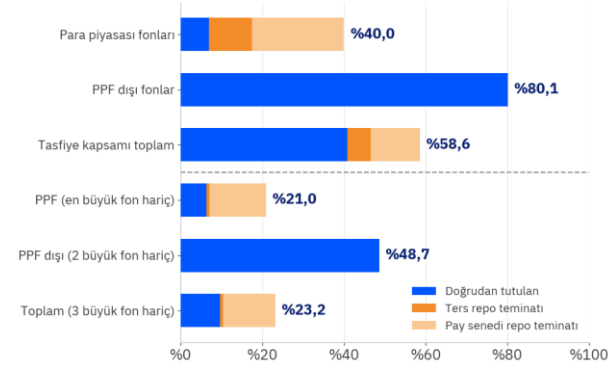
- Fon türüne göre:** Para piyasası fonlarında doğrudan tutulan oran yalnızca %6,9; repo teminatları dahil edildiğinde %40,0'a çıkıyor (22,4 puanı pay senedi repo teminatı). PPF dışı fonlarda oran %80,1.
- Tera Portföy'ün üç fonu hariç:** Sonucu belirleyen asıl unsur, Tera Portföy'ün iki para piyasası/serbest fonu ile hisse senedi fonu. Bu üç fon hariç tutulduğunda oran %23,2'ye iniyor; kalan fonlarda portföylerin dörtte üçünden fazlası görece likit varlıklardan oluşuyor.
- Alım satıma kapatılan fonlar:** TEFAS'ta işlem gören bu fonlarda oran para piyasası fonlarında %13,6, PPF dışı fonlarda %19,4 ile sınırlı.

Grafik 1: Fon Büyüklüğünün Gelişimi (milyar TL)



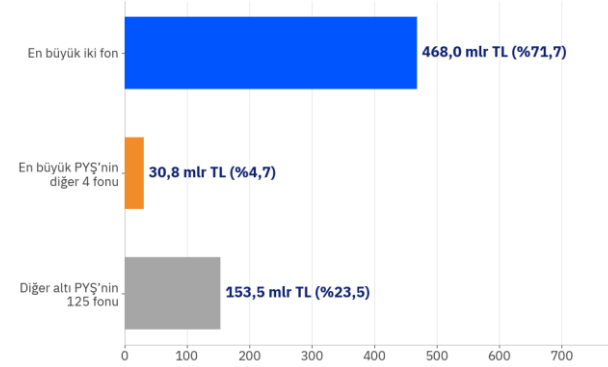
Kaynak: TEFAS, Finnet, Gedik Yatırım Araştırma

Grafik 2: Likiditesi Sınırlı Varlık Oranı (%)



Kaynak: KAP fon portföy dağılım raporları, Finnet, Gedik Yatırım Araştırma

Grafik 3: Tasfiye Büyüklüğünün Yoğunlaşması



Kaynak: SPK, Finnet, TEFAS, Gedik Yatırım Araştırma

Gedik Yatırım

Araştırma Bölümü

araştırma@gedik.com

+90 216 453 00 00

Veri notu: Fon büyüklükleri ve yatırımcı sayıları 30.09.2026 tarihli TEFAS verisidir. Fon portföyleri ağırlıklı olarak Ağustos 2026, bazı fonlarda Eylül 2026 dönemi portföy dağılım raporlarından derlenmiştir. Hisse getirileri ve işlem hacimleri 31.08–28.09.2026 dönemine aittir. Kategori ortalamaları fon büyüklüğüyle ağırlıklandırılmıştır. Fon bazındaki yatırımcı sayıları mükerrer kayıt içerir; tekil yatırımcı sayısı MKK verisidir.

1. Tasfiye Sürecinin İşleyişi

Sürecin netleştirilmesi ve kamuoyu iletişimi

Tasfiye sürecinin bir an önce netleştirilmesi büyük önem taşımaktadır. Piyasanın bu aşamada asıl ihtiyaç duyduğu unsur güvendir ve güven, ancak sürecin şeffaf ve öngörülebilir biçimde tanımlanmasıyla sağlanır. Bu kapsamda otoritelerin kamuoyunu net ve tutarlı ifadelerle bilgilendirmesi, belirsizlikten kaynaklanan oynaklığı azaltacaktır.

Sermaye Piyasası Kurulunun 17 Eylül 2026 tarihli kararlarıyla, yedi portföy yönetim şirketinin kurucusu olduğu toplam 131 yatırım fonunun tasfiyesine karar verilmiştir. Tasfiye kapsamındaki fonlarda Merkezi Kayıt Kuruluşu verilerine göre **455.758 tekil yatırımcı** bulunmaktadır. Tasfiye kapsamındaki toplam portföy büyüklüğü ise resmî açıklamalarda henüz toplulaştırılmış olarak paylaşılmamıştır. TEFAS verilerine dayalı hesaplamamıza göre tasfiye kapsamındaki fonların toplam büyüklüğü 30.09.2026 itibarıyla 652,3 milyar TL'dir. Bu tutar 31.08.2026'da 1.233,2 milyar TL, fonların işleme kapatılmasından hemen önce 15.09.2026'da ise 992,5 milyar TL idi. Fon bazındaki yatırımcı sayılarının toplamı 722.915'tir; aynı yatırımcının birden fazla fonda bulunabilmesi nedeniyle bu rakam MKK'nın tekil yatırımcı sayısından yüksektir.

Tasfiye kapsamındaki ve tasfiyeye alınmadan alım satıma kapatılan fonların büyüklük gelişimi aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Fonların 17 Eylül'den itibaren işleme kapalı olmasına karşın tasfiye kapsamındaki büyüklük 15.09–30.09 arasında %34,3 gerilemiştir. Bu düşüş, büyük ölçüde portföylerdeki payların fiyat kaybını yansıtmaktadır.

Tablo 1: Alım Satıma Kapatılan Fonların Kategori Bazında Büyüklük Gelişimi (milyar TL)

Kategori (milyar TL)	31.08.2026	15.09.2026	30.09.2026	Değişim (31.08– 30.09)	Yatırımcı sayısı*	Net giriş**
Tasfiye olan fonlar (129)	1.233,2	992,5	652,3	-%47,1	722.915	322,4
Para piyasası fonları (15)	430,9	323,9	305,1	-%29,2	273.182	175,4
PPF (11)	375,5	272,5	269,4	-%28,3	262.297	158,8
Serbest PPF (4)	55,4	51,4	35,7	-%35,6	10.885	16,6
PPF dışı fonlar (114)	802,3	668,6	347,2	-%56,7	449.733	147,0
Serbest fon (112)	719,3	522,4	331,1	-%54,0	210.191	80,6
Hisse senedi yoğun fon (2)	83,0	146,1	16,2	-%80,5	239.542	66,4
Tasfiye dışı alım satıma kapatılan fonlar (170)	237,2	177,4	103,7	-%56,3	197.686	35,4
TEFAS'a açık olanlar (69)	75,8	40,9	33,2	-%56,2	178.875	-9,2
Serbest PPF (4)	17,6	15,3	14,4	-%17,8	3.055	3,7
Serbest fon (20)	8,8	8,0	5,9	-%32,6	8.047	6,0
Diğer*** (45)	49,5	17,6	12,8	-%74,1	167.773	-19,0
TEFAS'a açık olmayanlar (101)	161,3	136,5	70,5	-%56,3	18.811	44,6
Gayrimenkul yatırım fonu (27)	25,6	25,6	26,2	+%2,5	1.718	34,8
Girişim sermayesi yatırım fonu (49)	48,8	28,3	20,6	-%57,8	1.996	13,5
Serbest fon (25)	87,0	82,7	23,7	-%72,7	15.097	62,7
Toplam (299 fon)	1.470,4	1.169,9	756,0	-%48,6	920.601	357,8

* Fon bazındaki yatırımcı sayılarının toplamıdır (mükerrer). ** İhraçtan bu yana kümülatif net para girişi (giriş – çıkış, milyar TL).

*** Hisse senedi, borçlanma araçları, fon sepeti, değişken, katılım ve altın fonları. SPK listesindeki 131 fondan ikisinin TEFAS verisi bulunmadığından tabloda 129 fon yer almaktadır. **Kaynak:** TEFAS, Finnet, Gedik Yatırım Araştırma

Fonlara net para girişi

TEFAS verisi bulunan ve tasfiye kararı verilen 129 fona ihraçlarından bu yana nette yaklaşık **322 milyar TL** giriş olmuştur. Bu girişleri gün bazında fonlama maliyetiyle bugüne taşıdığımızda, tutarın bugünkü değeri yaklaşık **497 milyar TL**'ye ulaşmaktadır. Girişlerin önemli bir bölümü yakın döneme aittir: yalnızca 2026 yılında nette yaklaşık **163 milyar TL** giriş gerçekleşmiş olup bu tutarın bugünkü değeri **220 milyar TL**'dir. Diğer bir ifadeyle, ihraçtan bu yana gerçekleşen net girişlerin yaklaşık yarısı bu yıl içinde fonlara girmiştir.

Fonların 30.09.2026 itibarıyla 652,3 milyar TL olan büyüklüğü, net girişlerin fonlama maliyetiyle hesaplanan bugünkü değerinin yaklaşık 156 milyar TL üzerindedir. Bu fark, fon değerlerinin önemli bir bölümünün nakit girişinden değil portföy değerlemelerinden kaynaklandığına işaret etmekte; likiditesi sınırlı varlıkların tasfiyede hangi fiyattan nakde dönüşeceği sorusunu daha da kritik hale getirmektedir.

Değerleme yöntemi: 129 fonun ihraçlarından bu yana gerçekleşen net girişler, fonlama maliyeti kullanılarak gün bazında 30.09.2026 tarihine taşınmıştır. Kaynak: TEFAS, Gedik Yatırım Araştırma

Tasfiye süreci iki görevli banka (İş Bankası ve Ziraat Bankası) tarafından yürütülmektedir: Tera Portföy'e ait fonların tasfiyesini İş Bankası, diğer altı portföy yönetim şirketi (Pusula Portföy, Hedef Portföy, Atlas Portföy, A1 Capital Portföy, Bulls Portföy ve Pardus Portföy) ait fonların tasfiyesini ise Ziraat Bankası üstlenmiştir. Tasfiye kapsamındaki büyüklüğün %76,5'i Tera Portföy'ün 6 fonunda yoğunlaşmaktadır; bunlardan Tera Portföy Birinci Serbest Fon (TLY, 243,6 milyar TL) ile Tera Portföy Para Piyasası (TL) Fonu (TP2, 224,4 milyar TL) tek başına toplamın %72'sini oluşturmaktadır. Dolayısıyla sürecin genel seyri büyük ölçüde bu iki fonun tasfiyesine bağlıdır. Buna karşılık yatırımcı tabanı daha geniş bir alana yayılmıştır: diğer altı şirketin 125 fonu, büyüklüğün yalnızca dörtte birini temsil etmesine karşın fon bazında 183 bin yatırımcıya sahiptir.

Tablo 2: Tasfiye Kapsamındaki Fonların Portföy Yönetim Şirketleri Bazında Dağılımı

Portföy yönetim şirketi	Tasfiyeyi yürüten banka	30.09 SPK kararı	Fon sayısı (SPK)	Büyüklük, 30.09 (milyar TL)	Pay	Yatırımcı sayısı*
Tera Portföy	T. İş Bankası	64/1775	6	498,8	%76,5	540.027
Tera Portföy Birinci Serbest Fon (TLY)			1	243,6	%37,3	102.616
Tera Portföy Para Piyasası (TL) Fonu (TP2)			1	224,4	%34,4	167.000
Hedef Portföy	T.C. Ziraat Bankası	64/1775	31**	42,2	%6,5	23.923
Pusula Portföy	T.C. Ziraat Bankası	64/1775	12	39,9	%6,1	59.482
Pardus Portföy	T.C. Ziraat Bankası	64/1770	42	39,6	%6,1	34.026
Atlas Portföy	T.C. Ziraat Bankası	64/1775	16	24,5	%3,8	58.903
Bulls Portföy	T.C. Ziraat Bankası	64/1770	15	5,4	%0,8	5.057
A1 Capital Portföy	T.C. Ziraat Bankası	64/1770	9	1,8	%0,3	1.497
Toplam (7 şirket)			131	652,3	%100	722.915

* Fon bazında toplam (mükerrer). ** 2 fonun (HPP, HIN) TEFAS verisi bulunmadığından büyüklük ve yatırımcı sayısı 29 fona aittir.

Kaynak: SPK Bülteni 2026/60 ve 2026/61 (17.09.2026), SPK haftalık bülteni (30.09.2026), TEFAS, Gedik Yatırım Araştırma

Süreç takvimi

Tasfiye sürecinde ve ilgili düzenlemelerde öne çıkan tarihler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 3: Tasfiye Sürecinin Takvimi

Tarih	Gelişme
28.08.2026	Yeni Yatırım Fonları Rehberi (Karar 52/1589): yoğunlaşma sınırları, haftalık portföy raporu, PYŞ asgari sermayesi
11.09.2026	Fiili dolaşım hesaplamasında yeni yöntem yürürlüğe girdi
16.09.2026	Bu tarih ve öncesinde iletilip gerçekleşmeyen iade talimatları fonun borcu olarak kabul ediliyor
17.09.2026	131 fonun tasfiyesine karar verildi (Bülten 2026/60 ve 2026/61); 170 fon alım satıma kapatıldı; aynı gün TEFAS'a iletilen talimatlar iptal edildi (Karar 57/1707)
21.09.2026	Azami tasfiye süresi 3 aydan 6 aya uzatıldı (tasfiye usul ve esaslarının A/8 maddesi)
22-23.09.2026	Altı aracı kurumda olağan dışı nakit ve menkul kıymet çıkışları Borsa İstanbul, Takasbank ve MKK onayına bağlandı
28.09.2026	İptal edilen talimat sahiplerine tasfiye bakiyesinden pay oranında ödeme yapılacağı duyuruldu
30.09.2026	Ara ödeme kararı (64/1775) ve tasfiye yol haritası (64/1770); Tera Yatırım'ın faaliyetleri geçici olarak durduruldu
01.10.2026	Tüm BİST şirketleri için İngilizce özel durum açıklaması zorunluluğu başladı
02.10.2026	Kredili işlemlerde %20 geçici asgari özkaynak oranı uygulamasının süresi doluyor

Kaynak: SPK bültenleri ve kararları, Gedik Yatırım Araştırma

Tasfiye sürecinin temel aşamaları

- Fonların tedavüldeki katılma payları, yatırımcı bazındaki saklama hesapları, gerçekleşmemiş emirleri ve varsa haciz, rehin ve diğer takyidatları görevli bankalar ile MKK arasında mutabakata bağlanacaktır.
- Fonların repo, ters repo, para piyasası işlemleri, mevduat ve katılma hesapları, türev işlemleri, kullanılan krediler ve diğer borç ve alacakları; önceki saklama kuruluşu, görevli banka ve Takasbank arasında mutabık hale getirilecektir.
- Fon portföyündeki saklamaya konu varlıklar, Takasbank nezdinde görevli bankalar adına açılan hesaplarda izlenecektir.
- Portföy varlıkları, yatırımcı menfaati, piyasa derinliği ve likidite koşulları gözetilerek nakde dönüştürülecektir.
- Satışlardan ve vadesi dolan işlemlerden elde edilen nakit, görevli bankaların belirleyeceği dönemlerde yatırımcılara, mutabakatı yapılmış katılma payı sahipliği oranında aktarılacaktır. Bu nedenle ödemelerin tasfiye sonuna bırakılmaksızın kısmi ve dönemsel olarak yapılması mümkündür.

Başlangıçta üç ay olarak belirlenen azami tasfiye süresi, portföy yapıları ve piyasa koşulları dikkate alınarak **altı aya** çıkarılmıştır. Bu süre bir hedef tarih değil, üst sınırdır; likit portföylerde tasfiye daha erken tamamlanabilecektir. Sürecin güvenilirliği bakımından görevli bankaların fon bazında tahmini satış ve ödeme takvimi, nakde dönüşen varlık tutarı, yapılan ara ödemeler ve kalan portföyün likidite dağılımını düzenli olarak yayımlaması faydalı olacaktır. (SPK'nın 21.09.2026 tarihli kararıyla tasfiye usul ve esaslarının A/8 maddesi değiştirilmiştir.) Fonlar 17.09.2026 itibarıyla TEFAS'ta ve TEFAS dışındaki dağıtım kanallarında işleme kapatılmıştır.

Emirlerin durumu bakımından da yatırımcı grupları arasında ayrım bulunmaktadır:

- 16 Eylül 2026 ve öncesinde iletilmiş, ancak fonun temerrüdü veya fiyat açıklamaması nedeniyle gerçekleştirilememiş iade talimatlarından kaynaklanan tutarlar fonun borcu olarak kabul edilmekte ve satışlardan elde edilen nakitten öncelikli olarak karşılanmaktadır.
- 17 Eylül 2026 tarihinde TEFAS'a iletilen talimatlar iptal edilmiştir. Bu yatırımcılar katılma payı sahibi olmaya devam etmekte ve tasfiye bakiyesinden payları oranında ödeme almaktadır. (Karar 57/1707; ödeme esasına ilişkin 28.09.2026 tarihli duyuru.)

30 Eylül 2026 tarihli SPK kararları: ara ödeme ve tasfiye yol haritası

SPK, 30 Eylül 2026 tarihli haftalık bülteninde tasfiye sürecine ilişkin iki yeni karar açıklamıştır. **64/1775 sayılı karar** ile Tera, Pusula, Atlas ve Hedef Portföy tarafından kurulan fonların yatırımcılarına

gecikmeksizin ara ödeme yapılmasına karar verilmiştir. Bu ödemeler nihai tasfiye tutarından mahsup edilecektir. Kararın temel şartları şunlardır:

- Ödemeler, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından hesaplanan her yatırımcının net yatırım tutarı üzerinden yapılacaktır.
- Her bir yatırımcıya, her bir fon için ayrı ayrı olmak üzere ödenecek ara ödeme tutarı 1 milyon TL'yi aşmayacaktır. Buna göre ilgili fondaki net yatırım tutarı 1 milyon TL'nin altında olan yatırımcılara bu tutarın tamamı, 1 milyon TL ve üzerinde olan yatırımcılara ise fon başına en fazla 1 milyon TL ara ödeme yapılacaktır.
- Süreç para piyasası fonları ile başlayacaktır.
- Ara ödeme karşılığında herhangi bir fon payı itfası yapılmayacak; itfa işlemleri nihai tasfiye ödemesi sırasında gerçekleştirilecektir.

Karar, tasfiye kapsamındaki 131 fonun 65'ini kapsamaktadır. Hesaplamalarımıza göre bu fonların 30 Eylül itibarıyla toplam büyüklüğü yaklaşık 605 milyar TL'dir ve tasfiye kapsamındaki toplam varlıkların %93'ünü oluşturmaktadır. Karar kapsamındaki para piyasası fonları 301 milyar TL büyüklüğe ve fon bazında yaklaşık 266 bin yatırımcıya sahiptir. 1 milyon TL'lik üst limit, küçük yatırımcıların önemli bir bölümünün alacaklarının tasfiye sürecinin tamamlanmasını beklemeden ödenebilmesini sağlamaktadır.

Aynı bültende **64/1770 sayılı karar** ile A1 Capital, Bulls ve Pardus Portföy tarafından kurulan fonlara ilişkin bir yol haritası da belirlenmiştir:

- Tasfiye, para piyasası fonları ile başlayacak ve en fazla yatırımcıya sahip fondan en az yatırımcıya sahip fona doğru ilerleyecektir.
- Bu şirketlere ait olup tasfiye kapsamında olmayan ancak 17 Eylül'de işlem görmeleri durdurulan fonlar, tasfiye tamamlandıktan sonra tüm dağıtım kanallarında eş zamanlı olarak yeniden açılabilir. Gerekli olması halinde bundan önce de yeniden açılabilir.
- Kurucu portföy yönetim şirketi; portföy yapısı, likidite, piyasa koşulları ve yatırımcıların çıkarlarını dikkate alarak yeniden açılış tarihini ve katılma payı alım/satım koşullarını belirleyecektir.

Değerlendirmemiz: Ara ödeme kararını olumlu bir adım olarak değerlendiriyoruz. Karar, tasfiye sürecine ilişkin belirsizliği azaltıyor ve küçük yatırımcıların nakde erişimini hızlandırıyor. Para piyasası fonlarına öncelik verilmesi de daha likit portföy yapılarıyla uyumlu. Askıya alınan fonların yeniden açılmasına ilişkin daha net bir takvim, piyasa üzerindeki baskının hafiflemesine yardımcı olmalı.

Net tutarın tasfiye kapsamındaki tüm fonlar için birlikte hesaplanması: Ara ödemeye esas alınacak net yatırım tutarı, her bir yatırımcı için fon bazında ayrı ayrı hesaplanacak ve her bir fonda 1 milyon TL'yi aşmayacaktır. Bu tutarın, tasfiye kapsamındaki fonların tamamı için yatırımcı bazında tek bir net tutar olarak hesaplanmasının daha adil bir sonuç vereceğini düşünüyoruz. Örneğin, tasfiye kapsamındaki bir serbest fona 1 milyon TL yatırım yapıp bu fondan kârla çıkan ve ardından aynı kurucunun para piyasası fonuna yatırım yapan bir yatırımcıya, para piyasası fonundan yapılacak ödemede ilk fonda elde ettiği net kazanç kadar mahsup uygulanmalıdır. Böylece tasfiye kapsamındaki fonlardan daha önce kazanç elde etmiş yatırımcılara fazla ödeme yapılmasının ve bunun diğer yatırımcılar aleyhine sonuç doğurmasının önüne geçilebilir.

2. Fon Varlıklarının Satış Süreci

Tasfiye kapsamındaki fonlar tek bir kategori olarak ele alınmamalı; likiditesi yüksek para piyasası fonları ile nakde dönüşümü zaman alacak serbest fonlar birbirinden ayrıştırılmalıdır. Tasfiye süresinin altı aya uzatılmış olması, her fonun ödemesini bu sürenin sonunda yapacağı şeklinde algılanmamalıdır.

Kolay likide edilebilen fonlarda ödemelerin ivedilikle gerçekleştirilmesi ya da en azından ne zaman ödeme yapılacağının fon bazında açıklanması, piyasa üzerindeki baskıyı azaltacak en etkili adım olacaktır. Varlık satışlarında temel amaç, tasfiyeyi en kısa sürede tamamlamak değil, yatırımcılar adına elde edilecek toplam nakdi piyasa bozucu etki yaratmadan azami seviyeye çıkarmak olmalıdır.

Bunun için varlıklar likidite, yoğunlaşma, vade, karşı taraf ve ilişkili taraf özelliklerine göre sınıflandırılmalıdır.

Analiz kapsamı ve yöntemimiz

Tasfiye kapsamındaki fonların portföy yapısını ortaya koymak için, portföy dağılım raporunu kamuya açıklayan fonların varlık dağılımlarını ve menkul kıymet bazındaki pozisyonlarını tek tek derledik. Alım satıma kapatılan 299 fondan 118'inin, tasfiye kapsamındaki 129 fondan ise **48'inin** portföy içeriğine ulaşılabilmiştir. Bu 48 fonun 15'i para piyasası fonudur (11 PPF ve 4 serbest PPF; tasfiye kapsamındaki PPF'lerin tamamı), 33'ü ise PPF dışı fondur (31 serbest fon ve 2 hisse senedi yoğun fon). **Fon sayısı olarak sınırlı görünse de bu 48 fon, tasfiye kapsamındaki toplam büyüklüğün yaklaşık %87'sini (569,9 milyar TL) temsil etmektedir.** İncelemede ağırlıklı olarak Ağustos 2026, bazı fonlarda ise Eylül 2026 dönemi portföy dağılım raporlarını kullandık; bu 48 fonda toplam 1.339 kalem pozisyonu ayrı ayrı değerlendirdik.

İçeriğine ulaşamadığımız 81 tasfiye fonu, büyüklüğün %13'ünü (82,4 milyar TL) oluşturmaktadır. Bunların 77'si hisse senedi serbest fonudur ve fon bazında toplam yatırımcı sayıları yalnızca 2,7 bindir. Bu fonlarda likiditesi sınırlı varlık oranının ortalamadan yüksek olması muhtemeldir; ancak büyüklük ağırlıklı sonuçları belirgin biçimde değiştirmesi beklenmez.

Ardından portföylerdeki kıymetleri, nakde dönüşümlerinin ne kadar zaman alabileceğine göre sınıflandırdık. "Likiditesi sınırlı" ifadesiyle, değeri olmayan varlıkları değil; işlem derinliği sınırlı olduğu ya da ödeme performansı belirsizleştiği için piyasa fiyatını bozmadan kısa sürede nakde çevrilmesi güç olabilecek kıymetleri kastediyoruz:

- **Hisseler:** Borsa İstanbul'da işlem gören paylar arasından son bir aylık işlem hacmi ve fiyat performansı ile PD/DD ve FD/FAVÖK gibi değerlendirme rasyolarını birlikte değerlendirerek; işlem derinliği sınırlı, değerlemesi temel göstergelerden belirgin biçimde ayrışan ve satışı görece uzun sürebilecek 249 hisse belirledik. Bu listedeki hisselerden 123'ü, içeriğine ulaşılan fonların portföylerinde yer almaktadır.
- **Borçlanma araçları (ÖST, finansman bonusu, kira sertifikası):** Ödemesini gerçekleştirmemiş ya da gerçekleştiremeyeceğini açıklamış ihraççıların ihraçları ile tasfiye sürecindeki kurumlarla ilişkili olması nedeniyle takip listemize aldığımız ihraççıların ihraçlarından oluşan 140 ihraçlık bir izleme listesi oluşturduk. Bu listeden 69 ihraç, içeriğine ulaşılan fonların portföylerinde bulunmaktadır.
- **Teminat yoluyla maruziyet:** Ters repo ve pay senedi repo işlemlerinde teminat olarak alınan kıymetleri de aynı ölçütlerle inceledik (4 hisse, 17 borçlanma aracı). Karşı tarafın vadede ödeme yapmaması halinde bu teminatlar fona kalacağından, söz konusu tutarları da hesaba kattık.

Son olarak bu kıymetlerin her bir fondaki portföy ağırlığını, doğrudan ve teminat yoluyla maruziyet olarak ayrı ayrı hesapladık ve fon büyüklükleriyle ağırlıklandırarak kategori bazında "likiditesi sınırlı olabilecek varlık oranı"na ulaştık. Bu oran, ilgili varlıkların değer kaybedeceği anlamına gelmemekte; nakde dönüşümün zaman alabileceğine ve satış sürecinde fiyat baskısı oluşabileceğine işaret etmektedir.

Portföy içeriğine ulaşabildiğimiz fonlarda likiditesi sınırlı varlıkların ağırlığı bu ayrışmanın gerekliliğini açıkça göstermektedir. İçeriğine ulaşılan 48 fonda likiditesi sınırlı varlıkların ağırlığı, doğrudan tutulan ve ters repo/pay senedi repo işlemlerinde teminat olarak alınan kıymetler birlikte değerlendirildiğinde **%58,6 (yaklaşık 334 milyar TL)** seviyesindedir.

Tablo 4: Tasfiye Kapsamındaki Fonlarda Likiditesi Sınırlı Varlık Oranı

Kategori	İçeriğine ulaşılan fon	Büyüklik (milyar TL)	Doğrudan (%)	Teminat yoluyla (%)	Toplam (%)	Tutar (milyar TL)
Para piyasası fonları	15 / 15	305,1	6,9	33,0	40,0	121,9
PPF dışı serbest ve hisse yoğun fonlar	33 / 114	264,8	80,1	0,0	80,1	212,0
Tasfiye olan fonlar toplamı	48 / 129	569,9	40,9	17,7	58,6	333,9
<i>En büyük üç fon hariç</i>						
Para piyasası fonları (en büyük PPF hariç)	14 / 15	80,7	6,3	14,7	21,0	16,9
PPF dışı fonlar (en büyük iki fon hariç)	31 / 114	7,0	48,7	0,0	48,7	3,4
Tasfiye olan fonlar toplamı (3 fon hariç)	45 / 129	87,7	9,7	13,5	23,2	20,3

Likiditesi sınırlı varlık: son 1 ay getiri, ortalama işlem hacmi, PD/DD ve FD/FAVÖK rasyolarına göre belirlediğimiz 249 hisse ile "ödemeyecek" ve "takip" listesindeki 140 ÖST ihracı. Ağırlıklar fon büyüklüğüyle ağırlıklandırılmıştır; tutarlar 30.09 büyüklüğüne uygulanmıştır. En büyük üç fon: en büyük portföy yönetim şirketinin para piyasası, serbest ve hisse senedi fonları. **Kaynak:** Fon portföy dağılım raporları (Ağustos/Eylül 2026), Finnet, Gedik Yatırım Araştırma

Teminat yoluyla maruziyetin türlere göre ayrıştırılması

Teminat yoluyla maruziyet iki farklı işlem türünden kaynaklanmaktadır. Ters repo işlemlerinde karşı tarafın vadede ödeme yapmaması halinde teminat fona kalır; bu kalem doğrudan bir risk olarak değerlendirilmelidir. Pay Senedi Repo Pazarı işlemlerinde ise takas Takasbank tarafından yürütüldüğünden karşı taraf riskinin daha sınırlı olması beklenir. Para piyasası fonlarındaki %33,0'lık teminat maruziyetinin 22,4 puanı pay senedi repo, 10,6 puanı ters repo işlemlerinden kaynaklanmaktadır; pay senedi repo hariç tutulduğunda bu fonlardaki oran %17,6'ya inmektedir.

Tablo 5: Likiditesi Sınırlı Varlık Oranının Kaynağa Göre Dağılımı (%)

Kategori	Doğrudan	Ters repo teminatı	Pay senedi repo teminatı	Toplam
Para piyasası fonları	6,9	10,6	22,4	40,0
PPF dışı fonlar	80,1	0,0	0,0	80,1
Tasfiye olan fonlar toplamı	40,9	5,7	12,0	58,6
Para piyasası fonları (TP2 hariç)	6,3	0,8	13,9	21,0
Tasfiye olan fonlar toplamı (3 fon hariç)	9,7	0,7	12,8	23,2

Oranlar fon büyüklüğüyle ağırlıklandırılmıştır. Kaynak: Fon portföy dağılım raporları, TEFAŞ, Gedik Yatırım Araştırma

Ortalamalar büyük ölçüde Tera Portföy'ün üç fonu (TP2, TLY ve THF) tarafından belirlenmektedir: bu şirketin para piyasası, serbest ve hisse senedi fonları toplam 482,1 milyar TL ile içeriğine ulaşılan tasfiye büyüklüğünün **%84,6'sını** oluşturmaktadır. Bu üç fon hariç tutulduğunda likiditesi sınırlı varlık oranı para piyasası fonlarında %40,0'dan %21,0'a, PPF dışı fonlarda %80,1'den %48,7'ye, tasfiye kapsamındaki fonların toplamında ise %58,6'dan %23,2'ye gerilemektedir. Tasfiyeye alınmadan alım satıma kapatılan fonlar da dahil edildiğinde, bu üç fon hariç 115 fonun ortalaması %23,4'tür (126,1 milyar TL). Diğer bir ifadeyle, likiditesi sınırlı varlık riskinin büyük kısmı bu üç fonda yoğunlaşmakta; kalan fonlarda portföylerin dörtte üçünden fazlası görece likit varlıklardan oluşmaktadır.

Fon bazında bakıldığında tablo daha da ayrışmaktadır: para piyasası fonlarından 8'inde (33,1 milyar TL) likiditesi sınırlı varlık oranı %10'un altındadır ve bu fonlarda ödemelerin kısa sürede yapılması mümkündür. Buna karşılık PPF dışı fonlardan 11'inde oran %50'nin üzerindedir ve bu fonlar içeriğine ulaşılan PPF dışı büyüklüğün **%98,7'sini (261,3 milyar TL)** oluşturmaktadır.

Tablo 6: Likiditesi Sınırlı Varlık Oranına Göre Fon Dağılımı

Likiditesi sınırlı varlık oranı	Para piyasası fonları: fon sayısı	Büyüklik (milyar TL)	PPF dışı fonlar: fon sayısı	Büyüklik (milyar TL)
%10'un altında	8	33,1	14	0,7
%10–50	6	271,2	8	2,7
%50'nin üzerinde	1	0,7	11	261,3
Toplam	15	305,1	33	264,8

Oran, doğrudan tutulan ve teminat yoluyla maruz kalınan likiditesi sınırlı varlıkların toplamıdır. Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Duyarlılık analizi: Fon değerinin ne kadarı nakde dönüşebilir?

Yatırımcı açısından asıl soru, tasfiye sonunda fon değerinin ne kadarının nakde dönüşebileceğidir. Bunu bugünden kesin olarak bilmek mümkün değildir; ancak likiditesi sınırlı varlıkların hangi değerden satılabileceğine ilişkin farklı varsayımlarla bir çerçeve çizilebilir. Analizde likit varlıkların değerinden nakde döndüğü, likiditesi sınırlı hisse ve borçlanma araçlarının ise senaryoya göre değer kaybıyla satıldığı varsayılmıştır. Repo işlemlerinde fonun alacağı, karşı tarafın vadede ödeyeceği nakittir; teminat ancak karşı taraf ödeme yapmazsa fona kalmakta ve bu durumda değer kaybına uğramaktadır. Ödeme yapmayacağını açıklamış ihraççıların borçlanma araçları tüm senaryolarda sıfır değerle hesaplanmıştır.

Tablo 7: Senaryo Varsayımları

Senaryo	Likiditesi sınırlı hisselerde değer kaybı	İzlemedeki borçlanma araçlarında değer kaybı	Repo işlemlerinde karşı tarafın ödeme yapmama oranı
Senaryo 1 – Hafif	%20	%20	%25
Senaryo 2 – Orta	%40	%40	%50
Senaryo 3 – Ağır	%60	%60	%75
Senaryo 4 – Çok ağır	%80	%80	%100

Değer kayıpları, tasfiye sürecinin başladığı 17.09.2026 tarihindeki fon değerlerine değil, fonların 30.09.2026 itibarıyla güncel değerlerine uygulanmıştır. Güncel değerler payların bu dönemdeki fiyat kayıplarını kısmen yansıttığından, tablodaki kayıplar bu düşüşün üzerine eklenen ilave kayıplardır. Ters repo teminatlarının tamamı borçlanma aracı, pay senedi repo teminatlarının tamamı hissedir; fona kalan teminat ilgili değer kaybı oranıyla değerlendirilmiştir. Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tablo 8: Duyarlılık Analizi – Her 100 TL'lik Fon Değerinin Yaklaşık Nakit Karşılığı (TL)

Fon grubu	Likiditesi sınırlı varlık payı (%)	Senaryo 1 Hafif	Senaryo 2 Orta	Senaryo 3 Ağır	Senaryo 4 Çok ağır
Tüm tasfiye kapsamındaki fonlar					
Para piyasası fonları	40,0	97	91	81	68
Diğer fonlar (hisse senedi ve serbest)	80,1	84	68	52	36
Tüm fonlar	58,6	91	80	67	53
Tera Portföy'ün üç büyük fonu hariç					
Para piyasası fonları	21,0	98	95	90	83
Diğer fonlar (hisse senedi ve serbest)	48,7	90	81	71	61
Tüm fonlar	23,2	97	93	88	81

Duyarlılık analizidir, tahmin değildir. Hesaplamalar fonların 30.09.2026 itibarıyla güncel değerlerini baz almaktadır. Tasfiye masrafları dikkate alınmamıştır. Portföy içeriğine ulaşılan 48 fon, büyüklükle ağırlıklandırılmıştır. Kaynak: KAP fon portföy dağılım raporları, TEFAŞ, Gedik Yatırım Araştırma

Tablodaki ilk dikkat çeken nokta, tüm fonlar için hesaplanan nakde dönüşme oranlarının Tera Portföy'ün üç fonunun (TP2, TLY ve THF) ağırlığı nedeniyle düşük görünmesidir. Bu üç fon, portföy içeriğine ulaşılan tasfiye büyüklüğünün %84,6'sını oluşturmakta ve likiditesi sınırlı varlık payları diğer fonların belirgin biçimde üzerinde bulunmaktadır. Üç fon hariç tutulduğunda daha makul bir tablo ortaya çıkmaktadır: her 100 TL'lik fon değerinin nakit karşılığı ilk iki senaryoda 93–97 TL, en sert senaryoda bile 81 TL düzeyindedir. İkinci nokta, risk kaynağının fon türüne göre farklılaşmasıdır. Para piyasası fonlarında sonuç büyük ölçüde repo karşı taraflarının ödeme yapıp yapmamasına bağlıken,

hisse senedi ve serbest fonlarda belirleyici olan doğrudan tutulan likiditesi sınırlı hisselerdir; bu fonlarda sonuçlar senaryolara çok daha duyarlıdır.

Hesaplamalarda başlangıç noktası, tasfiye sürecinin başladığı 17 Eylül'deki fon değerleri değil, fonların 30.09.2026 itibarıyla güncel değerleridir. Fon değerleri tasfiye kararından bu yana payların fiyat kayıplarıyla birlikte zaten gerilemiştir; dolayısıyla tablodaki değer kayıpları bu düşüşün üzerine eklenen ilave kayıpları ifade etmektedir. Nakde dönüşme oranları da tasfiye başlangıcındaki değere değil, bugünkü fon değerine göre hesaplanmıştır.

Para piyasası fonlarında ödemelerin eksiksiz yapılması

Serbest bırakılamayan tutarlarda, para piyasası fonlarına ilişkin ödemelerin eksiksiz şekilde yapılması sağlanmalıdır. Bu fonların yatırımcı profili ve portföy yapısı, sınırlı zararlar ve hızlı biçimde sonuçlandırılmaya elverişlidir; sürecin bu segmentte hızlı ilerlemesi genel güven açısından da belirleyici olacaktır. Tasfiye kapsamındaki 15 para piyasası fonu **305 milyar TL** büyüklüğe ve 273 bin yatırımcıya (fon bazında) sahiptir. Bu fonlarda doğrudan tutulan likiditesi sınırlı varlık oranı %6,9 ile sınırlıdır; ancak ters repo ve pay senedi repo işlemlerinde teminat olarak alınan likiditesi sınırlı kıymetlerle birlikte oran **%40'a** çıkmaktadır. Teminat yoluyla maruziyet, Tera Portföy Para Piyasası (TL) Fonu'nda %39,6, Pusula Portföy Para Piyasası (TL) Fonu'nda ise %43,1 seviyesindedir. Bu işlemlerin vadesinde karşı tarafça ödenmemesi halinde fonlara likiditesi düşük paylar ve grup şirketi ÖST'leri gibi teminatlar kalacaktır. Bu nedenle para piyasası fonlarında repo karşı taraflarının ödeme performansı yakından izlenmelidir. Bununla birlikte teminat yoluyla maruziyetin yaklaşık üçte ikisi Borsa İstanbul Pay Senedi Repo Pazarı işlemlerinden kaynaklanmaktadır. Bu pazarda takas Takasbank tarafından yürütüldüğünden, karşı taraf riskinin ters repolara göre daha sınırlı olması beklenir; bu nedenle iki işlem türünü aşağıda ayrı ayrı gösteriyoruz.

SPK'nın 30 Eylül tarihli ara ödeme kararı bu yönde atılmış önemli bir adımdır. Ara ödemeler para piyasası fonlarıyla başlayacaktır (ayrıntılar için bkz. Bölüm 1).

Varlık bazında nakde dönüşüm yöntemlerinin çeşitlendirilmesi

Portföylerin piyasaya tek yönlü satış baskısı yaratmadan nakde çevrilmesi için varlık türüne göre farklılaştırılmış yöntemler uygulanmalıdır. Genel ilke şu olabilir: **“Önce organize piyasa, mümkün değilse çoklu fiyat toplama, o da mümkün değilse bağımsız değerlendirme destekli rekabetçi ihale.”** Tek alıcıya veya ilişkili tarafa satış ise ancak piyasa testi yapıldıktan ve fiyatın adilliği belgelendikten sonra kullanılmalıdır.

- **Likit hisseler:** Bir veya birkaç kurum kanalıyla blok olarak satılması sağlanmalıdır. Normal piyasa emirleriyle, günlük işlem hacminin belirli bir oranını aşmadan VWAP/TWAP tarzı kademeli satış; çok büyük pozisyonlarda rekabetçi blok satış uygulanabilir. Portföy raporu tarihindeki fiyatlarla (ağırlıklı olarak Ağustos 2026 sonu) hesaplandığında, içeriğine ulaşılan 118 fonun tamamında likit hisse pozisyonlarının büyüklüğü yaklaşık 40,3 milyar TL'dir (159 hisse, 72 fon); bunun 32,5 milyar TL'si tasfiye kapsamındaki 48 fonda bulunmaktadır (101 hisse, 32 fon). Her iki kapsamda da likit hisseler, fonlardaki toplam hisse pozisyonlarının yalnızca yaklaşık %10'unu oluşturmaktadır. Aşağıda likiditesi sınırlı hisseler için verilen 146,5 milyar TL ise son bir aylık fiyat değişimleriyle güncellenmiş değerdir; farklı fiyat tarihlerine dayandıkları için iki tutar birbiriyle toplanmamalı ya da doğrudan karşılaştırılmamalıdır. Bu pozisyonlar ağırlıklı olarak yüksek işlem hacimli, büyük ölçekli hisselerde yoğunlaştığından piyasaya sınırlı fiyat etkisiyle kısa sürede satılabilecek niteliktedir.
- **Devlet tahvilleri ve likit borçlanma araçları:** Kamu alım ihalesi açılarak bu varlıkların tek seferde nakde çevrilmesi sağlanmalıdır. Bu yaklaşım, özellikle fiyatı piyasa derinliğinin üzerinde oluşmuş olabilecek varlıklarda zorunlu satışın yaratacağı değer kaybını sınırlayacak ve yatırımcı menfaatini gözetecektir. Borsa piyasası veya en az 3–5 banka/yatırım kuruluşundan eşzamanlı fiyat alınan rekabetçi RFQ/mini ihale şeklinde olabilir. Likit ÖST ve kira sertifikaları için borsa Kesin Alım Satım Pazarı veya çoklu karşı taraf fiyatlaması; ihraççı, aracı kurum ve piyasa yapımcılar teklif vermeye

davet edilebilir. Tasfiye kapsamındaki para piyasası fonlarında 29,4 milyar TL devlet tahvili bulunmakta olup bunun 24,5 milyar TL'si Tera Portföy Para Piyasası (TL) Fonu'ndadır. Derin ikincil piyasası sayesinde bu kıymetlerin kısa sürede ve sınırlı fiyat etkisiyle nakde çevrilmesi mümkündür; öncelikli olarak satılmaları ara ödemelerin finansmanına doğrudan katkı sağlayacaktır.

- **Likiditesi sınırlı hisseler:** Bu payların kredili işleme konu edilebilmesi sağlanmalı ve kredili işlemlerdeki %20'lik geçici asgari özkaynak oranının tasfiye süresince korunması değerlendirilmelidir. Bu şekilde şirket değerlerinin daha hızlı şekilde adil değerine ulaşması sağlanır. Aracı kurumların kredili işlemlerinde asgari özkaynak oranı geçici olarak %35'ten %20'ye indirilmiştir; ancak bu uygulama 02.10.2026'da sona erecektir. Tasfiye süresince (6 ay) uygulamanın uzatılması ve likiditesi sınırlı payların da kredili işleme konu edilebilmesi önerimizle doğrudan ilişkilidir.

Likiditesi sınırlı hisse pozisyonlarının büyüklüğü: İçeriğine ulaşılan fonlar, likiditesi sınırlı 123 hisseye yatırım yapmıştır. Pozisyonların güncel fiyatlarla yaklaşık değeri **146,5 milyar TL**'dir ve ilk 10 hisse bu tutarın %86'sını oluşturmaktadır. Bu hisselerin son bir aydaki (31.08–28.09) pozisyon ağırlıklı ortalama getirisi **-%58**'dir. Ortalama günlük işlem hacminin %20'sini aşmadan satış yapıldığı varsayımıyla pozisyon değerinin %87'sinin satışı 20 işlem gününden, %45'inin satışı ise 60 işlem gününden uzun sürmektedir. Bu tablo, kademeli piyasa satışının tek başına yeterli olmayacağını; blok satış, stratejik yatırımcıya satış ve kredili işlem imkânının birlikte kullanılması gerektiğini göstermektedir.

Yoğunlaşma pozisyon düzeyinde de belirgindir: en büyük altı hisse pozisyonu toplam **106,2 milyar TL** tutarındadır ve 2 ila 12 fonda birden tutulmaktadır. Aynı varsayım bu pozisyonların tasfiyesi 27 ile 126 işlem günü arasında değişmekte, beşi için 50 işlem gününü aşmaktadır. Söz konusu hisseler son bir ayda %44 ile %71 arasında değer kaybetmiştir.

Tablo 9: Likiditesi Sınırlı Hisse Pozisyonlarının Tahmini Satış Süresi

Tahmini satış süresi**	Pozisyon değerindeki payı	Yaklaşık tutar (milyar TL)
20 işlem gününden kısa	%13	19
20–60 işlem günü	%42	62
60 işlem gününden uzun	%45	66
Toplam (123 hisse)*	%100	146,5

* Portföy raporu tarihindeki pozisyon değerleri, hisselerin 31.08–28.09 getirisiyle güncellenmiştir. ** Ortalama günlük işlem hacminin %20'si ile satış varsayımı. Kaynak: Fon portföy dağılım raporları, Borsa İstanbul, Gedik Yatırım Araştırma

Hisse piyasasına olası etki

Bu tablo, fon yatırımcılarının yanı sıra hisse piyasası açısından da iki sonuca işaret etmektedir. Birincisi, söz konusu hisselerde tasfiye süresince kalıcı bir arz baskısı oluşabilir; bu durum, fonlarda pozisyonu bulunmayan yatırımcıları da etkileyebilecek bir fiyat riski anlamına gelir. İkincisi, yeni fon rehberindeki fiili dolaşıma bağlı yatırım sınırları ve 11 Eylül'de yürürlüğe giren fiili dolaşım hesaplaması değişikliği, tasfiyeden bağımsız olarak da küçük ölçekli paylarda ilave satış baskısı yaratabilecek unsurlardır. Bu nedenle tasfiye satışlarının zamanlaması ile mevzuat uyum takviminin birlikte ele alınması önem taşımaktadır.

İzleme listesindeki ÖST'ler

İçeriğine ulaşılan fonlarda izleme listesine aldığımız 69 farklı ÖST ihracında toplam **34,0 milyar TL** tutarında pozisyon bulunmaktadır (portföy raporu değerleri); bunun 0,12 milyar TL'si "ödemeyecek" statüsündedir. Bu pozisyonların **yaklaşık %89'u fonun kurucusuyla aynı gruptaki ihraççılara aittir**: En büyük portföy yönetim şirketinin fonlarında kendi grubuna ait ihraçlar 26,1 milyar TL'ye ulaşırken, iki şirkette daha bu tutar sırasıyla 3,3 milyar TL ve 0,8 milyar TL'dir. Ayrıca en büyük para piyasası fonunda ters repo teminatı olarak alınan 28,4 milyar TL tutarındaki kıymetler de aynı grubun

ihraçlarıdır. Bu yoğunlaşma, aşağıda önerilen ilişkili taraf ilkelerinin bu fonlar için kritik olduğunu göstermektedir.

Devlet tahvili ve ÖST dağılımı

Fonların borçlanma aracı portföyleri likidite açısından iki farklı görünüm sergilemektedir. Tasfiye kapsamındaki para piyasası fonlarında **29,4 milyar TL** devlet tahvili bulunmaktadır; bunun 24,5 milyar TL'si (toplamın %83'ü) Tera Portföy Para Piyasası (TL) Fonu'ndadır. Derin ikincil piyasası olan bu kıymetler kısa sürede ve sınırlı fiyat etkisiyle nakde çevrilebileceğinden ara ödemelerin ilk kaynağı olarak öne çıkmaktadır.

ÖST tarafında ise tablo farklıdır. Tasfiye kapsamındaki fonlarda bulunan 37,5 milyar TL'lik ÖST'nin **31,6 milyar TL'si (%84)** likiditesi sınırlı olarak sınıflandırdığımız ihraçlardan oluşmaktadır; bunun dışında kalan ÖST tutarı yalnızca 5,9 milyar TL'dir. Para piyasası fonlarında 26,9 milyar TL'lik ÖST'nin 21,1 milyar TL'si, PPF dışı fonlarda ise 10,6 milyar TL'lik ÖST'nin neredeyse tamamı (10,5 milyar TL) bu gruptadır. Likiditesi sınırlı olarak sınıflandırdığımız ÖST'lerin **26,7 milyar TL'si Tera Portföy fonlarında** bulunmaktadır: 16,2 milyar TL'si iki para piyasası fonunda, 10,5 milyar TL'si PPF dışı fonlarda. Tasfiye dışında kalıp alım satıma kapatılan fonlarda ise toplam ÖST yaklaşık 4,4 milyar TL olup bunun yaklaşık 3 milyar TL'si likiditesi sınırlı olarak sınıflandırdığımız ihraçlardır; bu fonlardaki devlet tahvili tutarı ise yaklaşık 1 milyar TL'dir.

Tablo 10: Fonlardaki Devlet Tahvili ve Özel Sektör Borçlanma Araçları (milyar TL)

Fon grubu	Devlet tahvili	Toplam ÖST	Likiditesi sınırlı ÖST*	Diğer ÖST
Tasfiye kapsamındaki PPF'ler	29,4**	26,9	21,1	5,8
Tasfiye kapsamındaki PPF dışı fonlar	0,0	10,6	10,5	0,1
Tasfiye kapsamındaki fonlar	29,4	37,5	31,6	5,9
Tasfiye dışı alım satıma kapalı PPF'ler (4)	0,03	2,0	~2,0	~0,0
Tasfiye dışı alım satıma kapalı PPF dışı fonlar	~1,0	~2,4	~1,0	~1,4
Tasfiye dışı alım satıma kapalı fonlar	~1,0	~4,4	~3,0	~1,4

* Ödemesini yapmamış ya da yapmayacağını açıklamış ihraççılar ile takip listemizdeki ihraççılara ait borçlanma araçları (bkz. "Analiz kapsamı ve yöntemimiz"). Likiditesi sınırlı ÖST'lerin 26,7 milyar TL'si Tera Portföy fonlarındadır (16,2 milyar TL'si iki para piyasası fonunda, 10,5 milyar TL'si PPF dışı fonlarda). ** 24,5 milyar TL'si Tera Portföy Para Piyasası (TL) Fonu'ndadır. ~: yaklaşık. Kaynak: Fon portföy dağılım raporları, Finnet, Gedik Yatırım Araştırma

Önerilen sıra:

- Önce ihraççı, ihraçta aracılık eden yatırım kuruluşu, varsa piyasa yapıcı ve kurumsal yatırımcılardan geri alım fiyatı istenir.
- Sonra aynı gün ve aynı koşullarla en az birkaç nitelikli yatırımcıdan bağlayıcı teklif toplanır.
- Teklifler fiyat/getiri, ödeme kabiliyeti, takas süresi ve şartlılık bakımından karşılaştırılır.
- Alıcı çıkmazsa ikinci turda rezerv fiyat yeniden belirlenir veya vade çok yakınsa vadeye kadar taşıma seçeneği değerlendirilir.
- İhraççı temerrütteyse kıymet "normal ÖST" gibi değil, sorunlu alacak olarak değerlendirilir ve bu alanda uzman yatırımcılara ihale edilir.

ÖST, yedi PYS'den birinin ilişkili tarafınca ihraç edilmişse ilgili kurum geri alım teklifine davet edilebilir; ancak otomatik ve tek alıcılı satış yapılmaması daha doğru olur. İlişkili kurumun teklifi bağımsız değerlendirme ve diğer teklifler ile karşılaştırılmalı, karar sürecine ilişkili kişiler katılmamalı ve işlem gerekçesi belgelenmelidir.

Likiditesi sınırlı ÖST'lerin nakde dönüşümü için önerilerimiz

Likiditesi sınırlı ÖST'lerin tek tek ve parça parça satılması hem süreyi uzatacak hem de fiyat üzerinde ilave baskı yaratacaktır. Bu nedenle aşağıdaki yaklaşımların birlikte değerlendirilmesini öneriyoruz:

- **Havuz yoluyla toplu satış:** Tasfiye kapsamındaki fonlarda bulunan likiditesi sınırlı ÖST'ler tek bir havuzda toplanabilir ve bu havuz, bağımsız değerlemeye dayalı bir iskontoyla toplu olarak nakde çevrilebilir. Bu yöntem, sorunlu alacak konusunda uzman kurumsal yatırımcıları sürece dahil eder, fonlar arasında eşit muamele sağlar ve satış süresini kısaltır. Havuzdan elde edilen nakit, fonlara havuza katkı oranlarında dağıtılmalıdır.
- **Teminat karşılığı kamuya devir:** Teminat gösterebilecek durumdaki ihraççıların borçlanma araçları için, ilgili şirketlerden yeterli teminat alınması karşılığında bu araçlar kamu tarafından fon portföyünden devralınabilir. Böylece fon yatırımcısı vadeyi beklemeden nakde ulaşır; alacağın takibi ve tahsili ise teminata dayanılarak kamu tarafından yürütülür ve ihraççı borcunu ödemeye devam eder.
- **Teminat yoksa değerlemede sıfırlama:** Teminat gösterecek durumu olmayan ihraççıların borçlanma araçları için kamu risk üstlenmemelidir. Bu araçlar değerlemede sıfırlanarak sorunlu alacak olarak ayrıştırılmalı; ileride gerçekleşebilecek tahsilatlar ise yatırımcılara ayrıca dağıtılmalıdır.

Kapsam dışında kalan varlıkların akibetinin netleştirilmesi

Tasfiye edilecek fonlar dışında, bu kurumlar nezdindeki diğer varlıkların akibeti de netleştirilmelidir. **Kapsam dışında kalan tutarlar için Yatırımcı Tazmin Fonu'nun risk primi karşılığında garanti sağlaması değerlendirilmelidir.** Bu adım, belirsizliğin tasfiye kapsamı dışına taşmasını önleyecek ve olası bir güven kaybının sektör geneline yayılmasının önüne geçecektir. 22-23 Eylül 2026'da SPK, tasfiye kapsamındaki PYS'lerle bağlantılı 6 aracı kurumda olağan dışı veya şüpheli nakit ve menkul kıymet çıkışlarını Borsa İstanbul, Takasbank ve MKK onayına bağlamıştır. Kısıtlama yeni bir karar alınana kadar süresiz geçerlidir. Bu kurumlardaki müşteri varlıklarının ayrıştırılması ve serbest bırakılacak tutarların takviminin açıklanması, kapsam dışı varlıklara ilişkin belirsizliği azaltacaktır.

Diğer likiditesi sınırlı varlıklar

- **Borsada işlem görmeyen şirket payları:** Önce mevcut ortaklar ve sözleşmesel önalım hakkı sahipleri; ardından stratejik yatırımcı veya finansal yatırımcı ihalesi. Pay sahipleri sözleşmesindeki devir kısıtları önceden incelenmeli.
- **GSYF/GYF ve diğer fon katılma payları:** Öncelikle fon kurucusuna iade imkânı ve çıkış dönemleri kontrol edilmeli. İade mümkün değilse mevcut yatırımcılara veya nitelikli yatırımcılara ikincil satış ihalesi yapılabilir.
- **Yapılandırılmış ürünler, VDMK/VTMK/İTMK:** Nakit akışı ve teminat havuzu bağımsız şekilde analiz edilerek uzman kurumsal yatırımcılardan teklif alınmalı. Sadece ihraççı fiyatına dayanılmamalı.
- **Eurobond ve yabancı menkul kıymetler:** Uluslararası yatırım kuruluşlarından eşzamanlı fiyat alınarak RFQ veya elektronik platform üzerinden satış; döviz dönüşümü ayrı bir işlem olarak fiyatlandırılmalı.
- **Varant, sertifika ve opsiyonlar:** Kalan vade çok kısa ise zaman değeri kaybı nedeniyle öncelikli satış veya kullanım değerlendirmesi yapılmalı.
- **Temerrüt etmiş tahvil, kupon veya diğer alacaklar:** İcra, yeniden yapılandırma ve beklenen tahsilat senaryolarına göre değerlendirilerek sorunlu alacak yatırımcılarına ihale edilebilir. Hukuki takip hakkının devredilebilirliği kontrol edilmeli.
- **Rehinli, hacizli veya devri kısıtlı varlıklar:** Satıştan önce takyidatın kaldırılması veya satış bedelinin bloke hesapta tutulacağı şartlı satış modeli uygulanabilir.

- **Takas aşamasındaki alacak ve borçlar:** Öncelikle mutabakat ve netleştirme yapılmalı; yalnızca net pozisyon satış planına alınmalı. SPK kararı da repo, türev, mevduat, kredi ve benzeri işlemlerin mutabakatını özellikle öngörmektedir.

Özetle, genel ilke şu olmalıdır: **“Önce organize piyasa, mümkün değilse çoklu fiyat toplama, o da mümkün değilse bağımsız değerlendirme destekli rekabetçi ihale.”**

3. Alım Satıma Kapatılan Fonların Akıbeti

Tasfiyeye alınmadan alım satıma kapatılan 170 fonun 30.09 itibarıyla büyüklüğü 103,7 milyar TL, fon bazında yatırımcı sayısı 197.686’dır. Bu fonlar iki farklı gruptan oluşmaktadır:

Tablo 11: Alım Satıma Kapatılan Fonların Görünümü

Grup	Fon sayısı	Büyük­lük (milyar TL)	İçeri­ğine ulaşıl­an fon	Likiditesi sınırlı varlık oranı	Değerlendirme
TEFAS’a açık fonlar (4 PPF, 65 PPF dışı)	69	33,2	69	PPF %13,6; PPF dışı %19,4	45 fonda oran %10’un altında, 21 fonda %10–50 arasında; 3 fonda (1,3 milyar TL) %50’nin üzerinde
TEFAS’a açık olmayan fonlar (GYF 26,2; GSYF 20,6; serbest 23,7 milyar TL)	101	70,5	1	Tek fon için %71,7	Portföy içeriği kamuya açık değil

Kaynak: TEFAS, fon portföy dağılım raporları, Gedik Yatırım Araştırma

Veriler, TEFAS’a açık fonların büyük çoğunluğunun ağırlıklı olarak likit varlıklardan oluştuğunu göstermektedir. Bu fonlar için bağımsız değerlendirme sonrasında yeniden işleme açılma veya başka bir PYS’ye devir seçeneği kısa sürede uygulanabilir. TEFAS’a açık olmayan 101 fonun ise yalnızca birinin portföy içeriğine ulaşılabilmiştir; bu fonlar arasında en azından gayrimenkul ve girişim sermayesi fonları dışında kalanlar için portföy içeriğinin açıklanması faydalı olabilir. Alım satıma kapatılan fonların tamamı tasfiye kapsamındaki yedi portföy yönetim şirketine aittir; bu fonların üçte biri (56 fon) tek bir şirkette toplanırken, büyüklük bakımından en yüksek pay 31,5 milyar TL ile başka bir şirkete aittir.

Bu fonların her biri için kısa süre içinde aşağıdaki seçeneklerden biri belirlenmelidir:

- Bağımsız portföy değerlemesi ve likidite testi sonrasında yeniden işleme açılma,
- Kuruculuk ve yönetimin mali ve operasyonel yeterliliği bulunan başka bir portföy yönetim şirketine devri,
- Benzer yatırım stratejisine sahip başka bir fonla birleşme,
- Yatırımcılara belirli bir çıkış dönemi tanınması,
- Diğer seçeneklerin uygulanamaması halinde tasfiye.

Karar verilene kadar her fon için son açıklanan fiyat, portföy büyüklüğü, yatırımcı sayısı, likit varlık oranı, yükümlülükler, temerrüt durumu ve beklenen karar tarihi kamuya açıklanmalıdır. Ayrıca “işleme kapalı”, “inceleme altında”, “devredilecek” ve “tasfiye edilecek” statülerinin KAP ve TEFAS ekranlarında birbirinden açık biçimde ayrılması gerekmektedir.

SPK’nın 30 Eylül tarihli **64/1770 sayılı kararı**, bu başlıkta önerdiğimiz yeniden işleme açılma seçeneğine yönelik ilk somut adımı içermektedir. A1 Capital, Bulls ve Pardus Portföy’ün tasfiye dışında kalıp 17 Eylül’de işleme kapatılan fonları, tasfiye tamamlandıktan sonra (gerekirse daha önce) tüm dağıtım kanallarında eş zamanlı olarak yeniden açılacaktır. Açılış tarihi ve alım/satım koşulları, kurucu şirket tarafından portföy yapısı, likidite, piyasa koşulları ve yatırımcı çıkarları dikkate alınarak belirlenecektir. Askıya alınan fonların yeniden açılmasına ilişkin daha net bir takvim, piyasa üzerindeki baskının hafiflemesine yardımcı olacaktır.

4. Sermaye Piyasalarının Gelişimi İçin Destekleyici Adımlar

4.1. Vergi

Genel bir stopaj indiriminin sektöre fayda sağlayacağını düşünüyoruz. Bu süreçten sonra fon sektörüne yönelik yatırımcı ilgisinin yeniden tesis edilmesi, düzenleyici sıkılaştırmanın yanında teşvik edici unsurların da devreye alınmasını gerektirmektedir. Mevcut düzenlemeler önleyici bir yaklaşımla sıkı bir çerçevede kurgulanmış olup, zaman içinde bu çerçevenin işleyişi aksatmayacak şekilde kalibre edilmesi yerinde olacaktır.

Genel bir stopaj indirimi sektöre kısa vadede destek sağlayabilir. Ancak teşvikin tasarruf vadesini uzatacak biçimde kademelendirilmesi daha kalıcı sonuç verebilir. Örneğin:

- Bir yıldan kısa elde tutmada mevcut oran,
- Bir-üç yıl arasında indirimli oran,
- Üç yıl ve üzerindeki yatırımlarda daha düşük veya sıfır stopaj

uygulanabilir. Böylece kısa vadeli fon geçişleri yerine uzun vadeli tasarruf teşvik edilir. Düzenleme belirli bir süre için uygulanarak yatırımcı davranışı ve bütçe etkisi ölçüldükten sonra yeniden değerlendirilebilir.

4.2. İlave destekleyici ve yapısal adımlar

Fon likidite sınıflandırması: Fonların günlük, haftalık ve daha uzun sürede nakde çevrilebilecek varlık oranları standart bir formatta açıklanmalıdır. Fonun yatırım yaptığı varlıkların likiditesi ile yatırımcıya sunduğu iade süresi uyumlu olmalıdır. Çalışmamızda tasfiye kapsamındaki ve portföy içeriğine ulaşılan fonların büyüklüğünün %58,6'sının likiditesi sınırlı varlıklardan oluştuğu görülmektedir. Bu fonların önemli bir kısmı yatırımcılarına T+0 veya T+1 valörle iade imkânı sunuyordu.

Likidite yönetim araçları: Swing pricing, çift fiyat, likidite maliyeti kesintisi, iade kapıları ve ihbar süresi gibi araçlar mevzuata kazandırılmalı veya uygulanabilir hale getirilmelidir. Bu araçlar, büyük çıkışların maliyetinin fonda kalan yatırımcılara yüklenmesini önler.

TEFAS takas ve temerrüt yapısının güçlendirilmesi: Netleştirme, takas, temerrüt yönetimi ve alacak dağıtım kuralları yeniden ele alınmalıdır. Temerrüt halinde yatırımcı alacağının statüsü, öncelik sırası ve ödeme takvimi önceden tanımlanmalıdır. SPK açıklamasına göre TSPB ve Takasbank tarafından bu konuda ortak çalışma yapılması daha önce kararlaştırılmıştır.

Bağımsız fiyat doğrulama mekanizması: Likiditesi sınırlı paylar, ÖST'ler, yapılandırılmış ürünler ve borsa dışı türevler için tek karşı taraf fiyatına dayalı değerlendirme sınırlandırılmalı; bağımsız fiyat doğrulaması ve fiyat sapması eşikleri uygulanmalıdır. Likiditesi sınırlı hisse listemizdeki payların son bir aylık medyan getirisi -%39,8'dir ve 70 hisse bu dönemde %50'nin üzerinde değer kaybetmiştir. Tasfiye kapsamındaki fonların büyüklüğü, işleme kapalı oldukları 15-30 Eylül döneminde %34,3 azalmıştır. Bu durum, önceki fiyatlamaların piyasa derinliğini yansıtmadığına işaret etmektedir.

İlişkili taraf işlemleri: Fon ile kurucu, yönetici, ihraççı, aracı kurum ve bunların ilişkili tarafları arasındaki işlemler için daha düşük limitler, bağımsız yönetim kurulu/onay mekanizması ve işlem bazında kamuya açıklama yükümlülüğü getirilebilir. İçeriğine ulaşılan fonlarda takip listesindeki ÖST pozisyonlarının yaklaşık %89'u, fonun kurucusuyla aynı gruptaki ihraççılara aittir.

Gerçek zamanlı gözetim: MKK, Takasbank, Borsa İstanbul ve SPK verileri ortak bir gözetim altyapısında birleştirilmelidir. Fon bazında yoğunlaşma, düşük fiili dolaşım pay sahipliği, ilişkili taraf işlemleri, sıra dışı fiyat etkisi, kaldıraç ve likidite açığı için otomatik erken uyarı göstergeleri kurulmalıdır.

Fon bazında stres testleri: Büyük iade talepleri, piyasa fiyatlarında düşüş, teminat tamamlama ihtiyacı ve karşı taraf temerrüdü senaryoları düzenli olarak test edilmelidir. Sonuçlara göre fonun likit varlık tamponu ve iade koşulları belirlenmelidir.

Şeffaf yatırımcı bilgilendirme ekranı: TEFAS veya KAP üzerinde fonların likidite profili, portföy yoğunlaşması, ilişkili taraf pozisyonları, stres testi göstergeleri ve geçmiş temerrütleri karşılaştırılabilir biçimde yayımlanmalıdır. Yeni Yatırım Fonları Rehberi ile TEFAS'taki fonlar portföy dağılım raporunu haftalık ve 3 iş günü içinde yayımlayacaktır; bu önemli bir adımdır. Ancak çalışmamızda 299 fondan yalnızca 118'inin portföy içeriğine ulaşılabilmiş, TEFAS'a açık olmayan 101 fondan ise yalnızca birinin içeriğine erişilebilmiştir. Bu nedenle yükümlülüğün TEFAS dışındaki fonları da kapsamı önerilir.

ÖST piyasasının derinleştirilmesi: Özel sektör borçlanma araçlarında piyasa yapıcılık, standart ihraç yapısı, kredi derecelendirmesi ve düzenli kotasyon teşvik edilmelidir. İkincil piyasa derinliği arttıkça fonların likidite riski de azalacaktır.

Düzenleyici etki analizi: Yeni sınırlamalar yürürlüğe girmeden önce maliyet, likidite ve rekabet etkisi analiz edilmeli; düzenlemeler altı veya on iki aylık uygulama sonuçlarına göre yeniden kalibre edilmelidir. Mevcut çerçeve yatırımcı korumasını zayıflatmadan, piyasanın olağan işleyişini gereksiz şekilde sınırlandırmayacak biçimde uygulanmalıdır.

4.3. Düzenleyici kurumun denetim kapasitesinin güçlendirilmesi

SPK'nın maaş politikasında değişikliğe gidilmelidir; özel nitelikli personel tanımlanmalı, çalışan sayısı ve niteliği artırılmalıdır. Benzer olayların tekrarının önlenmesi yalnızca kural setinin sıkılaştırılmasına değil, bu kuralları uygulayacak denetim kapasitesinin nicelik ve nitelik olarak güçlendirilmesine bağlıdır. SPK bünyesinde sermaye piyasası hukuku ve muhasebesinin yanında nicel finans, algoritmik işlemler, veri bilimi, yapay zekâ, siber güvenlik, fon likiditesi, türev ürünler ve adli finans alanlarında uzmanlaşmış ekipler oluşturulmalıdır. Bu kapsamda:

- SPK için “özel nitelikli meslek personeli” statüsü tanımlanması,
- Ücret ve yan hakların özel sektör ve diğer finansal düzenleyici kurumlarla rekabet edebilir hale getirilmesi,
- Kritik uzmanlıklarda sözleşmeli ve proje bazlı personel çalıştırılabilmesi,
- Meslek personeli ve bilişim personeli sayısının piyasanın büyüklüğüne paralel artırılması,
- Denetim ekiplerinin belirli ürün ve kurum türlerinde uzmanlaştırılması,
- Özel sektöre personel kaybını ve çıkar çatışmasını yönetecek bekleme süresi ve etik kuralların oluşturulması,
- Uluslararası düzenleyici kurumlarla geçici personel değişimi ve ortak eğitim programları düzenlenmesi,
- Denetimlerin yalnızca dönemsel belge incelemesine değil, sürekli veri analizine dayalı hale getirilmesi

önerilmektedir. Fon sektörünün yaklaşık **10 trilyon TL** büyüklüğü ve **5,9 milyon** yatırımcıya yaklaştığı bir ortamda düzenleyici insan kaynağının da aynı ölçüde büyümesi ve uzmanlaşması zorunludur. Güçlü düzenleme, yeterli uzman kadro ve gelişmiş teknolojik gözetim birlikte ele alınmadığı sürece yalnızca yeni kurallar getirilmesi beklenen korumayı sağlamayacaktır.

4.4. Son dönem mevzuat değişiklikleri ve gözden geçirilmesi gereken konular

Son 1,5 ayda PYŞ'ler, yatırım fonları, aracı kurumlar ve halka açık şirketler için çok sayıda yeni düzenleme yürürlüğe girmiştir. Takvim açısından en kritik iki konu şunlardır: halka açık şirketler için İngilizce özel durum açıklaması zorunluluğu **01.10.2026**'da başlamakta, kredili işlemlerdeki %20 geçici özkaynak oranı ise **02.10.2026**'da sona ermektedir. Düzenlemelerin genel yönünü destekliyoruz; ancak tasfiye süreciyle eş zamanlı uygulanmaları nedeniyle aşağıdaki konularda kalibrasyon yapılması gerektiğini düşünüyoruz.

Tablo 11: Son Dönem Düzenlemeleri ve Önerilerimiz

Tarih / karar	Düzenleme	İçerik	Değerlendirme ve Önerimiz
28.08.2026 Karar 52/1589	Yatırım Fonları Rehberi: yoğunlaşma sınırları	Serbest fonlarda tek kıymet %5, %5'i aşanların toplamı %20; tek şirkete yatırım sınırı fiili dolaşım oranına bağlandı (tek fon %2-8, kurucu toplamı %4-16). Uyum genel fonlarda 31.12.2026, PPF'lerde 31.03.2027.	Fiili dolaşım oranlarının 11.09'da düşmesiyle küçük şirketlerde tasfiye satışlarıyla üst üste binen zorunlu satış baskısı oluşabilir. Uyum süresi kademelendirilmeli; fiyat ya da fiili dolaşım değişiminden doğan pasif aşımına ayrı süre tanınmalı.
28.08.2026 Karar 52/1589	Yatırım Fonları Rehberi: şeffaflık	Portföy dağılım raporu haftalık ve 3 iş günü içinde (önceden aylık ve 6 iş günü); yatırımcı yoğunlaşması %30-90 eşiklerinde açıklanacak.	Olumlu. TEFAŞ dışı fonları da kapsamlı ve likidite sınıflandırmasıyla standart formatta yayımlanmalı.
28.08.2026 Karar 52/1589	Yatırım Fonları Rehberi: borsa dışı pay devri ve repo teminatı	Borsa dışı pay devirlerine yeni sınırlar, repo işlemlerine yeni teminat şartları getirildi.	Devir sınırları blok satış ve stratejik yatırımcıya satış seçeneklerini kısıtlıyor; tasfiye satışlarında görevli bankalara istisna tanınmalı.
28.08.2026 Karar 52/1589	Yatırım Fonları Rehberi: ürün yapısı	Şemsiye fon türü başına en fazla 2 fon; risk bazlı fonlar 4 sınıfa indirildi; çalışanlara performans teşvik fonu.	Ürün sadeleşmesi olumlu. Fon birleştirmelerinde yatırımcı açısından vergi ve işlem maliyeti doğmamalı.
28.08.2026 Karar 52/1589	Yatırım Fonları Rehberi: fon sayısı ve yönetici sınırları	Serbest fon sayısı yönetici sayısını geçemez; fon başına en az 2 yönetici; yönetici başına en fazla 10 (2031'den itibaren 7) fon. Uyum 30.06.2029.	Lisanslı yönetici arzı sınırlı. Geçiş sürecinde lisanslama kapasitesi artırılmalı, eşikler fon büyüklüğüne göre farklılaştırılabilir.
28.08.2026 Karar 52/1589	PYŞ asgari sermaye	2027'den itibaren geniş kapsamlı PYŞ'lerde 500 milyon TL, sınırlı yetkililerde 250 milyon TL; serbest fon ağırlıklı PYŞ'lerde +%10.	Konsolidasyonu destekler. Alım satıma kapatılan fonların başka PYŞ'lere devrini de kolaylaştıracak birleşme ve devir düzenlemeleriyle desteklenmeli.
08.09.2026 Yürürlük 11.09.2026	Fiili dolaşım ve pay sahipliği	Kamu, kurucu ve ilişkili taraf, yönetici, kısıtlı/rehinli ve yurt dışında işlem gören paylar fiili dolaşımdan çıkarıldı; %3 bildirim eşiği; MKK günlük pay sahipliği tabloları.	247 şirketin fiili dolaşım oranı düştü. Fon yatırım sınırlarıyla etkileşimi nedeniyle geçiş süresi tanınmalı ve etki analizi kamuya açıklanmalı.
21.09.2026	Azami tasfiye süresi	Tasfiye usul ve esaslarının A/8 maddesi değiştirildi; azami süre 3 aydan 6 aya çıkarıldı.	Süre bir hedef değil üst sınır olmalı. Görevli bankalar satış, ödeme ve kalan portföy bilgisini düzenli olarak yayımlamalı.
22-23.09.2026	Aracı kurumlarda varlık çıkış kısıtı	Tasfiye kapsamındaki PYŞ'lerle bağlantılı altı aracı kurumda olağan dışı nakit ve menkul kıymet çıkışları Borsa İstanbul, Takasbank ve MKK onayına bağlandı; süre sınırı yok.	Müşteri varlıkları ayrıştırılmalı ve serbest bırakma takvimi açıklanmalı.
30.09.2026 Karar 64/1775	Tasfiyede ara ödeme	Tera, Pusula, Atlas ve Hedef Portföy'ün 65 fonunda, MKK'nın yatırımcı bazında hesapladığı net yatırım tutarı üzerinden yatırımcı başına 1 milyon TL'ye kadar ara ödeme; süreç PPF'lerle başlıyor. Ödeme nihai tasfiye tutarından mahsup edilecek.	Olumlu. Belirsizliği azaltıyor ve küçük yatırımcının nakde erişimini hızlandırıyor. Fon bazında ödeme takvimi de açıklanmalı.
30.09.2026 Karar 64/1770	Tasfiye yol haritası ve yeniden açılış	A1 Capital, Bulls ve Pardus Portföy'de tasfiye PPF'lerle başlayıp en çok yatırımcılı fondan en aza doğru ilerleyecek; işleme kapatılan fonlar tasfiye sonrası (gerekirse önce) tüm kanallarda eş zamanlı yeniden açılabilir.	Olumlu. Yeniden açılış için net bir takvim, piyasa üzerindeki baskının hafiflemesine yardımcı olur.
02.10.2026'ya kadar	Kredili işlemlerde asgari özkaynak oranı	Asgari oran geçici olarak %35'ten %20'ye indirildi.	Tasfiye süresince uzatılmalı; likiditesi sınırlı payların da kredili işleme konu edilebilmesi sağlanmalı.

Kaynak: SPK kararları ve bültenleri, MKK açıklamaları, Gedik Yatırım Araştırma

5. Sonuç ve Önerilerimizin Özeti

Önerilerimizi dört ana başlıkta topluyoruz:

- Şeffaf takvim ve hızlı PPF ödemeleri:** Fon bazında satış ve ödeme takviminin düzenli açıklanması; 305 milyar TL büyüklüğündeki 15 para piyasası fonunda ödemelerin öncelikli ve eksiksiz yapılması.
- Varlık türüne göre satış yöntemi:** “Önce organize piyasa, mümkün değilse çoklu fiyat toplama, o da mümkün değilse bağımsız değerlendirme destekli rekabetçi ihale.” İlişkili taraflara otomatik ve tek alıcılı satış yapılmaması. Devlet tahvillerinin öncelikli satışı; likiditesi sınırlı ÖST'lerin tek bir havuzda toplanarak iskontolu satılması, teminat gösterebilen ihraççıların araçlarının teminat karşılığı kamuya devri, teminatı olmayanların ise değerlemede sıfırlanması.
- Belirsizliğin sınırlandırılması:** Alım satıma kapatılan 170 fon (103,7 milyar TL) için yeniden işleme açılma, devir, birleşme veya tasfiye kararının kısa sürede verilmesi; kapsam dışı varlıklar için Yatırımcı Tazmin Fonu garantisinin değerlendirilmesi.
- Yapısal adımlar:** Vadeye göre kademeli stopaj, fon likidite sınıflandırması ve likidite yönetim araçları, bağımsız fiyat doğrulama ve SPK'nın denetim kapasitesinin güçlendirilmesi.

Piyasanın bu aşamada asıl ihtiyaç duyduğu unsur güvendir; güven ise ancak sürecin şeffaf ve öngörülebilir biçimde tanımlanmasıyla sağlanabilir.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.