

ARC STUDIOS

Fon Krizi Çözüm Senaryoları

2026 fon tasfiyesi için geri kazanım ve kayıp dağılımı modeli

Yöntem ve bulgular raporu

SPK'nın 17 Eylül 2026 tarihli ve 2026/60 sayılı bülteniyle tasfiyesine karar verilen, 7 portföy yönetim şirketine ait 131 fonun yatırımcılarına ne kadar, ne zaman ve hangi sırayla geri ödeme yapılabileceğine ilişkin açık, tartışmaya sunulan bir model.

Hazırlayan
Emre Arıcı, ARC Studios

Sürüm
1.0, 30 Eylül 2026

Veri tarihi
TEFAS 16.09.2026 kapanışı
KAP portföy raporları 31.08.2026

Yönetici özeti

Tasfiyedeki 131 fonun 16.09.2026 kapanışındaki net değeri 842,7 milyar TL'dir. Bu varlığın %57'si doğrudan hisse senedi, %20,5'i ters repo alacağıdır ve hisselerin önemli bir bölümü, fonların halka açık payın yarısından fazlasını tuttuğu sıfır şirketlerdedir. Model, bu portföyün nakde çevrilmesini, ters repo alacaklarının tahsilini ve paranın yatırımcılara dağıtılmasını adım adım simüle eder; her varsayımı açıkça etiketler ve kaydırıcılarla değiştirilebilir bırakır.

%66,5 Tasfiyede nominal geri dönüş: 6 aylık azami süre içinde kademeli satış (hukuki tahsilat dahil)	%59,5 Aynı senaryonun bugünkü değeri (yıllık %35 iskonto)	4,6 ay Ağırlıklı ortalama ödeme süresi	%60 Tüm alternatif yollarda toplam geri dönüşün birleştiği düzey
--	---	--	--

Altı temel bulgu

- Pastanın büyüklüğünü büyük ölçüde sıfır hisselerin gerçek değeri belirliyor.** Kurulun 20.09.2026'da 6 aya çıkardığı azami süre içinde borsada kademeli satışta nominal geri dönüş %66,5. Satışları 3 ayda bitirmek bunu %62,5 düzeyine düşürüyor, blok satış %67,7 düzeyine çıkarıyor; dış destek gerektirmeyen yolların aralığı %62,5 ile %69,3 arası. Satış yöntemi ve süre sonucu birkaç puan oynatıyor; asıl seçim, kaybın nasıl paylaşılacağı.
- Tasfiye kararı kaybı azaltmadı, eşitledi.** Fonlar açık kalsaydı ilk çıkan %25 pay başına 16.09 değerinin %100'ünü alırken sona kalan %25 %0 alacaktı; fon 11. işlem gününde temerrüde düşüyor. Tasfiyede herkes aynı oranı (%59) alıyor. Modelin temel sorusu bu ikilemdir: kayıp pay oranında mı, çıkış sırasına göre mi dağıtılacak?
- Ters reponun güvencesi zayıf.** Ters reponun %82'si tek fonda (TP2). Bu fonun 31.08 raporuna göre teminatın yalnızca %22'si devlet tahvili; yaklaşık %60'ı karşı tarafla aynı gruba ait kıymetler ve karşı tarafın halka arzını yürüttüğü DSTKF hissesi. Karşı taraf zorlandığında teminatın değeri de aynı anda düşüyor (wrong-way risk). Teminat tutarı alacağına eşit raporlanmış, yani güvenlik marjı görünmüyor.
- Sıfır hisselerin erime süresi aylarla ölçülüyor.** Hacim verisi bulunan tek hisse olan DSTKF'de fon pozisyonu, günlük hacmin tamamı kullanılsa 27, kriz günü hacmiyle yaklaşık 396 günde satılabilir. Diğer hisselerde fonların payı fiili dolaşımın %20 ile %78'i arasında; türetilmiş erime süreleri 16 ile 155 gün arasında.
- Anaparanın kamu tarafından karşılanması maliyeti orana çok duyarlı.** Seçili geri dönüşle (%66,5) anaparanın altında kalan kayıp 143,0 milyar TL; halefiyet sonrası net kamu yükü 127,3 milyar TL, yani GSYH'nin %0,16'i ve 2026 bütçe açığı hedefinin %4,7'i. Geri dönüş %15'e inerse net yük 509 milyar TL'ye, yani açık hedefinin beşte birine çıkıyor. Kural seçimi (tavan, enflasyon, dönem kesiti) yükü 97 ile 179 milyar TL arasında değiştiriyor.
- Modelin 24 kalemi hâlâ varsayım.** Veri defteri her sayının kaynağını dört etiketle gösteriyor: 10 veri, 7 türetilmiş, 1 vekil, 24 varsayım. En çok sonucu değiştiren açıklar karşı tarafın nakit ödeme gücü, TPKGY teminatının değeri, diğer fonların hisse dökümü ve 16.09 sonrası fiyatlar. Model bu nedenle tartışmaya açık olarak yayımlanıyor.

1. Kriz: arka plan ve kronoloji

Kriz bir düzenleme değişikliğiyle başladı. SPK'nın 28 Ağustos 2026'da serbest fonlara getirdiği fiili dolaşım bazlı yoğunlaşma sınırları, bu fonların sıkı hisselerdeki büyük pozisyonlarını birkaç ay içinde azaltması gerektiği anlamına geliyordu. Satış baskısı fiyatları düşürdü, düşen fiyatlar iade taleplerini hızlandırdı ve iadeler yeni satış gerektirdi. Tabanda alıcı bulamayan fonlar ödeme yapamaz hale gelince Kurul 17 Eylül'de fonları TEFAS'ta işleme kapattı.

Tarih	Gelişme
28.08.2026	SPK, 52/1589 sayılı kararla Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'i değiştirdi. Serbest fonlara fiili dolaşım oranına bağlı hisse yoğunlaşma sınırları getirildi (örneğin fiili dolaşımı %25'in altındaki şirketlerde en fazla %8). Para piyasası fonlarına DİBS ve kira sertifikası zorunluluğu, haftalık KAP açıklaması şartı geldi. Yürürlük 29.08; aşımaların 31.12.2026'ya kadar kademeli azaltılması istendi.
Ağu–Eyl	Fonların büyük pozisyon taşıdığı sıkı hisselerde art arda taban fiyatlar görüldü. Fon fiyatı düştükçe iade talepleri hızlandı, iadeler için yeni satış gerekti. 28 Ağustos sonrası Pusula fonlarından yaklaşık 132,7 milyar TL çıktı.
09.09.2026	Tera Yatırım, Pusula Finans Holding ve bağlı şirketlerini devralmak üzere görüşmelere başladığını duyurdu.
15.09.2026	Pusula Portföy, bazı fonlarında katılma payı iade ödemelerinde temerrüt oluştuğunu açıkladı.
15–17.09	Tera Portföy'ün iki fonunda benzer ödeme sorunu yaşandı; likidite sorunu ardından Atlas Portföy'e de yansıdı.
17.09.2026	SPK, 7 PYŞ'nin TEFAS'taki tüm fonlarını alım satıma kapattı ve 131 fonun tasfiyesine karar verdi (2026/60 ve 2026/61 sayılı bültenler, 57/1707 sayılı karar). Tera fonları için İş Bankası, diğerleri için Ziraat Bankası saklayıcı ve tasfiye yetkilisi oldu. Süre başlangıçta en fazla 3 ay.
20.09.2026	SPK, 59/1710 sayılı kararla tasfiye usul ve esaslarının A/8 maddesindeki 3 aylık süreyi 6 aya çıkardı (2026/62 sayılı bülten). Amaç, varlıkların portföy yapıları ve piyasa koşulları dikkate alınarak mümkün olduğunca uygun koşullarda satılması; Kurula göre tasfiye daha erken de tamamlanabilir. Diğer usul ve esaslar değişmedi.
18.09.2026	Tera, iade taleplerinin yaklaşık 300 milyar TL'ye ulaştığını ve Takasbank hesabına getirilen kısıtlar nedeniyle ödemelere devam edemediğini açıkladı.
19.09.2026	Tera ve Pusula yöneticileri hakkında gözaltı kararları verildi; İstanbul Cumhuriyet Başsavcılığı soruşturması genişledi.
23.09.2026	SPK, 131 fondaki tekil yatırımcı sayısını MKK kayıtlarına göre 455.758 olarak açıkladı.
28.09.2026	SPK tasfiye süresine ilişkin basın duyurusu: 17.09'da iletilip iptal edilen talimat sahiplerine tasfiye bakiyesinden katılma payı oranında ödeme yapılacaktır; 16.09 ve öncesinde iletilip temerrüt nedeniyle gerçekleşmeyen talimatlar da tasfiye kapsamında.

Temel rakamlar

Değer	Açıklama	Kaynak
842,7 mlr TL	Tasfiyedeki fonların net değeri, 16.09.2026	TEFAS verisiyle analiz, 130 fon
131 fon / 7 PYŞ	Tera, Pusula, Hedef, Atlas, A1 Capital, Pardus, Bulls	SPK 2026/60 ve 2026/61 sayılı bültenler
455.758	Tekil yatırımcı	SPK açıklaması, MKK kayıtları
1,83 trn TL	7 PYŞ'nin Ağustos sonunda yönettiği toplam portföy (Haziran: 1,66 trn)	TSPB verisiyle TC Lira hesaplaması
132,7 mlr TL	28 Ağustos sonrası Pusula fonlarından çıkış	Ekonomim, TEFAS verisi
~300 mlr TL	Tera fonlarında biriken iade talebi	Tera'nın KAP açıklaması
%57,0	Doğrudan hisse senedi payı (ters repo ile %77,5'e kadar)	16.09 portföy dağılımı
%9	Fonlardaki hisselerin BIST Tüm fiili dolaşımına oranı	QNB Invest

2. Veri

Modelin başlangıç noktası, 130 fonun 16.09.2026 TEFAS kapanışındaki büyüklüğü ile portföy dağılım oranlarının çarpımıdır (131. fon ilk listede yer almadığı için dışarıda kaldı; etkisi küçüktür). Repo satırı kaldıraçlı fonların borcudur ve tasfiyede önce ödenir.

Varlık	Net (mlr TL)	Pay
Hisse Senedi	480,5	%57,0
Ters-Repo	172,7	%20,5
Borsa İstanbul Para Piyasası	55,6	%6,6
Yatırım Fonları Katılma Payları	42,5	%5,0
Devlet Tahvili	23,4	%2,8
Özel Sektör Kira Sertifikaları	23,2	%2,8
Finansman Bonosu	21,3	%2,5
Mevduat (TL)	18,4	%2,2
Katılma Hesabı (TL)	13,5	%1,6
Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	6,2	%0,7
Vadeli İşlemler Nakit Teminatları	5,0	%0,6
BİST Taahhütlü İşlem Pazarı	3,5	%0,4
Özel Sektör Tahvili	2,2	%0,3
Kamu Kira Sertifikaları (TL)	1,0	%0,1
Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	0,5	%0,1
Borsa Yatırım Fonları	0,4	%0,0
Takasbank Para Piyasası	0,4	%0,0
Diğer	0,3	%0,0
Repo (borç)	-28,0	-%3,3
Toplam (net)	842,7	%100

Portföy yönetim şirketleri

Şirket	Fon	Büyükölük (mlr TL)	Pay	Yatırımcı*
Tera	5	538,3	%63,9	323.299
Atlas	16	78,0	%9,3	59.915
Hedef	31	77,7	%9,2	27.593
Pardus	42	70,8	%8,4	40.759
Pusula	12	64,1	%7,6	60.357
Bulls	15	11,4	%1,4	5.636
A1 Capital	9	2,4	%0,3	1.540

*Fon bazında toplanmıştır; birden fazla fonda payı olan yatırımcı birden çok sayılır. SPK'nın açıkladığı tekil yatırımcı sayısı 455.758'dir.

En büyük 10 fon

Kod	Fon	mlr TL	Yatırımcı
TLY	Tera Portföy Birinci Serbest Fon	243,6	102.616
TP2	Tera Portföy Para Piyasası (TL) Fonu	224,4	167.000
DOH	Tera Portföy Dördüncü Hisse Senedi Serbest (TL) Fon	45,3	41.799
DFI	Atlas Portföy Serbest Fon	31,3	47.521
PKZ	Pusula Portföy Kuzey Hisse Senedi Serbest (TL) Fon	27,8	16
PSE	Atlas Portföy Para Piyasası Serbest Fon	22,8	5.636
T3B	Tera Portföy Üçüncü Hisse Senedi Serbest (TL) Fon	20,7	18
PRY	Pusula Portföy Para Piyasası (TL) Fonu	18,9	39.320
ABG	Atlas Portföy Dördüncü Serbest (TL) Fon	17,7	181
KSA	Hedef Portföy Kısa Vadeli Serbest Fon	16,4	4.180

3. Model mimarisi

Model dört birbirine bağılı bileşenden oluşur ve tek bir HTML dosyası olarak tarayıcıda çalışır. Tüm hesaplar istemci tarafında yapılır; sunucuya veri gönderilmez.

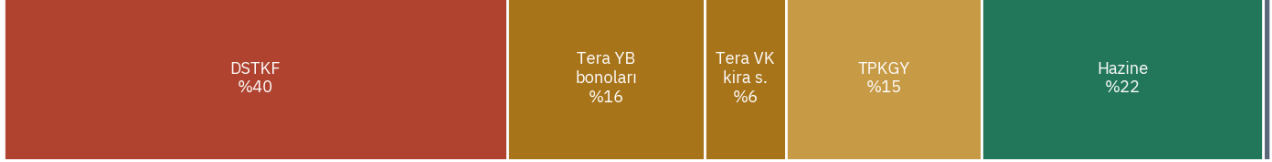
- **Tasfiye simülatörü.** 842,7 milyar TL'yi varlık gruplarına ayırır; her grup için geri dönüş oranı ve ödeme ayı hesaplar, sonuçları yatırımcılara katılma payı oranında dağıtır. Altı hazır senaryo (hızlı zorunlu satış, süre uzatımı, blok satış, aynı dağıtım, kurumsal alım tabanı, hibrit) yalnızca satış yöntemi ve süreyi değiştirir; piyasa varsayımları ortaktır.
- **Tasfiye olmasaydı motoru.** 16.09 sonrasını gün gün simüle eder: yatırımcı iade talepleri, fonun nakit ve varlık satışıyla ödeme yapması, taban kilidi, fiyat etkisi ve temerrüt. Yedi yol karşılaştırılır; ölçülen şey toplam geri dönüşün yanında ilk çıkanlarla sona kalanlar arasındaki farktır.
- **Kamu tazmini.** Anaparanın altında kalan kaybın kamu tarafından ödenmesi halinde tutarı, kural seçeneklerine (nominal veya enflasyonlu anapara, tavan, kısmi koruma, dönem kesiti) göre hesaplar; net yükün beş kaynağa dağıtımını bütçe ölçeğiyle karşılaştırır ve geri dönüş oranına duyarlılığı gösterir.
- **Yatırımcı hesabı.** Bir katılımcının adet, 16.09 fiyatı ve alış maliyetiyle tahmini ödemesini ve ödeme takvimini hesaplar; fonun kendi varlık dağılımı girilebilir.

Temel denklemler

- **Fiyat etkisi (karekök modeli):** $etki = k \times \sqrt{(erime\ süresi \div satış\ süresi)}$, en fazla %90. Erime süresi, pozisyonun günlük işlem hacminin tamamı kullanılsa kaç günde satılacağıdır. Satış süresi uzadıkça etki düşer, para geç gelir.
- **Siğ hisse nakdi:** $16.09\ değeri \times (1 + 16.09\ sonrası\ fiyat\ değişimi) \times (1 - etki)$. Blok satış, taban fiyat ve aynı dağıtım bu formülün yerine kendi parametrelerini kullanır.
- **Ters repo tahsilatı:** karşı tarafın nakit ödediği oran + kalan $\times \Sigma(\text{teminat sınıfı payı} \times \text{sınıfın geri dönüş oranı}) \times \text{teminat/alacak oranı}$; teminat değeri alacağı aşarsa fazlası karşı tarafa iade edilir.
- **Bugünkü değer:** her ödeme, ödeme ayına göre yıllık iskonto oranıyla indirgenir: $ödeme \div (1 + r)^{ay/12}$.
- **Günlük motor, iade talebi:** $\text{günlük oran} = \text{taban oran} + \text{panik duyarlılığı} \times \text{yayımlanan fiyattaki düşüş}$; temerrüt sonrası oran sıçrar. Fon önce nakitten, sonra likit, sonra siğ hisse satarak öder; siğ hissede kapasiteyi dolduran gün taban yapar ve ertesi gün hacim kilitlenir.

4. Ters repo teminatı

Ters repo toplamı 172,7 milyar TL'dir ve üç parçaya ayrılır. TP2'nin 141,8 milyar TL'si ($224,4 \times \%63,17$) ve TLY'nin 6,5 milyar TL'si için teminat dökümü fonların 31.08.2026 KAP portföy raporlarından alındı. Kalan 24,4 milyar TL için, aynı türden bir fon olan PRY'nin 31.08 dökümü vekil olarak kullanıldı. Böylece ters reponun %86'sı fonların kendi raporuna, %14'ü vekile dayanıyor.



Şekil 1. TP2 ters repo teminatının dağılımı, 31.08.2026 (128,4 milyar TL).

Teminat	Sınıf	mlr TL	Pay
DSTKF (Destek Finans Faktoring)	Sığ hisse	51,0	%39,7
Tera Yatırım Bankası bonoları	Grup borcu	20,1	%15,7
Tera Varlık Kiralama kira sertifikaları	Grup borcu	8,2	%6,4
TPKGY	Grup fonu/GYO	19,8	%15,4
Hazine (DİBS)	DİBS	28,6	%22,3
Birleşik İpotek VDMK, Kayatur bono	Diğer	0,7	%0,5
Toplam		128,4	%100

Karşı taraf Tera Yatırım Menkul Değerler'dir (KAP, 15.09.2026: bir günlük, %43 faizli borsa dışı ters repo). Teminatın yaklaşık %60'ı karşı tarafla aynı gruba ait kıymetlerden (Tera Yatırım Bankası bonoları, Tera Varlık Kiralama sertifikaları, TPKGY) ve DSTKF hissesinden oluşuyor. Bu yapı bağımsız bir güvence sağlamaz: karşı taraf temerrüde düştüğünde teminatın değeri de aynı anda düşer. Model bu nedenle karşı tarafın nakit ödeme oranını %10 varsayıyor; haberlere göre grubun toplam kaynaklarına bakıldığında üst sınır %18 civarındadır.

Diğer ters repolar için vekil: PRY

Teminat	Sınıf	mlr TL	Pay
PASEU (Pasifik Eurasia)	Sığ hisse	29,2	%43,3
DSTKF	Sığ hisse	18,2	%27,0
THYAO, EREGL, PGSUS, BIMAS	Likit hisse	6,7	%9,9
Hazine (DİBS)	DİBS	13,0	%19,3
VDMK, Akdeniz Faktoring bono	Diğer	0,4	%0,6
Toplam		67,5	%100

PRY'nin 16.09'da ters reposu yok: fon 111 milyar TL'den 18,9 milyar TL'ye düşerken ters repolar çözülmüş. Döküm yalnızca teminat yapısı vekili olarak kullanılıyor.

5. Likidite: erime süresi

Sonuçları en çok değiştiren parametre sıg hisselerin ne kadar sürede satılabileceğidir. Hacim verisi bulunan tek hisse DSTKF'dir; diğer hisseler için fonların fiili dolaşımdaki payı ile DSTKF'nin devir hızı birleştirildi.

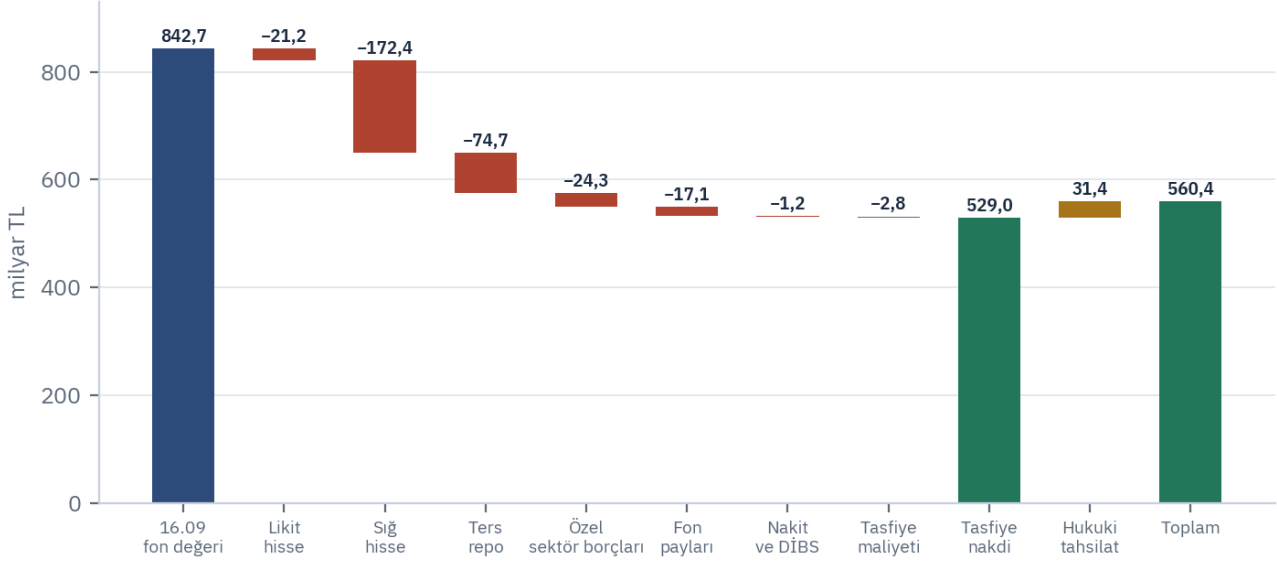
- DSTKF fiili dolaşımı: 333,3 milyon payın %25,4'ü = 84,7 milyon lot. 16.09 kapanışı 2.448 TL.
- Fonların doğrudan pozisyonu: 29,1 milyon lot $\times$ 2.448 TL = 71,3 mlr TL (dolaşımın %34,5'i).
- 3 aylık ortalama günlük hacim: 2,65 mlr TL $\rightarrow$ devir hızı $2,65 \div (84,7 \text{ mn} \times 2.448 \text{ TL}) = \%1,28/\text{gün}$.
- Erime süresi (hacmin tamamı): $71,3 \div 2,65 = 27$ gün. Hacmin %25'iyile: 108 gün.
- TP2 teminatındaki DSTKF de fona geçerse: +24,4 milyon lot (31.08 değeriyle) $\rightarrow$ toplam 131 mlr TL, 49 gün; fon ve teminat birlikte dolaşımın ~%63'ü.
- Kriz günü hacmiyle (18.09, 0,18 mlr TL): $71,3 \div 0,18 \approx 396$ gün.

Hisse	Fonların payı / fiili dolaşım	Lot	DSTKF devir hızıyla erime
TEHOL	%77,7	822.606.173	61 gün
ANELE	%68,1	47.960.455	53 gün
TRHOL	%60,1	6.160.009	47 gün
OZATD	%57,5	10.756.759	45 gün
PEKGY	%54,7	1.608.817.294	43 gün
IEYHO	%43,1	81.800.000	34 gün
DSTKF (doğrudan)	%34,5	29.129.321	27 gün
ISKPL	%26,4	156.300.000	21 gün
SELEC	%20,6	19.088.782	16 gün
BIGEN	%20,2	30.374.000	16 gün
PASEU (halka açıklığa göre)	%198,0	–	155 gün

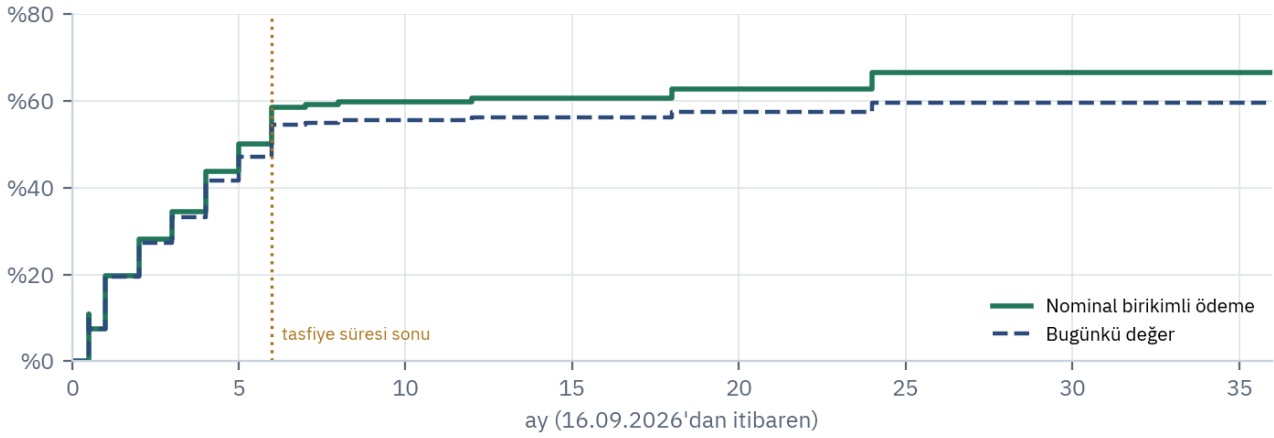
Kaynak: fonların son portföy raporlarından derlenen pozisyonlar (CNBC-e, 18.09.2026); PASEU oranı QNB Invest'in halka açıklığa göre hesabı. Bu hisselerin çoğu DSTKF'den daha az işlem gördüğü için gerçek süreler daha uzun olabilir; model varsayılanı bu yüzden medyanın (43 gün) üzerinde, 60 gündür.

6. Tasfiye senaryoları: sonuçlar

Varsayılan ayarlarla (Kurulun 20.09.2026 kararıyla 6 aya çıkan azami süre içinde borsada kademeli satış) fonların tasfiyesinden 529,0 milyar TL nakit çıkıyor; bu, 16.09 değerine göre %62,8. Hukuki tahsilatla birlikte toplam 560,4 milyar TL (%66,5); paranın zaman değeri düştüğünde %59,5. Kaybın en büyük kaynağı sıg hisseler, ikincisi ters repo.

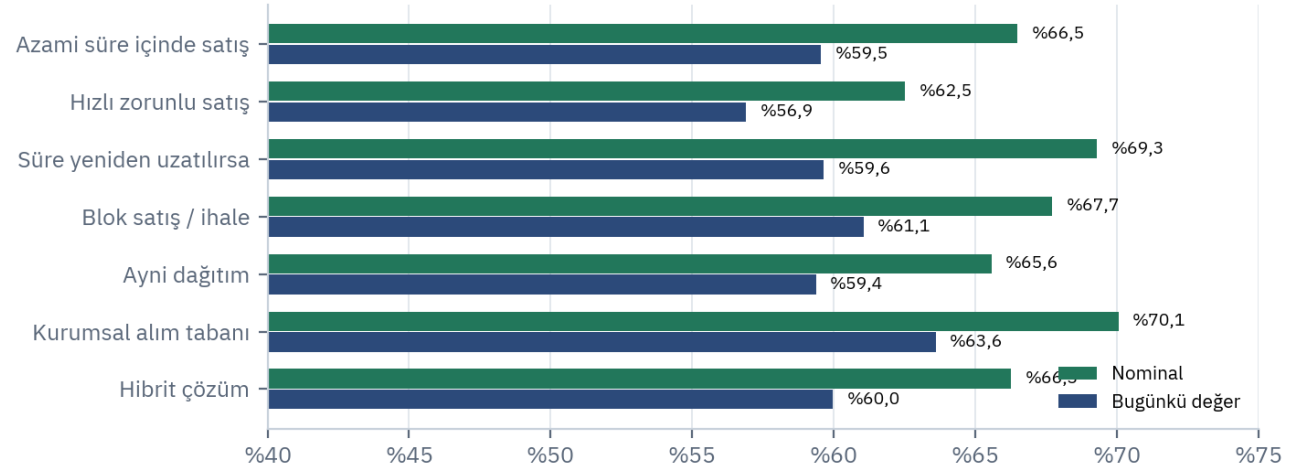


Şekil 2. 842,7 milyar TL'den yatırımcıya dönen nakde, varsayılan senaryo (milyar TL).



Şekil 3. Birikimli ödeme takvimi, 16.09 değerine oran.

Altı senaryonun karşılaştırması



Senaryo	Nominal	Bugünkü değer	Ort. ödeme	Dış destek
Azami süre içinde satış	%66,5	%59,5	4,6 ay	yok
Hızlı zorunlu satış	%62,5	%56,9	4,0 ay	yok
Süre yeniden uzatılırsa	%69,3	%59,6	6,1 ay	yok
Blok satış / ihale	%67,7	%61,1	4,3 ay	yok
Aynı dağıtım	%65,6	%59,4	4,2 ay	yok
Kurumsal alım tabanı	%70,1	%63,6	4,0 ay	22,3 mlr TL
Hibrit çözüm	%66,3	%60,0	4,2 ay	yok

Dış destek: kurumsal alıcının taban fiyatla, zorunlu satışta oluşacak fiyatın üzerinde ödediği tutar; yatırımcı için kazanç, alıcı için maliyettir.

- **Azami süre içinde satış.** Varsayılan yol: hisseler Kurulun 20.09.2026 kararıyla belirlenen 6 aylık azami süre boyunca borsada kademeli satılır. Mevcut usul ve esasların en doğrudan uygulaması.
- **Hızlı zorunlu satış.** Tasfiye yetkilisi 6 aylık süreyi beklemeden satışları 3 ayda tamamlar. Para daha erken gelir ama sık hisselerde fiyat baskısı en yüksek seviyede.
- **Süre yeniden uzatılırsa.** Kurul süreyi ikinci kez uzatır, satışlar 12 aya yayılır. Fiyat baskısı azalır ama para geç gelir; paranın zaman değeri bu kazancın bir kısmını geri alır.
- **Blok satış / ihale.** Sık hisselerdeki yoğun pozisyonların büyük kısmı iskontolu blok satış veya ihaleyle stratejik alıcılara devredilir, kalanı 6 aylık süre içinde borsada satılır.
- **Aynı dağıtım.** Sık hisseler satılmaz, yatırımcıların hesaplarına pay oranında hisse olarak aktarılır. Fiyat riski ve satış kararı yatırımcıya geçer.
- **Kurumsal alım tabanı.** Bir alıcı konsorsiyumu sık hisselerin bir kısmını önceden belirlenmiş taban fiyattan alır. Yatırımcı için en koruyucu, dışarıdan kaynak gerektiren seçenek.
- **Hibrit çözüm.** Nakit ve likit varlıklar hemen ödenir. Yoğun pozisyonların bir kısmı blok satışla, kalanı aynı olarak dağıtılır; kalan satışlar 6 aylık süre içinde tamamlanır.

Kim anaparasını geri alıyor?

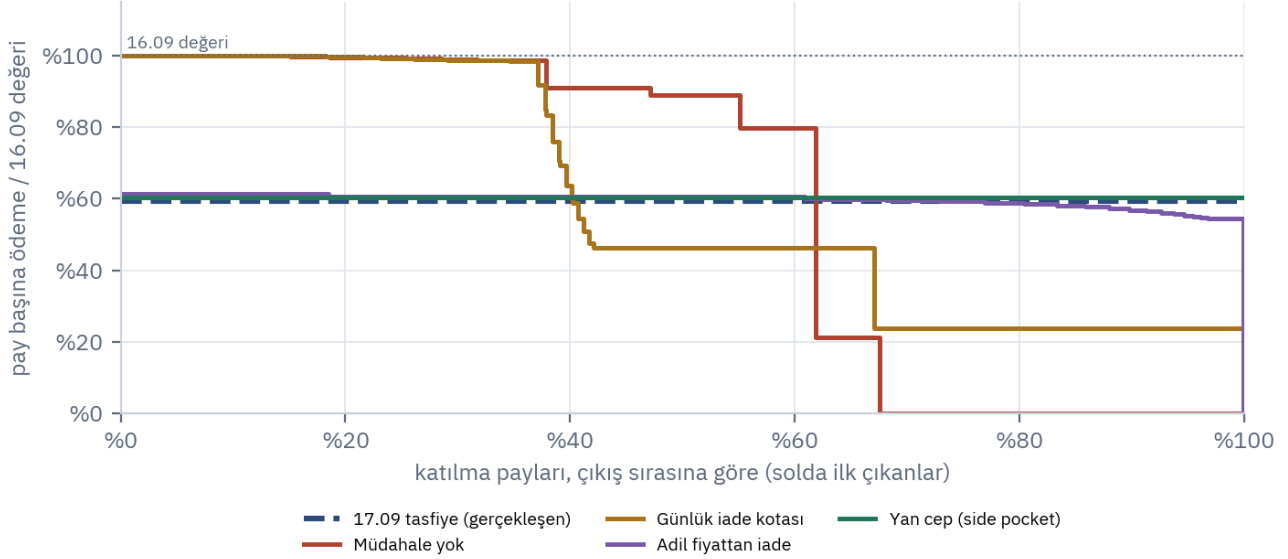
Katılma payları giriş dönemine göre dört örnek kohorta ayrıldı. Mevcut kural olan pay oranında dağıtımda yalnızca en erken giren kohort (payların %25'i) anaparasını tam alıyor. Toplam anapara 16.09 değerinin %75,4'i olduğu için anapara öncelikli bir dağıtımda herkes anaparasının %88 kadarını alırdı. Bu bir politika seçeneğidir; yatırımcı bazında maliyet verisi ve Kurul kararı gerektirir, erken girenlerden geç girenlere servet aktarımı anlamına gelir.

Giriş dönemi	Pay oranı	Maliyet oranı	Pay oranında	Anapara öncelikli
2025 ve öncesi	%25	0,40	%166	%88
2026 ilk yarı	%35	0,75	%89	%88
Temmuz–Ağustos 2026	%28	0,95	%70	%88
Eylül 2026	%12	1,05	%63	%88

Maliyet oranı: ortalama alış fiyatı ÷ 16.09 fiyatı. Son iki sütun ödemenin anaparaya oranıdır. Kohortlar örnektir.

7. Tasfiye olmasaydı

Normal işleyişte iade talimatı ileri fiyatla işler ve izahnamedeki valörde nakit ödenir. Sorun, yayımlanan fiyatın bayat olmasıdır: tabanda alıcısı olmayan hisseler kapanış fiyatından, ters repo ve özel sektör alacakları defter değerinden değerlendirir. Erken çıkan bu fiyattan tam ödeme alır, kaybı fonda kalanlar üstlenir; bu da herkesi aynı anda çıkmaya iter. Aşağıdaki yollar aynı başlangıç verisiyle, günlük fiyat dinamiği altında karşılaştırıldı.

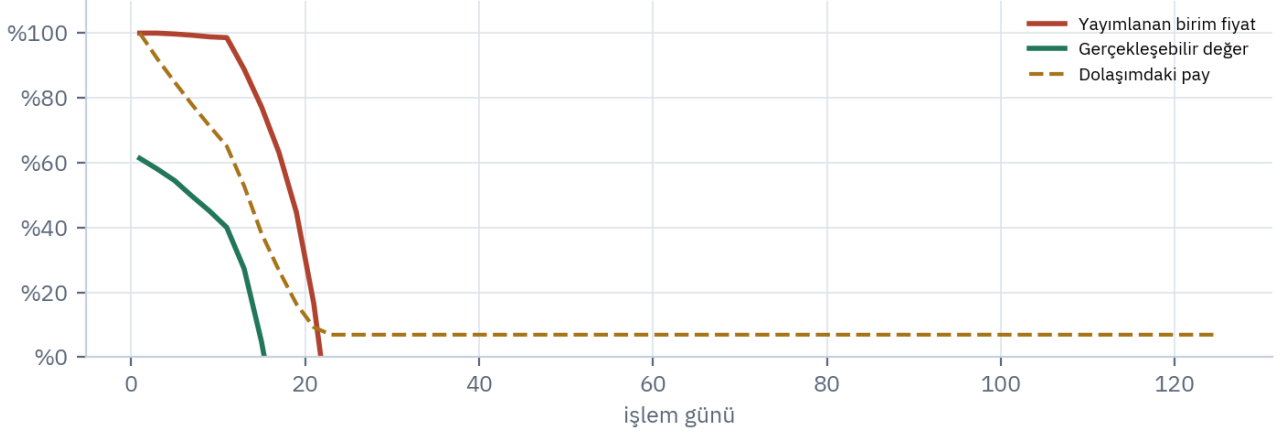


Şekil 4. Çıkış sırasına göre pay başına ödeme. Solda ilk çıkanlar, sağda sona kalanlar.

Yol	Nominal	Bugünkü d.	İlk %25	Son %25	Temerrüt
17.09 tasfiye (gerçekleşen)	%59,4	%55,4	%59	%59	yok
Müdahale yok	%59,7	%56,6	%100	%0	11. gün
Günlük iade kotası	%59,7	%56,2	%100	%24	yok
Adil fiyattan iade	%59,7	%56,2	%61	%57	24. gün
Geçici durdurma ve yeni yönetim	%60,5	%53,6	%61	%60	100. gün
Yan cep (side pocket)	%60,2	%54,8	%60	%60	yok
Aynı iade	%60,5	%58,5	%60	%60	yok

- 17.09 tasfiye (gerçekleşen).** Gerçekleşen yol: 17.09'da TEFAS'ta işlemler durur, varlıklar tasfiye süresi içinde borsada satılır. Nakit aylık dilimler halinde tüm yatırımcılara katılma payı oranında ödenir; ilk çıkan ile sona kalan aynı oranı alır.
- Müdahale yok.** Fonlar TEFAS'ta açık kalır. İade talimatları yayımlanan fiyattan, izahnamedeki valörde nakit ödenir. Nakit ve likit hisseler bitince sıg hisseler tabanda satılamaz, fon temerrüde düşer. Ödenemeyen talimatlar sıraya girer ve sonradan gelen nakitle sırayla ödenir; fonda kalanlar geriye kalanı paylaşır.
- Günlük iade kotası.** Fon açık kalır ama her gün en fazla dolaşımdaki payların belirli bir oranı kadar iade ödenir. Fazla talepler ertesi güne devreder ve sırası geldiğinde o günün fiyatından ödenir. Zorunlu satış hızı düşer, temerrüt yaşanmaz ama bayat fiyat sorunu sürer.
- Adil fiyattan iade.** Fon açık kalır; çıkanlara yayımlanan fiyat yerine varlıkların gerçekte satılabileceği değer ödenir (swing pricing benzeri). Erken çıkmanın avantajı kalkar, panik azalır. Türk fon mevzuatında yaygın bir araç değildir; uygulanması düzenleme gerektirir.
- Geçici durdurma ve yeni yönetim.** Alım satım belirli bir süre durdurulur, fon yönetimi başka bir PYŞ'ye devredilir. Bu sürede varlıklar sakın bir hızla satılır ve fiyat gerçekleşebilir değere göre yeniden belirlenir. Fon yeniden açıldığında iadeler bu fiyattan nakit ödenir.

- **Yan cep (side pocket).** Sığ hisseler, hisse teminatlı ters repo ve özel sektör alacakları ayrı, kapalı bir cebe alınır. Nakit ve likit kısım hemen herkese payı oranında ödenir. Yan cepteki varlıklar belirlenen sürede satılır, gelir aylık dağıtılır.
- **Aynı iade.** İade eden yatırımcıya nakit ve likit kısım nakit, sığ hisse kısmı hisse olarak verilir. Herkes kendi dilimini alır ve kimse diğerrinin aleyhine çıkamaz; ancak satış baskısı yatırımcıların kendisine geçer.



Şekil 5. Müdahale yok yolunda yayımlanan birim fiyat ile gerçekleştirilebilir değer arasındaki makas ve dolaşımdaki payın erimesi.

Toplam geri dönüş bütün yollarda %60 civarında kalırken dağılım belirgin biçimde ayrışıyor. Müdahale edilmeseydi ilk çıkanlar tam ödeme alır, sona kalanlar neredeyse hiçbir şey alamazdı. Günlük iade kotası temerrüdü önüyor ama bayat fiyat sorununu çözmediği için eşitsizlik sürüyor. Adil fiyattan iade, geçici durdurma, yan cep ve aynı iade dağılımı eşitliyor; aynı iade bugünkü değerde öne çıkıyor ancak satış baskısını yatırımcının kendisine devrediyor. İki motor arasında bilinen bir fark var: senaryo simülatöründe satış süresini uzatmak fiyat etkisini azaltır, günlük motorda ise fonun satış yaptığı her gün ek fiyat baskısı varsayıldığı için 6 aylık tasfiye 3 aylıktan daha iyi sonuç vermiyor. Bu fark tartışmaya açık kalibrasyon sorularından biridir. Günlük motor, ödenemeyen iade talimatlarını fonda kalanlardan önce ödenen alacak kabul ediyor; bu, eşitsizliği en uç haliyle gösteren bir varsayımdır.

8. Kamu tazmini senaryoları

Bu bölüm bir politika önerisi değildir. Tasfiyeden yatırımcıya dönen tutar anaparanın altında kalırsa, aradaki farkın kamu tarafından ödenmesi halinde tutarın ne olacağını ve bu tutarın hangi kaynaklardan karşılanabileceğini hesaplar. 30 Eylül 2026 itibarıyla resmî bir kamu tazmin kararı yoktur.

Mevcut durum

- **Resmî bir kamu tazmin kararı yok.** Hükümetin tazmin biçimi konusunda görüşünün netleşmediği bildiriliyor; konu Meclis'in gündeminde.

Kaynak: Kısa Dalga (28.09), PEGA Hukuk yatırımcı hakları rehberi

- **Yatırımcı Tazmin Merkezi (YTM) fiyat zararını kapsamıyor.** SPKn m.84/2 fiyat hareketlerinden doğan zarar tazmin dışında bırakıyor. 2026 azami tutar yatırımcı başına 2.065.145 TL. Kaynaklar aidatlar, idari para cezalarının yarısı ve halefiyet alacakları.

Kaynak: YTM rehberleri (hukukcularevi.com, pegahukuk.com)

- **YENİ Parti'nin kanun teklifi (24.09).** 15 madde; yatırılan ve çekilen tutarların enflasyonla güncellenerek gerçek ekonomik kaybın esas alınması ve kamu kaynağı kullanılmadan telafi öngörülüyor. Milletvekili, mevcut yöntemle geri dönüşün %10–15 olacağını, teklifle %80'in üzerine çıkabileceğini söylüyor.

Kaynak: T24, BirGün (24–30.09). Bu %10–15 iddiası modelin varsayılan sonucundan çok farklıdır; aşağıdaki duyarlılık tablosu bu farkın maliyete etkisini gösterir.

- **Tazmin limiti önerileri.** Muhalefetten, YTM limitinin en az 5 milyon TL'ye çıkarılması ve dolaylı zarar görenler için ayrı mekanizma önerisi geldi.

Kaynak: Karar (30.09)

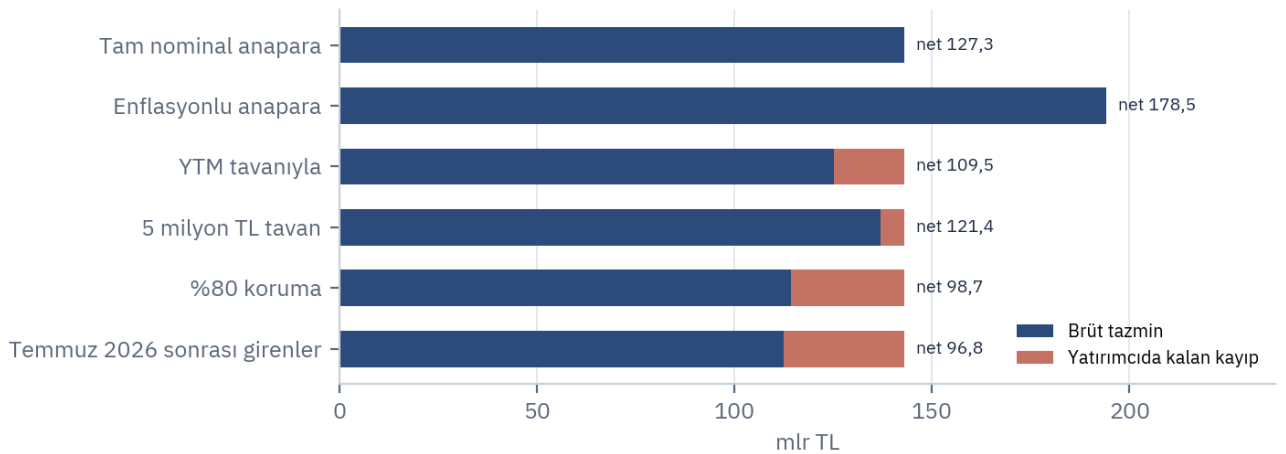
- **Hazine ve Maliye Bakanı Şimşek,** meşru yatırımcıların haklarının Adalet Bakanlığı ile koordinasyon içinde gözetildiğini ve finansal sisteme yansımaması için likidite başta olmak üzere gerekli tedbirlerin alınacağını açıkladı.

Kaynak: Euronews (28.09)

Yöntem

Yatırımcı kaybı, giriş dönemine göre alış maliyetinin (16.09 birim değerine oran) tasfiyeden dönen oranın üzerinde kaldığı kısımdır. Dönen oran, simülatördeki toplam geri dönüşten kamunun halefiyetle devrettiği hukuki tahsilat payı düşülerek bulunur. Yatırımcı başına tavan varsa pozisyon büyüklükleri, ortalaması 842,7 milyar TL ÷ 455.758 yatırımcı olan log-normal bir dağılımla modellenir. Net kamu yükü, brüt tazminden halefiyetle geri alınan tutarın düşülmesiyle bulunur.

Altı tazmin kuralı



Şekil 6. Kurala göre brüt tazmin ve yatırımcıda kalan kayıp (mlr TL). Değerlerin yanında net kamu yükü.

Kural	Anapara eksigi (tavansız)	Brüt tazmin	Net yük	Yatırımcıda kalan
Tam nominal anapara	143,0	143,0	127,3	0,0
Enflasyonlu anapara	194,2	194,2	178,5	0,0
YTM tavanıyla	143,0	125,1	109,5	17,9
5 milyon TL tavan	143,0	137,1	121,4	6,0
%80 koruma	143,0	114,4	98,7	28,6
Temmuz 2026 sonrası girenler	143,0	112,5	96,8	30,6

Tutarlar milyar TL. Yatırımcıda kalan: tavan, kısmi koruma veya dönem kesiti nedeniyle tazmin edilmeyen anapara eksigi.

- **Tam nominal anapara.** Her yatırımcının ortalama alış maliyetinin altında kalan kısım tazmin edilir; maliyetin üstündeki kazanç tazmin konusu değildir. Sınır ve kapsam filtresi yoktur; en geniş kural.
- **Enflasyonlu anapara.** Anapara, tutma süresi boyunca yıllık enflasyonla güncellenir ve bu güncel değerin altında kalan kısım tazmin edilir. Kamuoyundaki gerçek ekonomik kayıp yaklaşımının basitleştirilmiş karşılığıdır; teklifin kendi formülünü birebir uygulamaz.
- **YTM tavanıyla.** Yatırımcı başına tazmin, 2026 YTM azami tutarıyla (2.065.145 TL) sınırlanır; tavanı aşan kayıp ödenmez. YTM'nin mevcut yasal kapsamı fiyat zararını içermez; burada yalnızca tavan ölçüsü olarak alınıyor.
- **5 milyon TL tavan.** Tazmin tavanı 5 milyon TL'dir (kamuoyunda dile getirilen limit önerilerinden biri). Sonuç, yatırımcı pozisyon dağılımı varsayımına bağlıdır.
- **%80 koruma.** Anapara eksiginin yalnızca %80'i ödenir; yatırımcı riskin bir kısmını üstlenmeye devam eder.
- **Temmuz 2026 sonrası girenler.** Yalnızca Temmuz 2026 ve sonrasında giren yatırımcılar tazmin edilir. Kayıp bu dönemlerde yoğunlaştığı için dar kapsamlı ama yüksek koruma sağlayan bir kesittir; daha erken girenler, tasfiyeden dönen oranın üzerinde maliyetle girmedikleri sürece kapsam dışı kalır.

Dönemlere göre kayıp (tam nominal anapara kuralı)

Giriş dönemi	Pay	Maliyet oranı	Tasfiyeden dönen	Kayıp (16.09 değerine)
2025 ve öncesi	%25	0,40	%64,6	yok
2026 ilk yarı	%35	0,75	%64,6	%10
Temmuz-Ağustos 2026	%28	0,95	%64,6	%30
Eylül 2026	%12	1,05	%64,6	%40

Döner oran, halefiyet sonrası yatırımcıya kalan orandır. Kohort dağılımı ve tutma süreleri örnektir.

Finansman: net yük nasıl karşılanır?

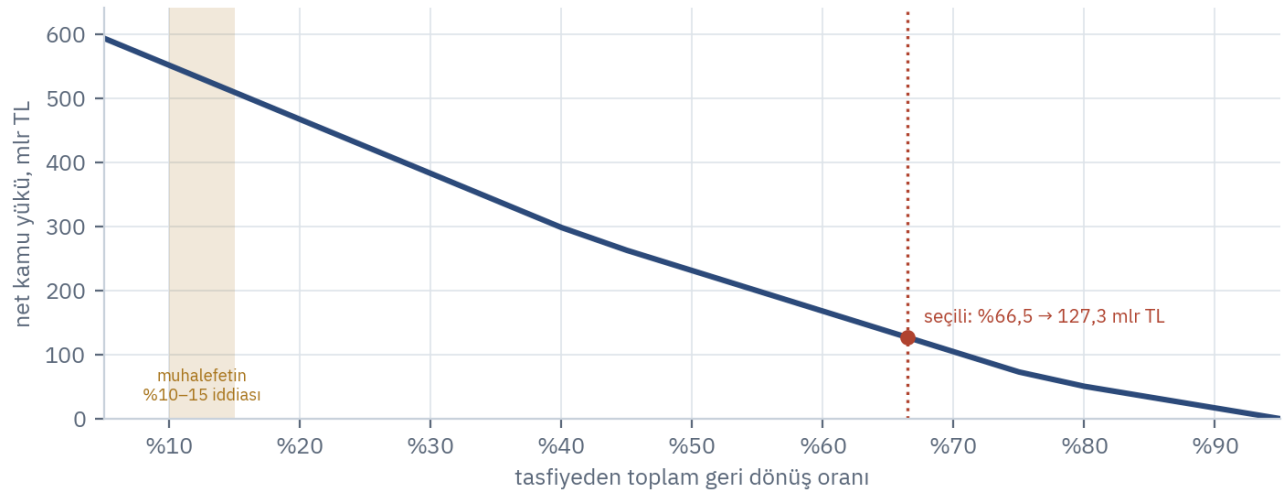
Net yük, beş kaynağa dağıtılır: Hazine iç borçlanması, bütçe içi yeniden tahsis, sektör katkısı veya YTM özel fonu, kamu kuruluşlarının kaynakları (TVF, TMSF, kamu bankaları) ve geçici ek vergi. Dağılım bir tasarım tercihidir. Yalnızca bütçe kalemleri için veriyle karşılaştırma yapılabilir; sektör ve kamu kuruluşları için kapasite verisi bulunmuyor.

Paket	Borçlanma	Bütçe içi	Sektör	Kamu kuruluşları	Ek vergi
Tamamı borçlanma	127,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Bütçe içi yeniden tahsis	0,0	127,3	0,0	0,0	0,0
Dengeli paket	50,9	38,2	19,1	19,1	0,0
Vergi ağırlıklı	0,0	50,9	0,0	0,0	76,4

Tutarlar milyar TL; toplam net yük 127,3 milyar TL. Bütçe ölçeği (2026): giderler 18,93 trn TL, açık hedefi 2,71 trn TL, faiz gideri 2,74 trn TL, vergi gelirleri 15,63 trn TL; Ocak–Ağustos gerçekleşen açık 1,31 trn TL.

Örneğin yükün tamamı borçlanmayla karşılanırsa yıllık faiz yükü %35 faizle yaklaşık 44,6 milyar TL olur (2026 faiz gideri hedefinin %1,6'i). Tamamı bütçe içi yeniden tahsisle karşılanırsa 2026 faiz dışı harcamanın (16,19 trn TL) %0,8'i, tamamı ek vergiyle karşılanırsa vergi gelirleri hedefinin %0,8'i gerekir. Halefiyet geliri 24. ayda geldiği için tazmin ödemeleri ile gelir arasındaki köprünün finansman maliyeti yaklaşık 6,9 milyar TL'dir ve net yüke dahil değildir.

Geri dönüş oranına duyarlılık



Şekil 7. Tam nominal anapara kuralında net kamu yükünün tasfiyeden dönen orana göre değişimi. Sarı bant, bir milletvekilinin mevcut yöntem için andığı %10–15 aralığıdır.

Toplam geri dönüş	Brüt tazmin	Net yük	GSYH'ye oran	2026 açık hedefine
%15,0	525,1	509,4	%0,66	%19
%30,0	398,7	383,0	%0,49	%14
%45,0	278,9	263,2	%0,34	%10
%60,0	184,1	168,4	%0,22	%6
%66,5	143,0	127,3	%0,16	%5
%75,0	89,3	73,6	%0,09	%3
%90,0	33,2	17,6	%0,02	%1

Tutarlar milyar TL. Kamu maliyeti, geri dönüş oranına çok duyarlıdır; modelin varsayılan oranı ile %10–15 iddiası arasındaki fark, net yükü yaklaşık dört katına çıkarıyor.

Sınırlar

- Yatırımcı bazında maliyet ve pozisyon verisi yok. Kohort dağılımı örnektir; pozisyon büyüklükleri log-normal dağılım varsayımıyla modellenir. Tavanlı kuralların sonucu bu varsayıma bağlıdır.
- Her yatırımcının kohort karışımı aynı kabul edilir. Gerçekte bazı yatırımcılar yalnızca kazançlı, bazıları yalnızca kayıplı dönemlerde girmiştir; bu yüzden yatırımcı bazlı tazmin toplamı farklı çıkabilir.
- Hukuki tahsilat, geri dönüş oranına zaten dahildir. Kamunun halefiyetle devraldığı kısım, tazminin maliyetinden düşülür; ayrıca bir kaynak olarak sayılmaz.
- Borçlanma, vergi ve harcama kısıtının faiz, enflasyon, büyüme ve risk primi üzerindeki etkileri modellenmez. Kaynaklar arasındaki karşılaştırma yalnızca ölçek göstergesidir.
- Tazminin hukuki dayanağı (kanun, yetki, eşitlik ilkesi) bu modelin kapsamı dışındadır.

9. Veri defteri

Modeldeki her sayı dört etiketten biriyle işaretlidir. **Veri:** doğrudan kaynaktan. **Türetilmiş:** kaynaktaki verilerden hesaplandı. **Vekil:** aynı türden başka bir fonun verisi kullanıldı. **Varsayım:** veri yok, gerekçesiyle tahmin. Son sütun, açığı hangi verinin kapatacağını söyler. Değerler varsayılan ayarlara aittir.

Kalem	Değer	Durum	Dayanak	Açığı ne kapatır
Fon değeri ve varlık dağılımı	842,7 mlr TL	Veri	TEFAS 16.09.2026 kapanışı, 130 fonun büyüklük × portföy dağılımı (açık kaynak analiz deposu)	Tasfiye bankalarının açılış bilançosu (İş Bankası, Ziraat Bankası)
Azami tasfiye süresi	6 ay (modelde: 6 ay)	Veri	Kurulun 20.09.2026 tarih ve 59/1710 sayılı kararı: A/8 maddesindeki 3 aylık süre 6 aya çıkarıldı; daha erken tamamlanabilir	Tasfiye yetkililerinin satış takvimi ve ara dağıtım açıklamaları
Ters repo toplamı	172,7 mlr TL	Veri	TEFAS 16.09 dağılımı	—
TP2 ters repo tutarı	141,8 mlr TL	Türetilmiş	TP2 büyüklüğü 224,4 mlr × ters repo payı %63,17 (16.09)	—
TP2 teminat dağılımı	DSTKF %39,7, grup borcu %22, DİBS %22,3, TPKGY %15,4	Veri	KAP portföy dağılım raporu 31.08.2026	16.09 tarihli teminat listesi (ters repo her gün yenilendiği için teminat değişmiş olabilir)
TLY ters repo teminatı (6,5 mlr)	TPKGY %100	Veri	TLY 31.08 raporu: 19,9 mlr ters repo, teminat TPKGY; 16.09'da ters repo payı %2,67 (6,5 mlr)	16.09 teminat listesi
Kalan ters repo teminatı (24,4 mlr)	siğ hisse %70, DİBS %19, likit %10	Vekil	PRY 31.08 raporu (PRY'nin 16.09'da ters reposu yok)	PSE, KSA, DFI ve diğer fonların portföy raporları
Teminat / alacak oranı	1,00 kat	Türetilmiş	31.08: 128,4 mlr teminat, 128 mlr alacak	Ters repo sözleşmelerindeki marj/haircut oranları
Karşı tarafın nakit ödeme oranı	%10	Varsayım	Karşı taraf ilişkili aracı kurum; habere göre Tera tarafının toplam kaynakları ~26 mlr TL, TP2 alacağı 141,8 mlr TL: üst sınır ~%18	Tera Yatırım Menkul Değerler'in 30.09 bilançosu ve tasfiye bankasının tahsilat açıklaması
Grup fonu/GYO teminatı tahsilatı	%30	Varsayım	TPKGY kaleminin niteliği teyit edilemedi	KAP'taki ISIN ve ilgili fonun/ortaklığın net aktif değeri
Siğ hisse payı	%65	Varsayım	Alt sınır veriden: TLY'nin 31.08 hisse portföyünün ~%97'si grup ve siğ hisselerde (DSTKF, OZATD, TEHOL, TRHOL, PEKGY, ANELE, SELEC, BIGEN, TERA; ~205 mlr TL), bu tek başına 480,5 mlr'lik hisse portföyünün %43'ü. Kalanı diğer fonların hisse yoğun serbest fonları için varsayım	129 fonun hisse bazında dökümü × hisse başına hacim
Siğ hisselerde 16.09 sonrası değişim	~%35	Varsayım	Tek hisse verisi: DSTKF 16.09 2.448 TL, 18.09 1.984 TL (iki taban, ~%19)	Tasfiyedeki hisselerin güncel kapanışları
Likit hisselerde 16.09 sonrası değişim	~%8	Varsayım	Genel piyasa düşüşü	BIST 30 ve fonların likit hisselerinin güncel fiyatları
Siğ pozisyonun erime süresi	60 gün	Türetilmiş	DSTKF: 27 gün; yoğunlaşma oranlarıyla 16–155 gün, medyan 43; küçük hisselerde hacim daha düşük	Hisse bazında 3 aylık ortalama hacim
Likit pozisyonun erime süresi	5 gün	Varsayım	BIST 30 hisselerinde fon payları dolaşımın küçük bir kısmı	Hisse bazında hacim
Fiyat etkisi katsayıları	0,25 / 0,45	Varsayım	Karekök fiyat etkisi modelinin literatürdeki tipik aralığı	Tasfiye satışlarının gerçekleşen fiyat etkisinden kalibrasyon
Blok satış, taban fiyat, aynı dağıtım parametreleri	%30 iskonto, %55 taban	Varsayım	Politika tasarımı parametreleri	Alıcı konsorsiyumu teklifleri, ihale sonuçları

Kalem	Değer	Durum	Dayanak	Açığı ne kapatır
Özel sektör borcunda ilişkili taraf payı	%60	Türetilmiş	Alt sınır veriden: 16.09'da TP2'nin kira sertifikaları 12,4 mlr (31.08'de %95'i Tera Varlık Kiralama), TLY'nin bono ve kira sertifikaları 19,2 mlr (31.08'de tamamı Tera Yatırım Bankası ve Tera Varlık Kiralama). 52,9 mlr'nin en az 31,6 mlr'si (%60) grup ihracı; PRY'nin 17,4 mlr'lik kaleminin ihraççıları henüz bilinmiyor	PRY ve diğer fonların Eylül portföy raporları
Borçlanma araçları tahsilat oranları	%30 / %90	Varsayım	İlişkili ihraççıların grup temerrüdüyle ilişkisi	İhraççıların ödeme performansı ve bilançoları
DİBS ve diğer kalemler tahsilatı	%99 / %85	Varsayım	Piyasa değerinden küçük sapma	Tasfiye satış fiyatları
Tasfiye maliyeti	%0,5	Varsayım	Komisyon, saklama, hukuk giderleri	Tasfiye bankalarının ücret tarifesi
Hukuki tahsilat	%10, 24 ay	Varsayım	Soruşturmada malvarlığı tedbirleri ve iadeler var; toplam tutar açıklanmadı	Mahkeme ve savcılık açıklamalarındaki tedbir tutarları
İskonto oranı	%35	Varsayım	TL piyasa faizi referansı; TP2'nin 15.09 ters repo faizi %43	Güncel TL mevduat ve repo faizi
Fonlar arası çapraz pay (çift sayım)	≥12,5 mlr TL	Türetilmiş	TLY 31.08'de tasfiyedeki Hedef Portföy Mavi fonundan (HMY) 12,5 mlr, T3B'den 0,04 mlr pay taşıyor. Toplam 842,7 mlr bu tutar kadar iki kez sayılıyor; konsolide yatırımcı varlığı ~830 mlr. Model bu kalemi 'diğer fon payları' içinde hisse geri dönüş oranıyla değerlendiriyor	130 fonun fon payı kalemlerinin eşleştirilmesi
Kohort dağılımı	4 dönem	Varsayım	Örnek dağılım	MKK ve aracı kurumlardaki yatırımcı bazında maliyet verisi
Taban iade oranı (alternatif yollar)	%4,0/gün	Türetilmiş	Pusula fonlarından 28.08 sonrası ~13 iş gününde 132,7 mlr çıkış; PRY bir ayda 111 mlr TL'den 18,9 mlr TL'ye	Fon bazında günlük TEFAS tedavül verisi
Taban kilidinde satılabilen hacim	%7	Veri	DSTKF 18.09: 0,18 mlr TL hacim, 3 aylık ortalama 2,65 mlr TL	Diğer hisselerin taban günlerindeki hacim
Temel değer tabanı	%30	Varsayım	Sığ hisselerde alıcıların devreye gireceği fiyat	Şirket bazında değerlendirme (defter değeri, kârlılık)
Panik duyarlılığı, stres baskısı, çarpanlar	0,40 / %2,0/gün	Varsayım	Davranış parametreleri	Kriz günlerindeki talimat verisinin fiyat değişimine regresyonu
Tekil yatırımcı sayısı	455.758	Veri	SPK açıklaması (23.09.2026), MKK kayıtları	—
YTM azami tazmin tutarı (2026)	2.065.145 TL	Veri	SPK 2025/68 bülteni; YTM'nin yasal kapsamı fiyat zararını dışlıyor (SPKn m.84/2), tavan yalnızca ölçü olarak kullanılıyor	Yeni bir kanun veya Kurul kararı
2026 bütçe giderleri, açık, faiz, vergi gelirleri	18,93 trn TL / 2,71 trn TL / 2,74 trn TL / 15,63 trn TL	Veri	2026 merkezi yönetim bütçe kanunu gerekçesi ve analizi; Ocak–Ağustos gerçekleşme 1.308,1 mlr TL açık	Orta Vadeli Program güncellemesi
2026 GSYH	77,51 trn TL	Türetilmiş	Bütçe açığı hedefi 2.713 mlr TL ÷ GSYH'ye oranı %3,5	TÜİK GSYH verisi
Kamu tazmin kararı	yok	Veri	Resmî karar yok; hükümetin tazmin biçimi netleşmemiş; YENİ Parti kanun teklifi (24.09) ve araştırma önermeleri Meclis'te	Kanun veya Bakanlar Kurulu/Cumhurbaşkanı kararı
Yatırımcı pozisyon dağılımı (log-normal σ)	1,40 (ortalama 1.849.008 TL)	Varsayım	Ortalama pozisyon = 842,7 mlr ÷ 455.758; yayılım için veri yok (fon bazında yatırımcı sayısı TP2'de 167 bin, TLY'de 102 bin; ortalamalar 1,3 ve 2,4 milyon TL)	MKK'dan pozisyon büyüklüğü dağılımı
Kohort tutma süreleri (yıl)	1,50 / 0,60 / 0,20 / 0,05	Varsayım	Enflasyonlu anapara için; giriş dönemlerinin ortalama tutma süresi	Yatırımcı bazında alış tarihleri
Yıllık enflasyon (enflasyonlu anapara)	%30	Varsayım	Enflasyonlu anapara kuralı için kullanılan sabit oran	TÜİK Eylül 2026 TÜFE verisi

Kalem	Değer	Durum	Dayanak	Açığı ne kapatır
Halefiyetle devralınan hukuki tahsilat	%50	Varsayım	Kamunun ödediği tazminle sınırlı devralma payı	Tazmin mevzuatındaki halefiyet hükümleri
Tazmin ödeme takvimi	başlangıç 6 ay, süre 6 ay	Varsayım	Tasfiyenin azami süresi (6 ay) sonrası ödeme varsayımı	Hükümet veya Kurul açıklaması
Hazine borçlanma faizi ve vadesi	%35 / 3 yıl	Varsayım	İskonto oranıyla aynı düzeyde tutuldu	Hazine ihale sonuçları
Finansman dağılımı	40 / 30 / 15 / 15 / 0	Varsayım	Politika tasarımı tercihi; hiçbir resmî kaynak dağılımı belirlemedi	Hükümetin finansman yöntemi açıklaması
Sektör ve kamu kuruluşları kaynak kapasitesi	bilinmiyor	Varsayım	YTM özel fonu, TVF, TMSF ve kamu bankalarının serbest kaynağı için kamuya açık veri bulunamadı	YTM özel fon bilançosu, TVF ve TMSF faaliyet raporları

10. Açık sorular ve modelin sınırları

Aşağıdaki sorular kamuya açık verilerle yanıtlanamadı. Bazıları portföy raporlarından yapılmış gözlem ve çıkarımlardır; teyit edilmeden kesin bilgi olarak okunmamalıdır.

- Kamu tazmini için resmî bir karar yok. Tazminin kapsamı (nominal anapara, enflasyonlu anapara, tavan, dönem kesiti) ve finansmanı netleştğinde Kamu tazmini sekmesindeki kural ve paketler gerçek parametrelerle güncellenmelidir.
- YENİ Parti milletvekili mevcut tasfiye yöntemiyle geri dönüşün %10–15 olacağını söylüyor; modelin varsayılan sonucu %66,5. Aradaki fark hangi varsayımdan kaynaklanıyor (sığ hisse fiyatı, ters repo tahsilatı, tasfiye maliyeti)? Kamu tazmininin maliyeti bu orana çok duyarlı olduğu için bu fark doğrudan önemlidir.
- Sektör katkısı, YTM özel fonu, TVF ve TMSF gibi bütçe dışı kaynakların serbest tutarı bilinmiyor; Kamu tazmini sekmesinde bu kaynakların kapasitesi karşılaştırılmıyor.
- TP2'nin ters reposu 16.09'da yenilendi mi? KAP'ta 15.09–16.09 vadeli bildirim var; sonraki güne ait bildirim bulunamadı. Bir kullanıcı paylaşımı, MKK kayıtlarına göre DSTKF paylarının 16.09'da fondan kurucu gruba geçtiğini iddia ediyor; doğrulanmadı. Geçtiyse fon hisse yerine karşı taraftan nakit alacaktır ve hisse riski yerine karşı taraf riski taşır. Kapatır: KAP 16–17.09 ters repo bildirimleri, MKK pay değişim bildirimi, tasfiye bankasının açılış bilançosu.
- TP2 teminatındaki DSTKF (31.08'de 50,6 mlr TL) karşı tarafın DSTKF'deki %10,5'lik payının (1 Eylül fiyatıyla ~73 mlr TL) büyük kısmına denk geliyor. Aynı payların hem karşı tarafın varlığı hem fonun teminatı olması, teminatın bağımsız bir güvence olmadığını gösterir. Bu bir çıkarımdır; pay sahipliği tablosu ve saklama kayıtlarıyla teyit edilmeli.
- TPKGY kalemi (19,8 mlr TL) nedir? Adından Tera Portföy'e bağlı bir gayrimenkul fonu veya ortaklığı olduğu anlaşıyor; ISIN ve net aktif değeri bulunamadı.
- TP2 ve TLY dışındaki 24,4 mlr TL ters repo hangi fonlarda ve hangi teminatla? Şu an PRY vekil olarak kullanılıyor.
- PRY 31.08'de 67,5 mlr TL ters repo taşırken 16.09'da ters reposu yok; varlıklarının %92'si finansman bonusu ve özel sektör kira sertifikası. Ters repo çözülüp çıkan yatırımcılara ödenirken fonda kalanlara hangi ihraççıların borçlanma araçlarının kaldığı Eylül raporunda görülecek. Bu, ilk çıkanlarla sona kalanlar arasındaki aktarımın doğrudan göstergesi olabilir.
- Tasfiyedeki fonlar birbirinin payını tutuyor (TLY'de HMY 12,5 mlr). Tasfiye sırasında bu paylar nasıl mahsuplaşacak? Çift sayım toplamı en az 12,5 mlr TL şişiriyor.
- Sığ hisse payı (%65) ve hisse bazında hacimler. 130 fonun hisse dökümü ve BIST günlük hacim verisi bu iki parametreyi veriye çevirir.
- Karşı tarafın (Tera Yatırım Menkul Değerler) güncel bilançosu: nakit ödeme oranının üst sınırını belirler.
- Yatırımcıların maliyet dağılımı (kohortlar): MKK ve aracı kurum kayıtlarında var, kamuya açık değil.

Modelin yapmadıkları

- Fon bazında gerçek portföy ve 16.09 tarihli ters repo teminat listesini kullanmaz; teminat oranlarının 31.08'den bu yana değişmediğini varsayar.
- Aynı hisseyi farklı fonların aynı anda satmasının birbirine etkisini ve BIST fiyat marjı kuyruklarını ayrıca modellemez; bunlar etki katsayısına gömülüdür.
- 16.09 sonrası fon fiyatı açıklanmadığı için başlangıç değeri 16.09 kapanışıdır. 17.09'da iletilip iptal edilen talimatlar da bu değerden pay oranında ödeme alır.
- Fonlar arası çapraz payları konsolide etmez; toplam en az 12,5 milyar TL şişiktir.
- Vergi (stopaj) etkisini dikkate almaz.

Tartışmaya açılan sorular

- Sığ hisselerde gerçekçi erime süresi ve fiyat etkisi katsayısı ne olmalı? Kriz günlerinin işlem verisiyle kalibrasyon önerileri.
- Karşı tarafın nakit ödeme gücü ve TPKGY teminatının değeri hakkında kamuya açık ek veri.
- Tasfiyede satış yöntemi: blok satış, yan cep veya ayni dağıtım mevcut mevzuatta uygulanabilir mi?
- Anapara öncelikli dağıtım gibi hakkaniyet düzeltmeleri hukuken mümkün ve savunulabilir mi?
- Model mimarisinde gözden kaçan mekanizmalar veya hatalar.

Kaynaklar

- T24, TBMM gündemi ve YENİ Parti kanun teklifi (30.09.2026)
<https://t24.com.tr/politika/tbmmde-yeni-yasama-yilina-sermaye-piyasalarindaki-fon-krizi-ve-yatirimci-magduriyeti-gundemiyle-baslaniyor,1350800>
- BirGün, YENİ Parti kanun teklifi ve %10–15 iddiası
<https://www.birgun.net/haber/yeni-parti-den-fon-krizi-icin-kanun-teklifi-736662>
- Karar, tazmin limiti önerisi (30.09.2026)
<https://www.karar.com/guncel-haberler/erbakandan-fon-krizi-icin-16-maddelik-cozum-onerisi-bekletmeyin-hemen-2075230>
- PEGA Hukuk, yatırımcı hakları rehberi (resmî tazmin kararı yok)
<https://pegahukuk.com/fon-krizi-yatirimci-haklari/>
- YTM kaynakları ve 2026 azami tazmin tutarı
<https://hukukcularevi.com/yatirimci-tazmin-merkezi-ytm-nedir-basvuru/>
- Euronews, Şimşek açıklaması ve mal varlığı tedbirleri (28.09.2026)
<https://tr.euronews.com/2026/09/28/fon-sorusturmasinda-son-durum-45-firma-ve-19-fona-yonelik-tedbirler-kaldirildi>
- Kısa Dalga, tazmin biçimi konusunda hükümetin görüşü
<https://kisadalga.net/haber/kisa-dalga-bulten/fon-skandalinin-sarsintilari-devam-ediyor-140599>
- TBMM, 2026 bütçe kanunu teklifi gerekçesi
<https://www.tbmm.gov.tr/milletvekili/UyeKomisyonKonusmaTutanakDetay?tutanakId=81580>
- Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ağustos 2026 bütçe gerçekleştirmeleri
<https://tclira.com/merkezi-yonetim-butcesi-agustosta-129-milyar-tl-fazla-verdi/>
- TP2 portföy varlıkları, KAP 31.08.2026 raporu (fon.org.tr ayrıştırması)
<https://fon.org.tr/fon/TP2>
- TLY portföy varlıkları, KAP 31.08.2026 raporu (fon.org.tr ayrıştırması)
<https://fon.org.tr/fon/TLY>
- PRY portföy varlıkları, KAP 31.08.2026 raporu (fon.org.tr ayrıştırması)
<https://fon.org.tr/fon/PRY>
- DSTKF ortaklık yapısı ve piyasa değeri (KAP verisi)
<https://fon.org.tr/hisse/DSTKF>
- Tasfiyedeki fonların hisse pozisyonları / fiili dolaşım (CNBC-e derlemesi, 18.09.2026)
<https://www.hisse.net/haber/tasfiye-edilen-fonlarda-hangi-hisseler-var-milyarlarca-lot-icerde-96626>
- SPK, Tasfiye Süresine İlişkin Basın Duyurusu (28.09.2026)
<https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2026/tasfiye-suresine-iliskin-basin-duyurusu>
- SPK 2026/60 tasfiye fonlarının TEFAS verisiyle analizi (16.09.2026 kapanışı)
<https://github.com/cberko/spk-tasfiye-fonlari>
- Forbes Türkiye, QNB Invest raporu
<https://www.forbes.com.tr/para-yatirim/tera-portfoy-un-tasfiyesi-is-bankasi-na-emanet>
- CNBC-e, Reuters hesaplamaları
<https://www.cnbc.com/piyasalar/fon-krizinde-en-buyuk-pay-teranin-varliklarin-yuzde-70i-5-fonda-yogunlasti-g38306>
- TC Lira, TSPB verileriyle 7 PYŞ
<https://tclira.com/fonlari-tasfiye-edilen-7-portfoy-sirketi-milyarlarca-lira-kar-elde-etti/>
- Ekotürk, 28 Ağustos rehber değişikliği
<https://www.ekoturk.com/haberler/spkden-serbest-fonlara-yeni-sinirlar/>
- Ekotürk, uyum takvimi
<https://www.ekoturk.com/yazi/fon-piyasasinda-yeni-donem-daha-az-yogunlasma-daha-fazla-sermaye/>

- Ekonomim, krizin kronolojisi

<https://www.ekonomim.com/finans/haberler/borsa/turkiyede-fon-krizi-nasil-basladi-nereye-gidiyor-haberi-918870>

- T24, 10 soruda fon krizi

<https://t24.com.tr/ekonomi/10-soruda-adan-zye-fon-krizi-nasil-basladi-bugune-nasil-gelindi-zararin-buyuklugu-ne-kamu-maliyet-ustlenecek-mi,1348552>

- Tera'nın KAP açıklamasına atıf (iade talepleri)

<https://www.harbiyehukuk.com/tera-pusula-fon-magdurlari-yatirimci-haklari/>

- SPK açıklaması, 455.758 tekil yatırımcı

<https://www.nationalturk.com/haberler/spk-tasfiye-edilen-131-fon/>

- Tasfiye süresi ve yatırımcı sayısı (ilk karar)

<https://haber.sol.org.tr/haber/spk-tasfiye-edilen-131-fondaki-yatirimci-sayisi-455-bin-758-kisi-414158>

- SPK, Tasfiye Konusu Fonlara İlişkin Süre Düzenlemesi (20.09.2026)

<https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2026/tasfiye-konusu-fonlara-iliskin-sure-duzenlemesi>

Yasal uyarı

Bu çalışma, kamuya açık verilerle hazırlanmış bağımsız bir analiz ve eğitim amaçlı simülasyondur. Burada yer alan bilgi, hesaplama ve yorumlar 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında yatırım danışmanlığı değildir ve hiçbir finansal aracın alımı, satımı veya elde tutulması için öneri niteliği taşımaz. Yatırım danışmanlığı hizmeti yalnızca yetkili kuruluşlarla imzalanacak sözleşme çerçevesinde sunulabilir.

Sonuçlar, veri defterinde açıkça belirtilen varsayımlara dayanan tahminlerdir. Fon yatırımcılarına yapılacak ödemelerin tutarını ve zamanını yalnızca tasfiye yetkilisi kuruluşlar belirler; kendi pozisyonunuzla ilgili kararlarda aracı kurumunuzun ve tasfiye yetkilisinin açıklamalarını esas alın.

Veriler SPK, KAP, TEFAŞ ve basın kaynaklarından derlenmiştir; doğruluğu, eksiksizliği ve güncelliği garanti edilmez. Kaynak verideki veya hesaplamadaki hatalardan doğabilecek zararlardan sorumluluk kabul edilmez.

Hata, veri düzeltmesi ve görüşler için: info.arcstudios.web@gmail.com. Veri düzeltmelerinde lütfen kaynağı (bağlantı, tarih, sayfa) ekleyin.

Adı geçen kurum ve kişilere ilişkin gözlem ve çıkarım olarak işaretlenmiş ifadeler, portföy raporlarından yapılmış ve teyit bekleyen analitik değerlendirmelerdir. Hiçbir kişi veya kurum hakkında suç isnadı içermez; devam eden soruşturma ve yargılamalarda masumiyet karinesi esastır. Çalışmanın SPK, Takasbank, MKK, tasfiye yetkilisi bankalar veya adı geçen portföy yönetim şirketleriyle bağlantısı yoktur.

Künye

Model, veri derleme, tasarım ve rapor: Emre Arıcı
ARC Studios
Sürüm 1.0, 30 Eylül 2026
İletişim: info.arcstudios.web@gmail.com

© 2026 ARC Studios, Emre Arıcı

Kaynak kodu ve rapor, yayımlandığı depodaki lisans koşullarıyla paylaşılır. Alıntılarda kaynak gösterilmesi rica olunur.