

51405

T.C.
ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ PORTFÖY
KAZANÇLARININ VERGİLENDİRİLMESİ
VE
PORTFÖY DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ**

(Yüksek Lisans Tezi)

51405

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM VE
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

Ekrem MERİÇ

Danışman:
Doç.Dr. Nurhan AYDIN

Eskişehir - 1995

ÖZGEÇMİŞ

9 Eylül 1969 tarihinde Eskişehir'de doğdum. İlk ve orta eğitimimi Eskişehir'de, lise eğitimimi İstanbul Maliye Meslek Lisesi'nde tamamlayarak 1993 yılında Anadolu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi'nden mezun oldum.

1993 yılında Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde Yüksek Lisans eğitimime başladım. Mayıs 1994'den bu yana Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi'nde Öğretim Görevlisi olarak çalışmaktayım.

ÖZET

Kollektif Yatırım Kuruluşları, Türkiye gündemine ilk olarak 30 Temmuz 1981 tarihli ve 2499 Sayılı yasa ile girmiştir. Yasa kapsamında yatırım kulüpleri ile ilgili düzenleme bulunmamakla birlikte, yatırım ortaklıkları ve fonlarının düzenlenmesi olumlu bir gelişme olmuştur.

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda, 29 Nisan 1992 tarih ve 3794 sayılı yasa ile yapılan değişiklik sonucu, yatırım ortaklıkları ve fonları, menkul kıymetlere bağlı olmaktan çıkarılarak çeşitlendirilmiştir.

Bu gelişmeleri izleyen dönemlerde vergi yasalarında yapılan değişikliklerle farklı vergi düzenlemeleri getirilmesi sonucu bu kurumlar gittikçe artan oranda bir önem kazanmışlardır.

Bu gelişme Türkiye'de vergi yasaları ile yapılan düzenlemeler sonucu kollektif yatırım kuruluşlarında meydana gelen değişiklikler ile kollektif yatırım kuruluşları ve bu kuruluşlardan elde edilen gelirler üzerindeki vergi yükünün portföy değerine yönelik etkilerini ölçmeyi amaçlayan bir inceleme niteliğindedir.

SUMMARY

Collective Investment Companies have first come to the Agenda of Türkiye with the law the number 2499 and the date July, 30 1981. In spite of the fact that there is a regulation about the investment clubs in the content of the law Investment Companies and fund regulations have been positive improvements.

In the Stock Market Law the number 2499, as a consequence of the change made by law the number 3794 and the date April, 29 1992, investment companies and funds have been varied by extracting them from their links with stocks and bonds.

In the terms following these improvements these companies have increasingly been of importance with the result that there have been different taxation regulations as a consequence of the changes made in the taxation laws.

This study includes two important parts: 1) To measure the changes being a result of regulations made with taxation laws in Türkiye and 2) To aim to measure the effects including the value of portfolio of taxation responsibility on the incomes obtained from collective investment companies and these companies themselves.

İÇİNDEKİLER

TABLolar DİZİNİ

ÇİZELGELER DİZİNİ

KISALTMALAR DİZİNİ

GİRİŞ 1

Birinci Bölüm

KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI

1. KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI VE GELİŞİMİ	3
2. YATIRIM FONLARI	3
2.1. YATIRIM FONLARININ AMAÇLARI VE KURULUŞ ŞEKİLLERİ	7
2.1.1. Yatırım Fonlarının Amaçları	7
2.1.2. Yatırım Fonlarının Kuruluş Biçimleri	7
2.2. DÜNYADA YATIRIM FONLARI VE GELİŞİMİ	10
2.2.1. ABD'de Yatırım Fonları	10
2.2.2. İsviçre'de Yatırım Fonları	12
2.2.3. Fransa'da Yatırım Fonları	12
2.3. TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI VE GELİŞİMİ	13

2.3.1. Tanım	13
2.3.2. Kuruluş ve Faaliyet Şartları	15
2.3.3. Yatırım Fonlarının Gelişimi	19
2.4. YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI	20
2.4.1. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Sınıflandırma	20
2.4.2. Kar Dağıtımına Göre Sınıflandırma	22
2.4.3. Portföydeki Kıymetlerin Niteliğine Göre Sınıflandırma	23
2.4.4. Yatırım Hedef ve politikalarına Göre Sınıflandırma	25
2.4.5. Yatırım Fonları Kurumuna Göre Sınıflandırma	26
3. YATIRIM ORTAKLIKLARI	33
3.1. DÜNYADA YATIRIM ORTAKLIKLARI VE GELİŞİMİ	35
3.1.1. İngiltere’de Yatırım Ortaklıkları	36
3.1.2. ABD’de Yatırım Ortaklıkları	37
3.2. TÜRKİYE’DE YATIRIM ORTAKLIKLARI	38
3.2.1. Tanım ve Faaliyetlerinin Kapsamı	38
3.2.2. Kuruluş ve Faaliyet Şartları	41
3.2.3. Türkiye’de Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi	42
3.3. YATIRIM ORTAKLIKLARININ SINIFLANDIRILMASI	43
3.3.1. Kuruluş Sermayesinin Sabit Ya da Değişken Olmasına Göre Sınıflandırma	43
3.3.2. Yönetimin Hareket ve Takdir Özgürlüğü Kriterine Göre Sınıflandırma	44
3.3.3. Sermaye Bileşimlerine Göre Sınıflandırma	44
3.3.4. Portföyün Oluşturulmasında Yapılan Tercihlere Göre Sınıflandırma	47

3.3.5. Rizikonun Karşılanması Kriterine Göre Sınıflandırma	48
3.3.6. Vergilendirme Sistemine Göre Sınıflandırma	48
4. YATIRIM KULÜPLERİ	49
4.1. TANIM	49
4.2. YATIRIM KULÜPLERİNİN TARİHİ GELİŞİMİ . .	50
4.3. YATIRIM KULÜPLERİNİN SAĞLADIĞI YARARLAR	51
4.3.1. Riskin Azaltılması	51
4.3.2. Karşılıklı Eğitim	51
4.3.3. Sadelik	51
4.4. YATIRIM KULÜPLERİNİN ORGANİZASYONU VE İŞLEYİŞİ	52
4.5. TÜRKİYE'DE YATIRIM KULÜPLERİ	53

İkinci Bölüm

KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINDA PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ

1. YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ	54
1.1. YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY YÖNETİMİ . .	54
1.1.1. Yatırım Fonlarında Yönetim İlkeleri . . .	54
1.1.2. Portföy Sınırlamaları	56
1.2. YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ	58
1.2.1. Hisse Senetlerinin Değerlemesi	59
1.2.2. Hazine Bonoları ve Kısa Vadeli Borçlanma Senetlerinin Değerlemesi	60

1.2.3. Tahvillerin Değerlemesi	61
1.2.4. Yabancı Tahvillerin Değerlemesi	62
1.3. KATILMA BELGELERİNİN ALIM-SATIMI VE KAR	62
2. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY KAZANCININ	
BELİRLENMESİ	63
2.1. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY YÖNETİMİ	63
2.1.1. Yatırım Ortaklıklarının Yapamayacakları İşler	63
2.1.2. Yönetim İlkeleri	64
2.2. RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARINDA	
PORTFÖY YÖNETİMİ	67
2.2.1. Yapamayacakları İşler	67
2.2.2. RSYO'larda Yatırım Sınırlamaları	67
2.2.3. RSYO'larda Portföy Yönetim İlkeleri	68
2.3. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA	
PORTFÖY YÖNETİMİ	69
2.3.1. Faaliyet Esasları	69
2.3.2. GYO'larda Portföy Yönetim Sınırlamaları	70
2.4. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY KAZANCININ	
BELİRLENMESİ	71
2.4.1. Portföydeki Varlıkların Değerlemesi	71
2.4.2. Kar Dağıtım Zamanı	72
3. YATIRIM KULÜPLERİNDE PORTFÖY KAZANCININ	
BELİRLENMESİ	74
3.1. PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ	74
3.2. KAR DAĞITIMI	74

Üçüncü Bölüm

KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINDA PORTFÖY KAZANÇLARININ VERGİLENDİRİLMESİ

1. YATIRIM FONLARI VE YATIRIM ORTAKLIKLARINDA VERGİLENDİRME	75
1.1. YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ	
KAZANÇ İSTİSNASI	78
1.1.1. A Tipi Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası	78
1.1.2. B Tipi Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası	79
1.1.3. Risk Sermayesi Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası	81
1.1.4. Gayrimenkul Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası	82
1.2. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ	
KAZANÇ İSTİSNASI	82
1.2.1. A Tipi Yatırım Ortaklıklarında Portföy İşletmeciliği Kazançları İstisnası	83
1.2.2. B Tipi Yatırım Ortaklıklarında Portföy İşletmeciliği Kazançları İstisnası	84
1.2.3. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarında Kazanç İstisnası	84
1.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Kazanç İstisnası	85
1.3. DAR MÜKELLEF YATIRIM FONLARI VE ORTAKLIK- LARININ PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARI	86
1.4. PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARI İSTİSNASININ SINIRLARI	88

1.5. PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARI İSTİSNASI VE ASGARİ KURUMLAR VERGİSİ	89
1.6. PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARI İSTİSNASI VE GELİR VERGİSİ STOPAJI	89
2. YATIRIM FONLARI VE YATIRIM ORTAKLIKLARINDAN ELDE EDİLEN KAR PAYLARININ VERGİLENDİRİLMESİ	90
2.1. KAR PAYI ELDE EDEN GERÇEK KİŞİLERİN VERGİLENDİRİLMESİ	91
2.2. KAR PAYI ELDE EDEN KURUMLARIN VERGİLENDİRİLMESİ	92
2.2.1. A Tipi Yatırım Fon ve Ortaklıkları İle Risk Sermayesi ve Gayrimenkul Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Kar Payları	92
2.2.2. B Tipi Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Kar Payları	93
3. YATIRIM KULÜPLERİNDE VERGİLENDİRME	93
4. KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINDA VERGİLENDİR- MENİN SONUÇLARI	94
4.1. YATIRIM FONU ve ORTAKLIKLARINDA VERGİLENDİR- MENİN GÖRÜNÜMÜ	94
4.2. YATIRIM FON VE ORTAKLIKLARINDAN ELDE EDİLEN KAR PAYLARININ, ELDE EDEN KURUMLARDA VERGİLENDİRİLMESİ	96
4.3. KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ REGRESYON ANALİZİ YOLUYLA İNCELENMESİ	99
SONUÇ	119
YARARLANILAN KAYNAKLAR	122

TABLolar DİZİNİ

Tablo No	Tablonun Adı	Sayfa
1.	Türkiye'de Yatırım Ortaklıkları	42
2.	Yatırım Ortaklıklarında Aktif Kaldıraç	46
3.	B Tipi Fon ve Ortaklıklarda Stopaj Oranları	93
4.	Yatırım Fon ve Ortaklıkları Bünyesinde Vergilendirme	95
5.	Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Gelirlerin Kurum Bünyesinde Vergilendirilmesi	96
6.	Fon ve Ortaklıklardan Gelir Elde Eden Kurumlarda Vergi Yüğü	97
7.	Kurum Bünyesinde Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi	98
8.	1993 Yılı İçinde A Tipi Fon Olarak Kurulup Faaliyette Bulunan Yatırım Fonları	99
9.	1993 Yılı İçinde A Tipine Dönüşen B Tipi Yatırım Fonları	100
10.	Yatırım Fonlarının Değerleri ve İMKB Endeks Tablosu	102

ÇİZELGELER DİZİNİ

Çizelge No	Çizelgenin Adı	Sayfa
1.	A Tipi ve B Tipi Yatırım Fonlarının Portföy Toplamları Yönünden Karşılaştırılması . . .	107
2.	İMKB Endeks Değerleri (1990-1996) . . .	108
3.	İMKB Endeks Değerleri (1994-1996) . . .	109
4.	A ve B Tipi Fonların Toplam Değerleri (1994-1996)	110
5.	YF Toplam Portföy Değerleri-İMKB Endeksi	113
6.	Fon Portföy Değerleri Toplamının Zaman Serisi Yardımla Gösterimi (1990=1)	116
7.	A Tipi YF Portföylerinde Bulunan Hisse Senet- lerinin Oranı İle İMKB Endeksi Grafiği . . .	118

KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
A.Ş.	: Anonim Şirket
BKK	: Bakanlar Kurulu Kararı
GNMA	: Ginnie Mae Fonları
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
HDTM	: Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı
ICI	: Investment Company Institue
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
MKYF	: Menkul Kıymetler Yatırım Fonu
MKYO	: Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı
RSYO	: Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı
SEC	: Securities and Exchange Commission
SK	: Sayılı Kanun
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKanunu	: Sermaye Piyasası Kanunu
TPKKHK	: Türk Parasının Kıymetinin Korunması Hakkındaki Kanun
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
UBS	: Union de Banques Suisses
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
YF	: Yatırım Fonu
YO	: Yatırım Ortaklığı

GİRİŞ

Sermaye piyasasının gelişememe nedenleri arasında orta ve uzun dönem yatırım stratejileri izleyerek, genel piyasa ortalamasının üzerinde bilgi alabilen bireysel yatırımcılara göre bu bilgilere daha hızlı ulaşabilen, menkul kıymet analizini daha sağlıklı yaparak, büyük miktarlara ulaşan yatırımları ile sermaye piyasasında yer alan ve piyasa derinliğinin sağlanmasına yardımcı olan kolektif yatırım kuruluşlarının azlığı sayılabilir.

Sermaye piyasaları gelişmemiş ülkelerde finansal piyasalardaki yatırımların çoğunluğu bireysel yatırımcılar tarafından gerçekleştirilirken, gelişmiş ülke sermaye piyasalarında işlem hacminin büyük bir kısmı kolektif yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmektedir.

Sermaye piyasası geliştirmekte olan Türkiye’de ise gerek Sermaye Piyasası Kanunu ile gerekse de vergi yasaları ile kolektif yatırım kuruluşları teşvik edilmektedir.

Bu çalışmada kolektif yatırım kuruluşlarının gelirlerinin vergilendirilmesi ve vergilendirmenin etkileri incelenmeye çalışılmıştır.

Birinci bölümde, kollektif yatırım kuruluşları, kuruluş bazında kavram, özellikler, Dünyada ve Türkiye gelişimleri açısından incelenerek sınıflandırılmıştır.

İkinci bölümde, Türkiye'de kollektif yatırım kuruluşlarında portföy kavramı, portföy işletmeciliği konusundaki yasal düzenlemeler ve portföy kazancının belirlenmesi incelenmiştir.

Üçüncü ve son bölümde, kollektif yatırım kuruluşlarında portföy kazançlarının vergilendirilmesi kurumlar bazında ve bu gelirleri elde edenler bazında ayrı ayrı incelenerek Türkiye'de vergi yasaları ile sağlanan indirim ve istisnalar belirtilerek uygulama sonuçları üzerinde bir çalışma yapılmıştır.

Sonuç kısmında ise konunun genel bir değerlendirilmesi yanında kollektif yatırım kuruluşları konusunda öneriler getirilmeye çalışılmıştır.

Birinci Bölüm

KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI

1. KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI VE GELİŞİMİ

Menkul kıymetlere yatırım, özellikle bir portföy oluşturarak, bu portföyü yönetmek bir uzmanlık gerektirmektedir. Küçük yatırımcılar ve küçük portföy sahipleri bu işi kendi başlarına yapamamakta, bir uzmanın bilgisinden de her zaman yararlanamamaktadırlar. Sonuçta riskli portföylerle birlikte, büyük oranlı zararlar da oluşmakta, bu ise küçük yatırımcıyı sermaye piyasasından soğutmaktadır⁽¹⁾.

Finansal piyasalarda liberalleşmeyle birlikte ortaya çıkan gelişmeler faizlerde, döviz kurlarında, menkul kıymet fiyatlarında önemli ölçüde dalgalanmalara neden olmuş, bu da portföy yönetimini daha önemli hale getirmiştir. Bireysel yatırımcıların ve kurumların karmaşık ve değişken piyasa koşulları altında portföy yönetimi yapmaları ise gün geçtikçe zorlaşmaktadır⁽²⁾.

(1) Muharrem Karşlı, Sermaye Piyasası, Borsa, menkul Kıymetler, İstanbul: İrfan Yayıncılık, 1994, s. 129 (4. Baskı).

(2) Gürman Tefik, Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları, Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1995, s. 138.

Sermaye piyasasının temel sorunları arasında en önemlilerinden biri orta ve uzun vadeli yatırım stratejileri izleyen, ortalamanın üzerinde bilgi alma ve analiz yeteneği olan ve yine ortalamanın üzerindeki yatırım tutarları ile sermaye piyasasında pozisyon alarak, derinliğin sağlanmasına yardımcı olan kollektif yatırım kuruluşlarının azlığıdır⁽³⁾.

Kollektif yatırım kuruluşu yöneticilerinin finansal piyasalardaki değişkenleri etkileme olanağı olmamasına karşılık, bu değişkenleri tanınması, değerlendirmesi ve yorumlaması ve buna uygun portföy yapılanmasına gitmesi műmkűn olmaktadır⁽⁴⁾.

Kollektif yatırım kuruluşlarının temeli; uzmanlar eliyle oluşturulacak ve uzmanlar eliyle yönetilecek büyük bir portföye, küçük birikim sahipleri ortak edilerek, hem onları uzmanlık hizmetlerinden yararlandırmak, hem de herkes için aynı bir tip portföyü defalarca tekrarlamının anlamsızlığını gidermek, bu arada portföyden azami randıman sağlamak, portföyün riskini minimize etmek, dolayısıyla çok sayıda küçük birikim sahibine karla risk arasında optimal denge sağlamak, portföyün kupon tahsili, saklama ve rűçhan hakkı kullanma gibi hizmetlerini tek elden yapmak şeklinde açıklanabilir.

Buna göre, kollektif yatırım kuruluşlarının temelini meydana getiren unsurlar űu űekilde sıralanabilmektedir.

- Çok sayıda küçük birikim sahibi
- Herkes için bir tek tip portföy

(3) Berra Kılıç, "Kurumsal Yatırımcı ve Fonlar", Yeni Yűzyıl. 16 Kasım 1995.

(4) Tefvik, s. 138.

- Portföyün uzman eliyle oluşturulması
- Portföyün uzman eliyle yönetilmesi
- Portföyde maksimum randıman ile maksimum risk arasında optimal dengenin sağlanması
- Portföy hizmetlerini tek elden yürütme⁽⁵⁾.

Kollektif portföylerin, kişisel portföylere göre en önemli üstünlüğü ise çok çeşitli menkul kıymete yatırım yapma imkanı sağlamasıdır⁽⁶⁾. Sermaye piyasasındaki güçlü ve büyük işletmelerin menkul kıymetlerinde çeşitlendirme fazla gerekli olmamakla birlikte, riskli menkul kıymetlerde çeşitlendirme ihtiyacı artacaktır.

Çoğu yatırımcı bu işlemi kollektif yatırım kuruluşları ile gerçekleştirmektedir. Çeşitlendirme ile çok sayıda menkul kıymetin küçük oranlı bileşimi alınmaktadır⁽⁷⁾.

Bu şekilde hem portföyün riskten daha az etkilenmesi, hem de daha çok çeşitli kıymetin değer artışı olasılığından yararlanması mümkün olabilmektedir⁽⁸⁾.

Kollektif yatırım kuruluşlarının arasında hareket noktaları ve ana ilkeler açısından önemli farklılıklar bulunmamakla birlikte, portföyün mülkiyeti ve yönetim modeli açısından farklılıklar bulunması sonucunda

(5) Karşlı, s. 129.

(6) Karşlı, s. 130.

(7) Frederick Amling, Investments, An Intraduction to Analysis and Management, Washington D.C.: Prentice-Hall International Editions, 1989, s. 218.

(8) Karşlı, s. 130.

- Ortaklığa dayalı model (Yatırım Ortaklığı),
- Güvenilir kişi eliyle yönetim modeli (Yatırım Fonu) ve
- Yatırım kulüpleri

olmak üzere birbirinden farklı üç model geliştirilmiştir.

ABD’de halen yürürlükte bulunan 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Yasası, yatırım şirketlerini;

a. Birim Yatırım Tröstleri (Unit Investment Trust) ve

b. Yönetim Yatırım Şirketleri (Managed Investment Companies) olarak gruplandırmakta, bunları ise;

1. Open End Investment Companies - Açık sonlu yatırım şirketleri
2. Closed End Investment Companies - Kapalı sonlu yatırım şirketleri olarak iki ayrı bölümde incelemektedir⁽⁹⁾.

Terminolojide Açık sonlu fonlar için “Mutval fund”, kapalı sonlu fonlar içinse (Investment company) terimleri kullanılmaktadır.

Türkiye’de yatırım ortaklıkları ile yatırım fonları arasındaki farklılık hukuki statüden kaynaklanmakta olup, Batı uygulamasındaki açık sonlu fonlar yatırım fonu, kapalı sonlu fonlar ise ülkemizdeki yatırım ortaklıklarına benzer bir yapı arz etmektedir. Yatırım ortaklıklarının tüzel kişiliğinin olmasına karşılık, yatırım fonlarının tüzel kişiliğinin olmaması ve yatırım ortaklığının portföyünü her an küçültüp, büyütememesine karşılık yatırım fonlarının, kayıtlı pay sayısı sınırları içinde portföylerini her an küçültüp, büyütebilmeleri en önemli farklılıktır⁽¹⁰⁾.

(9) The Investment Company Act of 1940.

(10) Tevfik, s. 37.

2. YATIRIM FONLARI

2.1. YATIRIM FONLARININ AMAÇLARI VE KURULUŞ ŞEKİLLERİ

Yatırım fonları bir kollektif yatırım kuruluşu olarak amaçları ve kuruluş şekilleri açısından incelenebilir.

2.1.1. Yatırım Fonlarının Amaçları

Yatırım fonları bir çok bireysel yatırımcının parasını bir havuzda toplayan ve onlar adına portföy yönetimi yapan finansal kurumlardır⁽¹¹⁾.

Yatırım fonları daha öncede değinildiği gibi kollektif yatırım kuruluşlarının güvenilir kişi eliyle yönetim modelini oluşturmaktadır. Burada en önemli özellik muhafaza ve yönetimin güvenilir bir kişiye devredilmesi ve bu kişi ya da kurum tarafından kendi mal varlığı ile karıştırılmaksızın yönetilmesidir⁽¹²⁾.

2.1.2. Yatırım Fonlarının Kuruluş Biçimleri

Uygulamada yatırım fonları ya ABD örneğindeki gibi anonim şirket olarak, ya da İngiltere örneğinde olduğu gibi inançlı mülkiyet temelinde kurulurlar. Anonim şirket olarak kurulan fonlarda yatırımcılar pay sahibi olurlarken, inançlı mülkiyet sistemine göre kurulan fonlarda ortaklık hakkı bulunmamaktadır⁽¹³⁾.

(11) Teflik, s. 1.

(12) Karşlı, s. 142.

(13) Sevtap Süngü, "Dünyada Yatırım Fonları", Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel), İAV Yayınları. 1989/73, s. 31.

Yatırım fonları yalnızca portföy yatırımı yaparak, hisse senetlerini satın aldıkları şirketlerin yönetimine katılmazlar. Yatırım fonları için ön planda menkul kıymetler yer almakta, menkul kıymetlerin ait olduğu işletmeler ve o işletmelerin yönetim ve faaliyetleri ikinci planda kalmaktadır. Bu nedenle gerek Anglo-Sakson, gerekse de Fransa-İsviçre literatüründe yatırım terimi kullanılmamaktadır. Yatırım fonları Amerika'da (Mutual Fund), İngiltere'de (Unit Trust), Fransa ve İsviçre'de (Fonds de Placement) olarak adlandırılmaktadır⁽¹⁴⁾.

Yatırım fonları üç unsurdan oluşmaktadır:

- a. Yönetici
- b. Güvenilir kişi (Yediemin)
- c. Yatırımcılar

Yönetici şirket bir fon kurarak, katılma belgelerini ihraç etmektedir. Yönetici şirket portföyü yönetmekle sorumludur. menkul kıymetlerin saklanması ise bir yediemine devredilmektedir. Yediemin yönetici şirketin verdiği direktifle menkul kıymet alım satımı yapmakta, faiz ve temettü gelirlerini tahsil ederek yatırımcılara dağıtmaktadır.

Fonlar, nakit ya da tahsis sistemine göre kurulabilmektedir. Nakit sisteminde önce yatırımcılardan para toplanarak, portföy oluşturulmakta, tahsis sisteminde ise fon önce borçlanarak bir portföy oluşturmakta, daha sonra yatırımcılara katılma belgelerini arz etmektedir⁽¹⁵⁾. Borçlanma güvenilir kişinin koyduğu kuruluş avansı dolayısı ile ortaya çıkmaktadır.

(14) Karşlı, s. 142.

(15) Süngü, s. 31.

Bu iki yöntemi şöyle açıklayabiliriz.

a) Güvenilir kişi avansı ile kuruluş: (Tahsis sistemi)

Güvenilir kişi (trustee) yatırım fonunun kurulması için önce ortaya bir avans koyar. Örneğin 100 milyar TL'lık bir avansla işe başlayarak 100 milyar TL'lık bir portföy oluşturur. Bu portföyün mülkiyetini 1.000.000 paya bölerek, her pay için bir katılma belgesi çıkardığı takdirde her bir payın ilk ihraç değeri 100.000 TL olmakta ve fonun mülkiyetinin, diğer bir deyimle portföyünün milyonda birini temsil etmektedir.

Güvenilir kişi katılma belgelerini halka sattıkça, topladığı paralardan, başlangıçta yatırdığı avansı geri çeker. Katılma belgelerinin tümü satıldığında ise avansın da tümü geri alınmış olur.

b) Katılma Belgelerinin Önceden Satılması (Nakit Sistemi)

Bu sistemde ise güvenilir kişi fonun kurulması için avans vermez, fon daha oluşmadan katılma belgelerini ihraç ederek satar ve topladığı paralarla fon portföyünü oluşturur⁽¹⁶⁾.

SPKanunu'muz da avans sistemini benimsemiştir. Fon portföyünün daha önceden oluşturulması katılımcıların fon yönetimine olan güvenini artırmaktadır.

SPKanunu'muza göre fonun kurucusundan ayrı bir tüzel kişiliği bulunmamakla birlikte kurucunun mal varlığından tamamıyla bağımsızdır⁽¹⁷⁾.

(16) M. Karşlı, s. 143.

(17) 2499 S.K. Md. 37. R.G. Tarihi 30.7.1981 No:17416.

2.2. DÜNYADA YATIRIM FONLARI VE GELİŞİMİ

Yatırım fonları ilk olarak 19. yüzyılda Anglo-Sakson ülkelerinde ortaya çıkmıştır⁽¹⁸⁾. Günümüzdeki anlamı ile ilk yatırım fonu ise 1924 yılında Boston'da kurulmuştur. ABD'de 1929 bunalımından yatırım fonları da etkilenmiş, dolayısıyla gelişimleri 2. Dünya Savaşı sonrasında gerçekleşebilmiştir⁽¹⁹⁾.

2.2.1. ABD'de Yatırım Fonları

ABD'de en çok düzenleme yapılan alanlardan birini yatırım fonları oluşturmaktadır. Eyalet yasaları yatırım fonu pay sahiplerini koruyucu hükümler içermekle birlikte "Blue Sky Kanunları" da diğer menkul kıymet sahipleri ile birlikte katılma belgesi sahiplerini de korumaktadır.

1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasası ile katılma belgelerini halka arz eden tüm yatırım fonları için yasal düzenleme getirilmiştir. Bu yasaya göre yatırım fonları, yatırımcılara doğru bilgi aktarmak zorundadır. Bu bilgiler SEC'e izahname olarak verilmektedir. Burada SEC'in bilgileri garanti altına alması sözkonusu değildir. Ancak bilgi ihmal edilmiş, ya da yanlış verilmişse, bundan zarar gören yatırımcıya dava açma hakkı tanınmaktadır.

1934 tarihli ikincil piyasaları düzenleyen Menkul Kıymetler ve Piyasalar Yasası ile de borsaya kote edilmemesine karşılık, yasalara uygun olmayan fiyatlandırmaları önlemek amacıyla SEC'e denetim yetkisi verilmiştir.

(18) Karşlı, s. 142.

(19) Süngü, s. 30.

Yine SEC tarafından uygulanmakta olan 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Yasası ile yatırımcıları korumak amacı ile geniş kapsamlı düzenlemeler getirilmiştir. Bu yasanın amaçları şunlardır.

- Yatırımcılara tam ve doğru bilgi aktarılmasını sağlamak
- Yatırım fonlarının yatırımcıların çıkarları doğrultusunda kurulmasını sağlamak
- Fonların uygun kişiler tarafından yönetilmesini sağlamak
- Tutarlı muhasebe yöntemleri uygulanmasını sağlamak
- Yatırımcıların onayı olmaksızın yatırım politikasında önemli değişiklikler yapılmasını engellemek
- Fonların yeterli kaynak bulundurmasını sağlamak

ABD'de yatırım fonları anonim ortaklık şeklinde kurulmaktadır. Fon herhangi bir çalışanın %0.5'inden ve bütün çalışanlarının %5'inden fazla payla ortak olduğu şirketlerin menkul kıymetlerini satın alamamaktadır. Fonun yatırım politikası izahnamede yer almakta ve izahname en az 14 ayda bir yenilenmektedir. Fonun yatırım politikası, ancak yatırımcıların çoğunluğu tarafından alınacak kararlar değiştirilebilmektedir. Fona ait mali tabloların en az 6 ayda bir yatırımcılara ve 3 ayda bir de SEC'e gönderilmesi gerekmektedir⁽²⁰⁾.

ABD'de yatırım fonları sektörünün son 20 yıl içinde gösterdiği gelişim, başka hiçbir olgunun değiştiremediği ölçüde ülkenin mali yapısını değiştirmiş, sektörün yönettiği aktifler 1985'de yaklaşık 500 milyar dolar iken bugün 2.6 trilyon doların üzerine çıkmıştır. 1980 yılında hane halkı bazında %6'sı yatırımlarını yatırım fonlarına kanalize etmekte iken, bugün bu oran 1/3'e yükselmiştir. 1980 yılında 564 fon mevcut iken, bugün bu sayı 10 kat artmıştır⁽²¹⁾.

(20) Süngü, s. 35.

(21) Kılıç, s. 19.

ABD'de yatırım fonları banka mevduatlarının o denli üzerinde artış göstermektedir ki; 2000 yılına kadar yatırım fonlarında biriken fon hacminin banka mevduatları ve mevduat sertifikaları toplamını geçmesi beklenmektedir⁽²²⁾.

2.2.2. İsviçre'de Yatırım Fonları

İsviçre'de bugünkü şekliyle ilk yatırım fonları 1930'da üç bankanın katılımıyla kurulan SIP şirketi tarafından oluşturulmuştur. Daha sonra bu üç bankadan Union de Banques Suisses (UBS) bunlardan ayrılarak kendi yatırım fonu olan INTRAG'ı kurmuştur. INTRAG bugün dünyadaki çok uluslu şirketlerin menkul kıymetlerine yatırım yapan fonlara sahiptir. Bunların da en önemlisi AMCA (America-Canada) Kuzey Amerika şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. Ayrıca, yalnız ağır teknolojiye, yalnız altın ve elmas madenlerine, yalnız elektronik teknolojisine yatırım yapan fonları da bulunmaktadır. INTRAG'ın bunlardan başka SAFIT, FONSA, SIMA gibi çok uluslu şirketlere yatırım yapan yirminin üzerinde fonu ve 10 milyar Frank'ın üzerinde bir fon varlığı bulunmaktadır⁽²³⁾.

2.2.3. Fransa'da Yatırım Fonları

Fransa'da 1957'de çıkarılan bir yasa ile yatırım fonları düzenlenmiştir. Bu yasa ile getirilen yenilik hukuki alanda müşterek mülkiyet esasının benimsenmesidir.

Fransa'daki düzenlemeye göre Yatırım Fonunun tüzel kişiliği yoktur. Katılanların hakları, fonun malvarlığının belirli bir oranındaki

(22) Teflik, s.4.

(23) Karsh, s. 142.

payları ile belirlenir. Fon var olduğu sürece katılanlardan bir veya birkaçı fonun dağıtılmasını isteyemezler. Katılma payının başkasına devri veya fona geri iadesi yoluyla, yatırımcılar müşterek mülkiyetten çıkabilirler. Katılma paylarının sınırı yoktur. Yeni katılanlarla paylar çoğalır. Fona geri satış yolu ile azalır. Fona giriş ve çıkış serbesttir. Katılma belgeleri, menkul kıymet olarak değerlendirilirler⁽²⁴⁾.

2.3. TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI VE GELİŞİMİ

2.3.1. Tanım

Yatırım fonları Türk Hukukuna 28 Temmuz 1981 tarihinde kabul edilerek 30 temmuz 1981 tarihinde yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile girmiştir.

2499 sayılı yasada; Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inaçlı mülkiyet esaslarına göre menkul kıymet portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlıkları "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu" olarak tanımlanmıştır⁽²⁵⁾.

13 Mayıs 1992 tarih ve 3794 sayılı yasayla bu tanım biraz değiştirilerek, (Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inaçlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğçer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığına YF adı verilir) şeklinde

(24) Güven Vural, Yatırım Ortaklıkları, AİTİA Yayın No.: 120, Ankara: 1978, s. 45.

(25) 2499 S.K. md. 35 R.G. 30.7.1981-17416.

bir tanımlama ile⁽²⁶⁾ MKYF ibaresi YF şeklinde değiştirilmiş fonların menkul kıymetler dışında gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenleri de portföylerinde bulundurmalarına imkan tanınmıştır.

Yine aynı yasa maddesinde fon kavramı konusunda açıklamalar getirilerek, (Fonun tüzel kişiliği yoktur; ancak malvarlığı kurucunun malvarlığından ayrıdır. Kurucu, fonu, YF katılma belgesi sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsil eder, yönetir veya yönetimini denetler. Fon varlığının korunması ve saklanması kurucu sorumludur. Kurucu ile katılma sahipleri arasındaki ilişkilere bu Kanunda ve ilgili mevzuatta hüküm bulunmayan hallerde Borçlar Kanununun vekalet Akdi hükümleri uygulanır denilmiştir.

31 Temmuz 1992 tarih ve 21301 Sayılı R.G.'de yayınlanan Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VII No.: 2) 3 Mayıs 1995 tarihli ek tebliğle fon içtüzüklerinde asgari sınırları belirtmek kaydıyla, portföy değerinin ağırlıklı ortalama bazda en az %25'ini devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan KİT'ler dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatıran fonlar A tipi fon olarak adlandırılmıştır.

A tipi olmayan fonlar Sermaye Piyasası Hukukunda "diğer fonlar" veya "A tipi olmayan fonlar" olarak adlandırılmakla birlikte, bu fonlar için genellikle "B tipi fon" terimi kullanılmaktadır.

Bu tanımlamaların yanısıra SPKanunu'nda 3794 S.K. ile yapılan değişiklikler salt menkul kıymetlerin dışında gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlerin de YF portföyünde bulundurulabilmesi, "Gayrimenkul Yatırım Fonlarının" da mevzuata girmesini sağlamıştır.

⁽²⁶⁾ 3794 S.K. md. 37 R.G. 13.5.1992-21227.

Yine SPKanunu'nda 27 Haziran 1995 gün ve 558 sayılı KHK ile yapılan değişlikle (ortaklık ve kuruluşlara ait alacakları temellük ederek SPKanunu'na göre VDMK ihraç etmek amacıyla oluşturulan "Risk Sermayesi Yatırım Fonları" nın da kurulabilmesi yönünde düzenleme yapılmıştır⁽²⁷⁾.

2.3.2. Kuruluş ve Faaliyet Şartları

2499 S.K.'na göre bankalar dışında hiçbir kişi ve kuruluş veya mal varlığına MKYF kurma yetkisi tanınmamış⁽²⁸⁾, 3794 sayılı yasada yapılan düzenleme ile bankalar yanında, sigorta şirketleri, aracı kurumlar, kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 S.K'nın geçiçi 20. maddesi uyarınca, S.P.K'nın tebliğle belirleyeceği esaslara uyanların YF kurabilecekleri ibaresi yer almıştır⁽²⁹⁾.

Yatırım Fonu kurmak için, kurucunun Yatırım Fonu içtüzüğünü hazırlayarak, bunun noterden tasdikli bir örneği ve SPK'ca belirlenecek diğer .belgelerle birlikte SPK'ya izin için başvurulması zorunludur. Banka ve sigorta şirketlerinin ise yatırım fonu kurmak için SPK'ya başvurmaları durumunda HDTM'nin görüşü alınır.

Fon yönetimi ve saklama hizmetlerinin farklı kurumlarca yürütülmesine SPK tarafından karar verilebilmektedir.

(27) SP Kanununda Değişlik Yapılmasına Dair K.H.K. Md. 9 R.G. 27.6.1995-22326.

(28) 2499 S.K. md. 35 R.G. 30.7.1981-17416.

(29) 3794 S.K. md. 37 R.G. 13.5.1992-21227.

SPK;

a. Fonun kuruluşu, fonun asgari tutarı, fon türleri itibarı ile portföylerde bulundurulabilecek kıymetleri ve portföy sınırlamaları, değerlendirme esasları, fon karının tespiti ve dağıtımı ile fonun faaliyet ve yönetim ilkelerini, birleşmesini, sona ermesini ve tasfiyesini,

b. Fon içtüzüğünün, yönetim ve saklama sözleşmelerinin düzenlenmesini, kapsamını, değiştirilmesini, tescil ve ilanını, katılma belgelerinin değerine, ihraç ve geri satın alma fiyatlarının hesaplanmasına ve ilanına, alım satım ilkelerine ilişkin esasları belirler.

Fon malvarlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez.

Fon kurucusu veya yöneticisinin iflası veya tasfiyesi halinde gerekli tedbirler SPK'ca alınır⁽³⁰⁾.

Fonun kuruluşu sırasında, kurucular SPK'dan izin almak şartıyla fon kurup yönetme işlerini aralarında oluşturacakları bir konsorsiyum eliyle de yapabilmektedirler.

Konsorsiyum oluşturulması halinde, yönetimi, aracı kurumlardan biri veya bankalardan biri yüklenir. SPK'ya, resmi dairelere, katılma belgesi sahiplerine ve fon adına üçüncü şahıslara karşı fonu, konsorsiyum yöneticisi temsil eder.

(30) 3794 S.K. md. 37 R.G. 13.5.1992-21227.

Konsorsiyum oluşturulduğu takdirde, katılan aracı kurumlar ve bankalar arasında, bir konsorsiyum sözleşmesi düzenlenerek, 6 iş günü içerisinde SPK'ya gönderilir⁽³¹⁾.

Bankalar, aracı kurumlar ve sigorta şirketlerinin kurabilecekleri fonların, içtüzüklerinde belirtilen fon tutarlarının toplamı, SPK'ya gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutarın 10 katını, diğer kuruluşlarda genel kurulca onaylanan son mali tabloda yer alan özvarlıklar toplamını aşamaz⁽³²⁾.

Fon içtüzüğünün en az;

- Fonun adı ile kurucunun ünvanı, merkezi ve adresi,
- Fon tutarı ve kaç paydan oluştuğu,
- Avansın kurucu tarafından tahsis edilmesi ve geri alınması esasları ile avansa yürütülecek faizin hesaplama yöntemi,
- Fon yönetiminde uygulanacak şekil,
- Fonun yatırım yapacağı varlıkların seçimi ve riskin dağıtılması esasları (yatırım yapılacak olan varlıkların türleri, vade yapısı, bu konudaki mevzuata uygun olarak yabancı kıymetlere yatırım yapıp yapmayacağı, varlıkların portföydeki en az ve en çok payları v.b.)
- Fon portföyüne yabancı kıymet alınacaksa bunların türleri, özellikleri ve hangi borsalardan alınacağı,

(31) SPK Tebliği Seri VII No.: 2 md. 7. R.G. 31.7.1992 - 21301 (Mük.)

(32) SPK Tebliği Seri VII No.: 2 md. 9. R.G. 31.7.1992 - 21301 (Mük.)

- Katılma belgelerinin satış ve geri satın alınış fiyatlarının tespiti usulü, geri alınış ilkeleri ve portföyün değerlendirilmesi ile saklama esasları,
- Portföye altın ve diğer kıymetli madenler alınacaksa bunların standartları, bunlar üzerinde nasıl işlem yapılacağı ve günlük değerlerinin tespiti ve saklama esasları,
- Kurucunun yönetici sıfatıyla fondan alacağı ve fon toplam değeri üzerinden hesaplanarak verilecek ücretin oranı ve başka menfaat ile gider karşılıklarının tespiti esasları,
- Fonun hesap dönemi,
- Varsa fonun süresi,
- Fon gelir gider farkının katılma belgesi sahiplerine aktarılmasına ilişkin esaslar,
- Fona katılma ve fondan ayrılma şartları,
- Fonun tasfiye şekli gibi bilgileri kapsamı zorunludur⁽³³⁾.

Asgari fon tutarı ise kuruluşta 20 milyar TL. olarak belirlenmiştir⁽³⁴⁾.

Kurucu yatırım fonunun kurulması için içtüzükte öngörülen fon tutarı kadar avans tahsis eder. Söz konusu avans ile portföy oluşturulur ve katılma belgeleri kayda alınma prosedürüne uygun bir şekilde halka arz yoluyla satılır. Avans ve içtüzük hükümlerine göre hesaplanacak avans faizi, katılma belgelerinin satış hasılatından içtüzük hükümlerine göre kurucuya iade edilir⁽³⁵⁾.

(33) SPK Tebliği Seri VII No.: 2 md. 12. R.G. 31.7.1992 - 21301 (Mük.)

(34) SPK Tebliği Seri VII No.: 2 md. 15. R.G. 31.7.1992 - 21301 (Mük.)

(35) SPK Tebliği Seri VII No.: 2 md. 16. R.G. 31.7.1992 - 21301 (Mük.)

2.3.3. Yatırım Fonlarının Gelişimi

Türkiye’de ilk yatırım fonu uygulaması, yasal düzenlemelerin yapılmasından önce 1979 yılında bir “menkul değerler, bankerlik ve finansman şirketi” olan MEBAN AŞ. tarafından başlatılmış ve iki adet fon oluşturulmuştur. Modern yatırım fonu kavramından oldukça uzak olan bu fonlar kısa süre sonra şirketin tasfiyesi ile birlikte sona ermiştir⁽³⁶⁾.

Türkiye’de Yatırım Fonları ile ilgili yasal düzenlemeler ilk olarak 2499 S.K (R.G. 30.7.1981-17416) ile yapılmış, 1982 yılında Yapı ve Kredi Bankası ile Pamukbank bünyesinde çalışmalarına başlanmış, ancak bir yandan idari formaliteler, bir yandan vergi sorunlarının bulunması bu çalışmaları engellemiştir. Bu problemlerin çözümünü takiben ilk Yatırım Fonu Türkiye İş Bankası tarafından kurulmuş ve katılma belgeleri 13.7.1987 tarihinde piyasaya sürülmüştür. 1987 sonuna kadar olan 5 aylık dönemde 7 fon daha kurulmuştur⁽³⁷⁾.

25.6.1992 tarih ve 3824 S.K Yatırım fonlarını vergisel açıdan hisse senedi içerip içermemesi bakımından kısa ve uzun vadeli olarak ikiye ayırmış, 31.7.1992 tarihli Seri VII No:2 SPK tebliği ile sermaye piyasası açısından konuya açıklık getirilerek A tipi fon tanımı yapılmıştır.

Türkiye’de 41’i A tipi, 67’si B tipi olmak üzere toplam 108 adet Yatırım Fonu bulunmaktadır.

(36) Tuncay Artun “Bir Yatırım Fonu Öyküsü”, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Kasım 1986.

(37) Selahattin Tuncer “Türkiye’de MKYF” Türkiye’de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel), İAV Yayınları. 1989/73 s.31.

2.4. YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI

Yatırım fonları pay sayısının değişebilirliği, kar dağıtımı, portföydeki kıymetlerin niteliği, yatırım hedef ve politikaları gibi kriterlere göre sınıflandırılabilir. Ayrıca ICI (Investment Company Institute) Amerikan Yatırım Fonları Kurumu tarafından da bir sınıflandırma yapılmıştır.

2.4.1. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Sınıflandırma

Yatırım fonları pay sayısının değişebilirliğine göre açık uçlu fonlar ve kapalı uçlu fonlar olarak iki grupta incelenmektedir.

a. Açık uçlu fonlar:

Yatırımcılar tarafından talep edildiğinde pay sayısı artırılabilen, yatırımcılar tarafından iade edildiğinde ise pay sayısı azaltılabilen fonlar açık uçlu fonlar olarak tanımlanır.

Açık uçlu bir fonun hisse başına fiyatı, borsada işlem gören hisse senetleri gibi gün boyunca olan arz ve taleple kontrol edilemez. Açık uçlu yatırım fonlarının pay fiyatı her gün, gün boyunca sabittir. Bu fiyat önceki günün öğleden sonrasında piyasa kapanış zamanındaki gerçek değere dayanır.

Kapalı uçlu yatırım fonlarının payları belli başlı borsalarda işlem görürken, açık uçlu yatırım fonları borsalarda işlem görmezler. Açık uçlu fonlar devamlı olarak pay ihraç edip, itfa ederken, kapalı uçlu fonlar böyle değildir.

Açık uçlu yatırım fonlarını yatırım açısından cazip hale getiren iki özelliği vardır, likit oluşları ve pay fiyatı ayarlamaları.

- Likidite: Açık uçlu yatırım fonlarında fon payları istendiği anda kolayca alınıp, satılabilirler. Açık uçlu fonların likiditesi şöyle çalışır. Çoğu yatırım fonu, piyasa koşulları iyi olduğunda pay sahiplerinin paralarını %90'ı menkul kıymetlere yatırılmış halde tutarlar. Yatırılan para, fonun amaçlarına göre; kısa vadeli, uzun vadeli yatırılabilir veya nakit pozisyonda tutulabilir.

Bir fonun nakit pozisyonu onun mevcut nakit varlıkları anlamındadır, yani bu paylarının itfasına (veya satılmasına) karar veren yatırımcılara ödenebilecek paradır. Eğer fonun itfaları fonun sahip olduğu nakitten fazla ise fonun portföyündeki menkul kıymetlerin bazıları bu itfaları karşılayacak şekilde satılmalıdır.

- Pay fiyatlaması: Açık uçlu bir yatırım fonunu çekici hale getiren ikinci unsur pay fiyatlamasının yürütülmesidir. Açık uçlu yatırım fonu paylarının fiyatlaması iki unsura dayanır; Fonun portföyündeki kıymetlerin piyasa fiyatı ve fonun pay sahiplerinin sayısı. Fondaki kıymetlerin toplam piyasa değerinden fon giderleri çıkarıldıktan sonra elde edilen değer toplam pay sayısına bölünerek fonun fiyatı bulunur. Fonun fiyatının piyasa ile aynı gelişmeyi göstermesi gerekmez. Örneğin endeks düştüğünde fonun pay değerinin düşmesi gerekmez, değeri yükselebilir veya aynı kalabilir. Fonun değeri fonun portföyü içindeki kıymetlerin piyasada nasıl değerlendirildiklerine ve fonun dolaşımdaki pay sayısına bağlıdır.

b. Kapalı uçlu fonlar:

Yatırımcılar tarafından talep edildiğinde pay sayısı anında arttırılmayan, yatırımcılar tarafından fona iade edilemeyen, dolayısıyla pay sayısı azaltılmayan fonlar kapalı uçlu fonlar olarak tanımlanır.

Hem açık uçlu, hem de kapalı uçlu fonlar çeşitli yatırım hedeflerine sahiptirler ve yatırımcılardan topladıkları paraları çeşitli menkul kıymetleri almak için biriktirirler. İkisinin arasındaki fark; kapalı uçlu fonlarda sabit sayıda pay ihraç edilmesine karşın, açık uçlarda değişken olmasıdır.

Kapalı uçlu fonlar sabit bir sayıda ihraç edildiklerinden fiyatları açık uçlulardan farklı bir şekilde hesaplanır. Pay başına fiyat hesaplamasındaki farklılıklar yüzünden kapalı uçlu bir fonun fiyatı, fondaki toplam menkul kıymetlerin gerçek değerinden veya pay başına net varlık değerinden daha düşük veya yüksek olabilir. Kapalı uçlu bir fonun net varlık değeri her payın satış fiyatına eşitse fonun başabaş fiyatında işlem gördüğü söylenir. Bu nedenle portföy içindeki menkul kıymetlerin gerçek değerini bulmak ciddi bir çalışma gerektirir. Piyasa koşulları ve menkul kıymetin popülaritesi kapalı uçlu fonun fiyatını düşürebilir⁽³⁸⁾.

Sonuç olarak, fon için ödenen pay fiyatı her zaman için fon portföyündeki menkul kıymetlerin gerçek değerini yansıtmayabilir.

2.4.2. Kar Dağıtımına Göre Sınıflandırma

Kar dağıtımını açısından yatırım fonlarında kar dağıtan ve dağıtmayan fonlar olmak üzere iki model söz konusu olmaktadır.

(38) Tevfik, s. 5.

a. Kar dağıtan fonlar:

Bu tip fonlarda, yönetici kuruluş yıl sonunda değer artışı ve tahsil edilen temettü ve faiz tutarı olarak fonun karını hesaplar, iç tüzüğe göre belli bir miktarı katılma belgesi sahiplerine kar payı olarak öder. Bu ödeme sonucunda katılma belgelerinin değeri de hisse senedi ve tahvillerde olduğu gibi, yapılan ödeme kadar düşer. Bu durumda katılma belgelerinin temettü kuponu taşıması gerekmektedir.

b. Kar dağıtmayan fonlar:

Bu tip fonlarda ise, portföyde bulunan menkul kıymetlerin kupon ödeme zamanı geldiğinde, tahsil edilen kupon bedelleri fona ilave edilerek bunlarla yeniden menkul kıymet satın alınır. Böylece fon gittikçe zenginleşirken, katılmış belgelerinin değeri artar. Gerek iyi bir portföy yönetiminin ve hisse senetlerine yatırım yapılan şirketlerin reel gelişmesinin sağladığı normal değer artışı, gerekse portföy geliriyle yeniden yapılan yatırım katılma belgelerinin değerini devamlı olarak yükseltir. Yalnız, bu fonların sakıncası, gelir ihtiyacının karşılanabilmesi için katılma belgelerinin bir bölümünün satılması zorunluluğunu getirmesidir. Bu bakımdan, bu tip fonlara yapılan yatırım, altın yatırımına benzer⁽³⁹⁾.

2.4.3. Portföydeki Kıymetlerin Niteliğine Göre Sınıflandırma

Yatırım fonlarını portföydeki kıymetlerin niteliğine göre Hisse Senedi Fonları, Tahvil Fonları, Büyüme ve Gelir Fonları, Para Piyasası Fonları olarak sınıflandırabiliriz.

(39) Karsh, s. 145.

a. Hisse senedi fonları:

Bu fonlar değişik Şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparlar. Bu fonların en gözde çeşidi büyüme fonlarıdır. Bu tür hisse senedi fonlarında portföy içindeki hisselerin değerinin zamanla artması ve böylelikle, aynı zamanda hisse senedi fonunun da değerinin artması beklenmektedir.

b. Tahvil fonları:

Bu fonlar genellikle gelir fonları olarak adlandırılırlar. Çünkü yatırım yaptıkları kıymetler, yani tahviller pay sahiplerine gelir sağlayacak şekilde yönetilirler.

Tahvil fonları çeşitli Şirket, ülke, mahalli idare veya hükümet tahvillerinden meydana gelebilirler.

c. Büyüme ve gelir fonları:

Bu fonlar tipik olarak hisse senedi ve tahvil yatırımlarının birleşiminden oluşturulmuşlardır. Genellikle "Denge Fonları" olarak adlandırılırlar.

d. Para piyasası yatırım fonları:

Para piyasası yatırım fonları, yatırım fonlarının en yaygın çeşididir. Dünyada bu kadar yaygın olmalarının sebebi güvenilir ve esnek oluşları ve üzerlerine çek keşide edilebilmesi gibi çeşitli kolaylıklar sağlamalarıdır. Para piyasası yatırım fonlarının yaptıkları yatırımların hepsi kısa vadeli yatırımlardır. Ortalama vadeleri genellikle 30 gün ile 45 gün arasındadır ve 90 günden fazla olmaz. Bu fonlar, banka kredi mektupları, repolar ve hazine bonoları gibi kısa vadeli enstrümanlara yatırım yaparlar⁽⁴⁰⁾.

(40) Tevfik, s. 9.

2.4.4. Yatırım Hedef ve Politikalarına Göre Sınıflandırma

Yatırım fonlarının risk/getiri planlarına göre yatırım hedefleri birbirinden farklı olmaktadır. Bu sınıflandırmaya göre yatırım fonları şöyle sıralanabilir;

a. Aşırı büyüme amaçlı fonlar:

Bu tip fonlar maksimum sermaye kazancı elde etmeyi hedeflemişlerdir. Bu yüzden spekülative hisse senetlerine ve yeni kurulmuş şirketlere yatırım yaparlar. Sık sık borçlanma yoluyla finansman yoluna giderler. Bu tip fonların performansları fiyatların yükseldiği dönemlerde artar, fiyatların düştüğü dönemlerde ise azalır. Genellikle aşırı büyümeYi amaçlayan fonlar düşük gelir getirirler. Bunun nedeni, yatırım yaptıkları yeni şirketlerin temettü vermemesinden ve hisse senetlerine yatırım yaptıkları için yeni faiz geliri elde edememelerinden kaynaklanmaktadır.

Bu tip fonlar uzun vadede iyi getiri sağlamaktadırlar. Diğer bir açıdan bakıldığında ise belli endüstrilerde uzmanlaşmış oldukları için portföy riskleri fazladır.

b. Büyüme amaçlı fonlar:

Aşırı büyümeyi amaçlayan fonlara göre bu fonların portföy riskleri daha düşüktür ve daha istikrarlıdırlar. Yatırım yaptıkları şirketler yeni kurulmuş şirketler değildir. Amaçları, düzenli bir gelir akımından daha çok değer artışı ve uzun vadede büyümeyi sağlamaktır.

c. Büyüme ve gelir amaçlı fonlar:

Bu fonlar genellikle tanınmış şirketlere yatırım yaparlar. Uzun

dönemde büyümeyi ve portföy değerinde aşırı oynamalardan kaçınmayı amaçlamışlardır. Hem gelir akımı, hem de değer artışı elde etmeyi hedeflemişlerdir.

d. Gelir amaçlı fonlar:

Yüksek oranda temettü veren şirketlerin hisse senetlerine ve özel veya kamu kesimi menkul kıymetlerine yatırım yaparlar⁽⁴¹⁾.

e. Tahvil fonları:

Yalnız tahvillere ve hazine bonolarına yer veren, sıfır riskle en yüksek geliri tercih eden, büyüme amacı gütmeyen fonlardır⁽⁴²⁾.

2.4.5. Yatırım Fonları Kurumuna Göre Sınıflandırma

Yatırım fonlarının ayrı kategorilerde sınıflandırılmasının temel nedeni yatırım fonlarının yatırım hedefleridir. Bir yatırım fonunun hedefi, fon yöneticilerinin amacı, bu amaca ulaşmak için pay sahiplerinin parasını nereye yatırdığı anlamındadır.

Amerika'da Yatırım Fonları kurumu (ICI, Investment Company Institue) 22 değişik yatırım fonu kategorisi tanımlamış bulunmaktadır⁽⁴³⁾.

a. Hızlı büyüme fonları:

Hızlı büyüme fonları, maksimum sermaye kazancı elde etmeyi hedeflerler. Cari gelir önemli bir unsur değildir. Bazıları ise, yeni başlayan bir işletmenin veya yeni bir endüstrideki işletmelerin

(41) Süngü, s. 34.

(42) Karşlı, s. 152.

(43) Tevfik, s. 152.

senetlerine veya zor piyasa koşullarında düşen işletme senetlerine geçici olarak durumu kötüleşmiş endüstrilere yatırım yaparlar. Bazıları aynı zamanda opsiyon satmak ve kısa dönemli alım satım gibi spesifik yatırım teknikleri kullanırlar.

b. Dengeli fonlar:

Dengeli Fonlar, genellikle üç bölümden oluşan bir yatırım hedefine sahiptirler. Bu bölümler

1. Yatırımcının anaparasını korumak

2. Cari gelir ödemek

3. Hem ödedikleri gelirin, hem de anaparanın uzun dönemli büyümesini sağlamaktır.

Dengeli fonlar imtiyazlı hisse senetleri, adi hisse senetleri ve tahvillerden oluşan karma bir portföye sahiptirler.

c. Şirket tahvil fonları:

Şirket tahvil fonları yüksek gelir hedefler. Bu hedeflerini gerçekleştirmek için portföyün büyük bölümünü şirket tahvillerine yatırır. Portföyün kalanı hazine tahvilleri veya federal kuruluşlarca çıkarılan tahvillerden oluşur.

d. Esnek yatırım fonları:

Esnek (Flexible) Yatırım Fonları, piyasa koşullarına göre portföyün tamamını hisse senetlerine veya tahvillere ya da para piyasası enstrümanlarına yatırabilirler. Bu fonlar fon yöneticilerine ekonomik değişiklikleri tahmin etme ve bunlara cevap vermekte en büyük esnekliği sağlarlar.

e. Milli ipotek birliği fonları:

GNMA veya Ginnie MAE Fonları olarak da adlandırılan bu fonlar Devlet Milli İpotek Birliği (GNMA) tarafından garantilenmiş ipotek senetlerine yatırım yaparlar. Bu kategoriye girmesi için bir yatırım fonu portföyünün çoğunluğu bu senetlerden oluşmalıdır.

f. Global fonlar:

Global Tahvil Fonları tüm dünyadaki şirket ve hükümetlerin borçlanma senetlerine yatırım yaparlar. Global hisse senedi fonları dünya çapında işlem gören hisse senetlerine de yatırım yapabilirler. Doğrudan yatırımcılarla karşılaştırılınca, global fonlar yatırımcılara dışarıda yatırım yapabilmek için kolay bir yol sağlarlar. Fonun profesyonel para yöneticileri alışveriş, kayıt tutma detayları, kur farkları, yabancı diller, saat farkları, hukuk kuralları ve düzenlemeleri, iş gelenek ve uygulamaları ile uğraşırlar. Global fonlar portföydeki çeşitlendirmeyi (Diversification) artırma imkanı verirken, aynı zamanda yeni bir risk, yani kur riskini de dikkate almak zorundadırlar.

g. Büyüme fonları:

Büyüme fonları sağlam şirketlerin adi hisse senetlerine yatırım yaparlar. Asıl amaçları temettü akışından çok sermaye kazançlarını arttırmaktır. Büyüme fonu alan yatırımcılar temettü geliri elde etmekten çok fonun pay fiyatının yükselmesi ile ilgilidirler.

h. Büyüme ve gelir fonları:

Büyüme ve Gelir Fonları, hisse değeri artan ve temettü ödemelerini yaptıklarını kanıtlamış sağlam şirketlerin adi hisse senetlerine yatırım yaparlar. Bu tip fonlar uzun dönemli sermaye büyümesi ile birlikte istikrarlı bir gelir akışını hedeflerler.

1. Yüksek getirili tahvil fonları:

Yüksek Getirili Tahvil Fonları, portföylerinin yaklaşık üçte ikisini düşük dereceli (Moody's için Baa veya daha düşük bir not, Standart and Poors için BBB veya daha düşük bir not) şirket tahvillerine yatırır. Daha yüksek bir getiri elde etmek için yatırımcılar, yüksek dereceli tahvillere yatırım yerine, daha fazla risk almayı kabullenmelidirler.

i. Tahvil gelir fonları:

Tahvil Gelir Fonları, her zaman şirket ve devlet tahvillerinden oluşan karma bir portföy oluşturarak, yatırımcılarına yüksek seviyede bir getiri sağlamayı amaçlar.

j. Hisse senedi gelir fonları:

Hisse Senedi Gelir Fonları, iyi temettü ödeyen şirketlere yatırım yaparak, pay sahiplerine yüksek bir getiri sağlamayı hedefler.

k. Karma gelir fonları:

Karma Gelir Fonları, gelir sağlayan hisse senedi ve borçlanma senetlerine yatırım yaparak yatırımcıları için yüksek getiri sağlamayı hedefler.

l. Uluslararası fonlar:

Uluslararası fonlar, ülke dışında yerleşik fonların hisse senetlerine yatırım yaparlar. Bu kategoride yer almaları için portföylerinin 2/3'ü daima bu şekildeki yatırımlardan oluşmalıdır.

m. Uzun vadeli belediye tahvil fonları:

Uzun Vadeli belediye Tahvil Fonları, eyaletler ve belediyeler tarafından okul, yol, hastane, havaalanı, köprü, su ve kanalizasyon

işleri ve diğer kamu projeleri finansmanı için çıkarılan tahvillerden oluşurlar. Çoğunlukla bu fonlardan elde edilen gelir federal devlet tarafından vergilendirilmez, fakat eyalet ve belediye kanunlarına göre vergilendirildikleri de görülebilmektedir.

n. Kısa vadeli belediye tahvil fonları:

Bu fonlar kısa vadeli belediye tahvillerine ve kamu otoritelerince çıkarılan çeşitli kısa vadeli enstrümanlara yatırım yaparlar. Aynı zamanda 'vergiden muaf para piyasası fonları' olarak da bilinirler.

Bu fonlarda vergilendirme olmaması çoğunlukla yatırımcıları cezbeden yönlerini oluşturmaktadır. Bununla birlikte bazı vergi mükellefleri için bu kıymetlerden elde edilen gelirin bir bölümü Federal Devletin minimum vergi oranına tabi olabilmektedir.

o. Eyalet belediye tahvil fonları:

Eyalet belediye tahvil Fonları (Uzun Vadeli), portföylerinin sadece eyalet tahvillerini içermesi dışında diğer uzun vadeli belediye tahvil fonları gibidir. Eyalette yerleşik olanlar hem federal, hem de eyalet vergisinden muaftırlar. Bazı vergi mükellefleri için, bu kıymetlerden elde edilen gelir Federal Devletin minimum vergi oranına tabi olabilmektedir.

Eyalet Belediye Tahvil Fonları (Kısa vadeli), portföylerinin sadece eyaletçe çıkarılan tahvilleri içermesi dışında diğer kısa vadeli belediye tahvilleri gibidir. Vergi avantajları uzun vadelerde olduğu gibidir.

ö. Para piyasası fonları:

Para Piyasası yatırım fonları, sadece kısa vadeli para piyasası enstrümanlarına yatırım yaparlar ki; bunlar genellikle hazine bonosu,

büyük bankaların mevduat sertifikaları ve finansman bonoları gibi en güvenilir, en istikrarlı senetlerdir. Bütün para piyasası fonları satış alınmadan satılırlar. Fakat fon seçilirken gizli bir komisyonu olup olmadığı önem kazanmaktadır. Burada fonun getirisi brüt getiriden giderler çıkarılarak bulunmakta, brüt getiri düşük olduğunda giderler önem kazanmaktadır.

Para piyasası fonlarında ortaya çıkabilecek problemleri önlemek amacıyla Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu (SEC), bu fonlara son yıllarda bazı sınırlamalar getirmiştir. İlk olarak maksimum ortalama vade sınırlaması 120 günden 90 güne indirilmiştir. Genelde daha kısa vade, sahip olan açısından daha az risk demektir. Daha da önemlisi SEC kredi derecesini yukarı çekmiştir. Artık fonlar yatırım derecesinin altındaki derecelerde bulunan finansman bonolarına yatırım yapamamaktadırlar. Fonun %5'inden fazlası yatırım derecesi Moody's'e göre Aa, Standard and Poors'a göre AA derecelerinin altındaki senetlere yatırılmamaktadır. Yatırımcılar kredi derecesi probleminden korunmak için ABD hükümetinin bonolarına yatırım yapan para piyasası fonlarına geçmişlerdir. Bu kıymetler ise kredi riski taşımamakla birlikte daha az getiriye sahiptirler. ekonomik belirsizlik zamanlarında, yatırımcılar daha az getiriye razı olacakları için hükümet kağıtlarına girmek önerilebilir, çünkü riski yoktur. Banka mevduat sertifikaları ve finansman bonolarından daha yüksek getirili hükümet fonları da bulmak mümkündür. Ayrıca hükümet ve belediyelerce çıkarılan menkul kıymetlerden elde edilen faiz geliri vergiden muaftır. Özellikle New York ve Kaliforniya gibi bazı eyaletlerde vergi oldukça yüksek olduğundan bu muafiyet iyi bir avantaj sayılabilir.

p. Opsiyon ve gelir fonları:

Opsiyon ve Gelir Fonları, milli menkul kıymet borsalarında satım opsiyonları alıp satarak, temettü ödeyen şirketlerin senetlerine yatırım yaparak yüksek cari kazanç hedeflerler. Cari kazanç genellikle opsiyon satmaktan elde edilen temettü primlerinden, opsiyonun uygulanması için veya diğer bir sebeple portföydeki menkul kıymetlerin satışından elde edilen kısa dönem kazançlarından ve alım işlemlerinin kapatılmasından doğan getiriden oluşur.

r. Kıymetli maden veya altın fonları:

Kıymetli Maden veya Altın Fonları, portföylerinin üçte ikisini altın, gümüş ve diğer madenlerden oluşan kıymetlere yatırırlar.

s. ABD hükümeti gelir fonları:

ABD Hükümeti Gelir Fonları, çeşitli hükümet tahvillerine yatırım yaparlar. Bu tahviller; ABD Hazine Bonolarını, Federal Garantili İpoteğe Dayalı Kıymetleri ve diğer devlet senetlerini içerir.

ş. Ayarlanabilir oranlı hükümet ipotek fonları (ARM):

Faiz haddindeki yükselmelerin riskinden korunmak amacıyla yaratılmış olan bu fonların portföyündeki kıymetlerin çoğu federal kurumlar tarafından garantilenmiştir. İpotek Fonlar genellikle sabit oranlı ipoteğe dayalı menkul kıymet içerirler ve faizlerdeki yükseliş anaparadan kayıp riskini de beraberinde getirir. Buna karşılık ARM'lerin faiz haddi değişkendir, fakat bu değişkenlik genel faiz haddi seviyesine göre değil, yarıyıl veya yıllık olarak ipoteğe göre ayarlanır. Bu nedenle ARM'ler bir yıllık tahvil gibi düşünelebilir. Anaparayı kaybetmek riski ihmal edilebilecek düzeydedir. Dikkat edilmesi gereken nokta düşen faiz oranlarıdır. Bu durumda ayarlanabilir oranlı ipotek fonları net varlık değerlerinden kaybedebilirler.

t. Çevrilebilir tahvil fonları:

Çevrilebilir (Convertible) Tahvil Fonları, hisse senedine çevrilebilir tahvillerden oluşur. Bu tahviller yatırımcıya faiz ödeyen fakat aynı zamanda belirli miktarda hisse senedine çevirme olanağı sağlayan senetlerdir. Böylelikle çevrilebilir yatırım fonları yatırımcıya şirket senetlerinin piyasadaki değeri yükseldiğinde sermaye kazancından yararlanma olanağı sağlar. Fakat çevrilebilir özelliği olan tahvillerin faiz haddi sabit fonlardan daha azdır. Bununla birlikte tahvilin faiz haddinin temettü getirisinden fazla olması, adi hisse senedinden daha istikrarlı olmasını sağlar. Bazı çevrilebilir tahvil çıkaranlar hiç temettü ödemezler.

3. YATIRIM ORTAKLIKLARI

Yatırım ortaklığı modeli basit bir yaklaşımla, bir grup küçük kapital sahibinin ayrı ayrı portföyler oluşturmak yerine, sermayelerini birleştirerek bir şirket kurmaları ve kurdukları şirketin sermayesinden kuruluş masraflarını düştükten sonra, kalan miktar ile menkul kıymetlere yatırım yaparak bir portföy oluşturmaları şeklinde tanımlanabilir⁽⁴⁴⁾.

Uluslararası alanda daha çok "investment trust" terimi ile anılan yatırım ortaklıkları bugünkü anlamıyla ilk kez Anglo-Sakson ülkeleri tarafından kullanılmıştır.

Trust'ler ilk olarak aynı haklar ve miras hakları ile ilgili olarak ortaya çıkmış, giderek diğer alanlara ve bu arada şirketler hukukunun alanına da girmişlerdir.

(44) Karşlı, s. 131.

Trust, genellikle üçlü bir ilişkiden oluşur. Trust'ü kuran, belirli malların üzerindeki mülkiyet hakkını bir trust belgesi ile güvenilir bir kişiye devreder. Güvenilir kişi trust belgesi koşulları içinde trust mallarını trust'ten yararlananların çıkarına uygun olarak yönetmeği taahhüt eder.

Investment Trust'ler hukuki yapıları açısından değil, konuları gereği bu adı almışlardır. Amaç yatırım Ortaklıklarının trust kavramından yararlanarak örgütlenmeleridir.

ABD'de tüzel kişiliği kapsamayan "Investment Company" terimi daha yaygın olarak kullanılmaktadır.

Yatırım Ortaklıkları Fransa'da "societe de placement, fonds de placement, societe de investissement" deyimleriyle, Almanya'da "kapitalanlagegesellschaft, Investmentgesellschaft, Anlagefonds" deyimleriyle adlandırılmaktadır⁽⁴⁵⁾.

Yatırım ortaklıkları çoğu ülkede anonim şirket olarak kurulmaktadır. Portföyün sahibi anonim şirket olduğundan, her ortak şirketteki ortaklık payı oranında olmak üzere portföy üzerinde mülkiyet ve söz hakkına sahiptir. Fakat bu haklar doğrudan doğruya kullanılamaz. Haklar anonim şirketlerdeki genel kurul ve yönetim kurulu gibi organlarda kullanılabilir. Şirketin çalışma dönemi sonunda portföy yatırımı ve yönetimden sağlanan bilanço karı şirket prosedürüne göre ortaklara dağıtılır.

Anonim şirketin genel mal varlığı ile menkul kıymetler portföyü birbirinden bağımsız değildir. Yatırım ortaklıkları ile yatırım fonlarını

(45) Vural, s. 20.

birbirinden ayıran temel özelliklerden birini bu konu oluşturmaktadır⁽⁴⁶⁾.

3.1. DÜNYADA YATIRIM ORTAKLIKLARI VE GELİŞİMİ

Dünyada yatırım ortaklıkları sabit ve değişken sermayeli (closed end open end) olarak kurulabilmektedir. Değişken sermayeli şirket kara Avrupa'sı ticaret hukuk sistemine uymadığından, bu tip yatırım ortaklıkları Anglo-Sakson ülkelerinde gelişmiştir. Değişken sermayeli şirkette sabit ve belirli bir sermaye bulunmamakta, ortaklığa katılanlar çoğaldıkça yeni hisseler oluşmaktadır. Şirketin sermayesi bu yolla büyümektedir. Kıta Avrupa'sı ticaret hukuku sisteminde bu uygulama sadece kooperatiflerde uygulanmaktadır. Bir istisna olarak anonim şirketlerde sermaye belli prosedüre tabi olmak şartıyla değiştirilebilmekte. bunun dışında sabit ve belirli olmaktadır⁽⁴⁷⁾.

Yatırım ortaklıklarının ortaya ilk çıkışı bazı kaynaklara göre 1822'de Belçika'nın Brüksel kentinde olmuştur. Henüz Belçika'nın ayrılarak bağımsızlığına kavuşmadığı 1822 yılında Hollanda kralı I. William, Hollanda'dan güney kentlerinin kalkınmasına yardımcı olmak üzere "Societe Generale des pays-Bas pour Favoriser l'industrie nationale" adı altında bir ortaklık kurdurmuş, Belçika'nın bağımsızlığını izleyen yıllarda Belçika'nın temel sanayi kuruluşlarını finanse etmiştir. Başlangıçta daha çok banka, finansman kurumu, holding şeklinde faaliyet göstermiş, 1904 yılında adını "Societe Generale de Belgique" ye dönüştürerek, çağdaş anlamıyla bir yatırım ortaklığı niteliğine bürünmüştür.

(46) Karşlı, s. 131.

(47) Karşlı, s. 131.

Bugünkü anlamıyla ilk yatırım ortaklıkları İngiltere ve İskoçya'da 1860 yılından sonra görülmeye başlamıştır⁽⁴⁸⁾.

3.1.1. İngiltere'de Yatırım Ortaklıkları

İngiltere'de ilk kez 1863 yılında kurulan "International Financial Society of London" ile 1864 yılında kurulan "Continental Union" adlı kuruluşlar yatırım ortaklığı özellikleri gösterebilirler de Belçika'daki "Societe Generale" gibi ikisinin de tam anlamıyla yatırım ortaklığı işlevi gösterebilmeleri uzun yıllar almıştır. 1863 yılında kurulan "The London Financial Association" diğerlerine oranla günümüz yatırım ortaklıklarına daha çok benzemesine karşın, uygulamada başarılı olamamıştır.

1868 yılında Londra'da kurulan "Foreign and Colonial Government Trust"ün ise kuruluşundan itibaren asıl amacı, küçük tasarruf sahiplerine de tıpkı büyük yatırım sahipleri gibi yararlar sağlamak üzere, yatırım riskini, yabancı senetlere ve devletin koloniler için çıkardığı değişik senetlere dağıtmak olmuştur. Diğer bir deyişle bu kuruluş yatırım riskini çeşitlendirme yolu ile dağıtan ilk kuruluştur. Bu nedenle bankacılık ve kredi işlemlerine yer vermeyen bu kuruluş çağdaş Yatırım Ortaklıklarının öncüsü olmuş, bu dönemde oluşturulan yatırım ortaklıkları başta Osmanlı Devleti olmak üzere pek çok ülkenin taşınır değerlerine yatırım yapmışlardır.

İngiltere'de yatırım ortaklıkları 1890 yılına kadar Londra Borsa'sının işlem hacminin 1/7 sini yaratmakta iken 1890 yılında ortaya çıkan Baring's Bankası Krizi ardından 55 trust krizden etkilenmiş pek çoğu ise tasfiye edilmiştir.

⁽⁴⁸⁾ Vural, s. 27.

1909 yılında toparlanan ortaklıklar 1914 yılına kadar savaş ekonomisini finanse etmiş, 1929 ekonomik krizini izleyen yıllarda ortaklıklar esnekleşerek, portföyün sabitliğinin doğurduğu hareketsizlikten kurtulmuştur. Londra borsasında kote edilen pay senetlerinin %10'u yatırım ortaklıklarının pay senetlerinden oluşmaktadır⁽⁴⁹⁾.

3.1.2. ABD'de Yatırım Ortaklıkları

ABD'de 1823 yılında kurulan "Massachusetts Hospital Life Insurance Company" adlı ortaklığın, sigortalılarıyla yaptığı birtakım işlemler, bir ölçüde yatırım kuruluşu özelliği göstermekle beraber, bu ülkede ilk yatırım ortaklığı 1889'da kurulan "New York Stock Trust" olmuştur. Halen faaliyetine devam eden en eski ortaklık ise "Boston Personal Property Trust" olmuştur.

ABD'de yatırım ortaklıkları 1920 yılından başlayarak büyük gelişme göstermişler, bu gelişme 1929 yılına kadar sürmüş, sayıları 700'e ulaşarak, aktif değerleri toplamı ise 7 milyar dolar olmuştur. 1929 krizinde ise yatırım ortaklıkları büyük kayıplara uğramışlar, krizi izleyen 5 yıllık dönemde yatırım ortaklıklarının aktif değerlerinde 5 milyar dolarlık azalma olmuştur.

1930 ve 1940 arası dönem yatırım ortaklıkları için adeta bir kargaşa dönemi olmuş, SEC'in önerisi üzerine Amerikan Kongresi Yatırım Ortaklıkları Yasası (Investment Company ACT)'ni 1 Kasım 1940'tan itibaren yürürlüğe koymuştur⁽⁵⁰⁾.

(49) Vural, s. 33.

(50) Vural, s. 39.

3.2. TÜRKİYE'DE YATIRIM ORTAKLIKLARI

3.2.1. Tanım ve Faaliyetlerinin Kapsamı

Türkiye'de Yatırım Ortaklıklarının tanımı ilk olarak 30.7.1981 tarih ve 17416 sayılı R.G.'de yayınlanan 2499 S. SPKanunu'nda yapılmıştır. Bu tanıma göre (MKYO'lar menkul kıymet portföyü işletmek üzere kurulan anonim ortaklıklardır). Bu tanımda ortaklıkların menkul kıymet portföyü işletmek dışında yapabilecekleri faaliyetlerin Maliye Bakanlığınca düzenlenebileceği belirtilmiştir⁽⁵¹⁾.

13.5.1992 tarihinde 3794 sayılı yasayla yapılan değişiklikte ise MKYO terimi kaldırılarak yerine yatırım ortaklıkları terimi kullanılmıştır. Yasadaki tanıma göre (Yatırım ortaklıkları; sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. Bu portföyler müstakilen bu unsurlardan oluşabileceği gibi, karma da olabilir) denilmektedir. Değişikliğin temeli sermaye piyasası araçları yanında gayrimenkul altın ve diğer kıymetli madenlerin de portföye alınmasına imkan tanınmasıdır⁽⁵²⁾.

SPK'nın bu konuda 6.7.1993 tarihinde yaptığı düzenleme ile Risk Sermayesi, 22.7.1995 tarihinde yaptığı düzenleme ile Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının kurulabilmesi konusunda açıklamalar getirilmiştir.

6.7.1993 tarihli düzenlemede (Türkiye'de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerinin

(51) 2499 S.K. md. 33 R.G. 30.7.1981-17416.

(52) 3794 S.K. md. 35 R.G. 13.5.1992-21227.

likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarım biçimi) risk sermayesi yatırımı olarak tanımlanmıştır.

Kayıtlı sermayeli olarak kurulan başlangıç veya çıkarılmış sermayelerini esas olarak sermaye kazancı elde etmek amacıyla risk sermayesi yatırımlarına yönelterek, risk sermayesi yatırım faaliyetinde bulunan ortaklıklara RSYO denilmektedir.

Girişim şirketleri olarak tanımlanan; RSYO tarafından risk sermayesi yatırımı yapılan anonim ortaklıkların sınai uygulama veya ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini amaçlamaları veya bu doğrultuda faaliyet gösteriyor olmaları, ya da yönetim, teknik ve sermaye desteği ile bu doğrultuya girebilecek nitelik taşımaları şarttır⁽⁵³⁾.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ise

- Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına (gayrimenkul sertifikası ve konut kredileri karşılığında ihraç edilen VDMK gibi),
- Bina, arsa ve araziden oluşan gayrimenkullere,
- Gayrimenkuller üzerindeki intifa haklarına,
- Gerekli izinleri ilgili mevzuat çerçevesinde alınmış, inşaata başlayabilmesi için gerekli belgelerin tam ve doğru olduğu SPK'ca ilan edilen ekspertiz şirketlerince onaylanmış, gayrimenkule dayalı projelere,

(53) SPK Tebliği Seri VII NO:21 R.G. 6.7.1993-21629 (Mük).

- Kira geliri elde etmek amacıyla bitmiş veya asgari %50'si tamamlanmış gayrimenkullere yatırım yaparak, bunlardan oluşan portföyü işleten kurumlardır⁽⁵⁴⁾.

3794 sayılı yasada yapılan değişiklikle yatırım ortaklığı kuruluşu için SPK'dan izin zorunluluğu getirilerek, bu ortaklıkların menkul kıymet portföyü işletmek dışında yapabilecekleri faaliyetleri de yine SPK'nın belirleyeceği hüküm altına alınmıştır⁽⁵⁵⁾.

31.7.1992 tarihli SPK genelgesinde ise⁽⁵⁶⁾ (Yatırım ortaklıklarının; sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumları) olduğu belirtilmiştir.

Bu tebliğle getirilen düzenlemeler arasında yatırım ortaklıklarının, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı güdemeyecekleri ve esas sözleşmelerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla, portföy değerinin en az %25 'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış KİT'ler dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış yatırım ortaklıklarının A tipi ortaklık olarak adlandırılacağı hüküm altına alınmıştır.

(54) SPK Tebliği Seri VI No:7 RG. 22.7.1995-22351.

(55) 3794 S.K. md. 35 R.G. 13.5.1992.

(56) SPK Tebliği Seri VI No:4 RG.31.7.1992-21301.

3.2.2. Kuruluş ve Faaliyet Şartları

Yatırım ortaklıklarının kuruluşlarına izin verilebilmesi için portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere SPK'na başvurmuş olmaları ve

- Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde ve hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulmaları
- Başlangıç sermayelerinin 100 Milyar liradan az olmaması,
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması
- Ticaret ünvanlarında Yatırım Ortaklığı ibaresinin bulunması
- Esas sözleşmelerinin kanun hükümlerine uygun olması
- Kurucularının müflis olmadığı ve yüzkızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının tespit edilmiş olması gerekmektedir⁽⁵⁷⁾.

Yatırım ortaklıklarının kuruluşu "Tedrici" ve "Ani" olmak üzere iki türde düzenlenmiştir.

Tedrici kuruluşta, öngörülen başlangıç sermayesinin %10'u ödenmek suretiyle kuruluş süresi başlatılmakta, kuruluş işlemlerinin sonuçlandırılmasını takiben kalan bölümler halka arz edilmektedir. Tedrici kuruluşun türü, kuruluş aşamasında sermayenin tümünü karşılamaya gücü yetmeyen, bu boyutta fon tahsisini düşünmeyen yatırımcılar için uygundur.

Ani kuruluşta ise kurucuların, başlangıç sermayesinin tümünü taahhüt etmeleri ve pay bedellerini tam olarak, nakden bir bankada bloke etmeleri zorunludur. Kuruluş işlemleri bu koşulun yerine

⁽⁵⁷⁾ SPK Tebliği Seri VI No:4 RG.31.7.1992-21301 (MÜK).

getirilmesinden sonra gerekli belgelerle birlikte, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na başvurmasıyla başlatılır. Her iki türde de gerekli sermaye şartlarının yerine getirilip kuruluş izninin alınmasından sonra yatırım ortaklığı tescil ve ilan işlemleri ile tamamlanır⁽⁵⁸⁾.

3.2.3. Türkiye'de Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

Türkiye'de yatırım ortaklıkları ile ilgili yasal düzenlemeler 30.7.1981 tarihinde yapılmış olmasına karşılık ilk yatırım ortaklığı 13.06.1991 tarihinde Vakıfbank tarafından kurulmuştur. Haziran/1996 sonu itibarıyla Türkiye'de 12 yatırım ortaklığı faaliyet göstermektedir. Bunları kayıtlı sermayeleri ve çıkarılmış sermayeleri, kuruluş tarihleri ile bir tablo halinde şöyle sıralayabiliriz.

Tablo 1: Türkiye'de Yatırım Ortaklıkları

	Kuruluş Tarihi	milyar TL.	
		K.S.	Ç.S.
Vakıf Y.O.	13.06.1991	50	45
Global Y.O.	22.01.1992	500	200
Atlas Y.O.	22.10.1993	500	195
M. Yılmaz Y.O.	05.08.1994	100	100
Evren Y.O.	19.10.1994	500	250
Atlantis Y.O.	19.08.1994	1.000	100
Bumerang Y.O.	17.05.1995	1.000	100
Yapı Kredi Y.O.	29.08.1995	600	150
Demir Y.O.	17.07.1995	500	100
İş Y.O.	01.04.1995	2.000	500
Finans Y.O.	09.08.1995	1.000	250
Avrasya Y.O.	20.11.1995	10.000	250

(58) Tevfik, s. 45.

3.3. YATIRIM ORTAKLIKLARININ SINIFLANDIRILMASI

Yatırım Ortaklıklarını, kuruluş sermayesinin sabit ya da değişken olması, Yönetime tanınan hareket ve takdir özgürlüğü kriterine göre, sermayelerinin bileşimine göre, portföyünün oluşturulmasında yapılan tercihlere göre, rizikonun karşılanması kriterine göre ve vergilendirme sistemine göre sınıflandırabiliriz⁽⁵⁹⁾.

3.3.1. Kuruluş Sermayesinin Sabit Ya da Değişken Olmasına Göre Sınıflandırma

Bu kritere göre Yatırım Ortaklıkları sabit sermayeli veya kapalı sonlu yatırım ortaklıkları ve değişir sermayeli veya açık sonlu yatırım ortaklıkları olmak üzere ikiye ayrılır.

a. Sabit Sermayeli veya Kapalı Sonlu “Close-End” Yatırım Ortaklıkları

Bu tür ortaklıkların sermayeleri sabit olup, değişmezdir. Sürekli olarak pay senedi çıkarmadıkları gibi, ortaklarının istemi halinde pay senetlerini geri satın alacaklarına ilişkin bir taahhütleri de yoktur. Bu nedenle ortaklar pay senetlerini, ayrı bir anonim ortaklığın pay senetleri gibi, borsada satmak yoluyla elden çıkarabilirler.

Sabit sermayeli yatırım ortaklıklarının sermaye değişiklikleri anonim ortaklıklar ile aynı prosedüre tabidir.

(59) Vural, s. 73.

b. Değişir Sermayeli veya Açık Sonlu “Open-End” Yatırım Ortaklıkları

Bu tür ortaklıklarda ise yatırım ortaklıkları hisse senetlerini, ortağın istemi üzerine, her zaman gerçek aktif değerleri üzerinden geri satın almak durumundadır. Bu ortaklıklarda, ortaklığa giriş ve çıkışlar nedeni ile sermaye sürekli bir değişim göstermektedir.

3.3.2. Yönetimin Hareket ve Takdir Özgürlüğü Kriterine Göre Sınıflandırma

Bu kritere göre yatırım ortaklıklarını yönetsel yatırım ortaklığı ve sabit veya yarı sabit trustler olmak üzere iki grupta inceleyebiliriz.

a. Yönetsel Yatırım Ortaklığı

Bu ortaklıklarda yönetim menkul değerlerden oluşan portföyü, sözleşmede belirlenen esasları, yasal kısıtlama ve kuralları gözönünde bulundurarak, kendi takdir ve isteği doğrultusunda, çeşitlendirerek yönetme hakkına sahiptir.

b. Sabit veya Yarı Sabit Trust

Trust statüsünde olan bu tür kuruluşlarda, portföye alınacak değerler, değiştirilemeyecek bir şekilde sözleşme ile belirlenmiştir.

3.3.3. Sermaye Bileşimlerine Göre Sınıflandırma

Sermaye bileşimlerine göre yatırım ortaklıkları, sermayesi sadece adi pay senetlerinden oluşan ve sermayesi adi pay senetleri yanında

ayrıcılık pay senetleri, tahviller ve banka kredilerinden oluşan ortaklıklar olmak üzere iki grupta incelenebilir.

a. Sermayesi sadece adi pay senetlerinden oluşan Yatırım Ortaklıkları

Bir iki istisnası bulunmakla birlikte değişir sermayeli yatırım ortaklıkları bu gruba girmektedir.

b. Sermayesi adi pay senetleri yanında, ayrıcalıklı pay senetleri, tahviller ve banka kredileri ile oluşturulan ortaklıklar.

Bu tip ortaklıklar da genellikle sabit sermayeli ortaklıklar olup, kaldıraç faktöründen yararlanmak amacıyla, sermayenin bileşiminde ayrıcalıklı pay senetleri, tahviller ve banka kredileri de kullanılabilir. Bu değerlerin aktif üzerinde sabit haklar tanınmaları nedeniyle, bunlar sayesinde, toplam aktifte ortaya çıkan değer artış veya eksilişleri doğrudan doğruya adi pay senetlerine yansımakta ve kaldıraç faktörünün oluşmasını sağlamaktadır⁽⁶⁰⁾.

Aktif kaldıracı olarak adlandırabileceğimiz bu kaldıraç sahip olunan hisse senedi fiyatları arttığında yada düştüğünde ortaya çıkmaktadır. Eğer toplam aktiflerin değeri artarsa, yatırım ortaklığının hisselerinin değerinde büyük oranlı bir değişime neden olur. Böylece yatırımların değerinin artışı gibi, şirketin hisse senetleri de gerçekten büyük bir artış gösterir. Tablo 2'de aktif kaldıracı kanıtlanmaktadır.

(60) Vural, s. 86.

Tablo 2: Yatırım Ortaklıklarında Aktif Kaldıraç

Zaman Periyodu 1		Zaman Periyodu 2 (milyar TL)	
Aktifler	Pasifler	Aktifler	Pasifler
Hisse Sn. 200	Borç 100 Hisse Sn. 100 (100 Hisse)	Hisse Sn. 240 (+ %20)	Borç 100 Hisse Sn. 140 (+ %40)
<u>+200</u>	<u>+200</u>	<u>+240</u>	<u>+240</u>

1. Zaman periyodunda kapalı sonlu yatırım ortaklığı aktifleri 200 milyar TL. olup tamamı hisse senetlerine yatırılmıştır. Pasif değerler ise 100 milyar TL hisse senedi ihracı ile 100 milyar TL tahvilli borçtan oluşmaktadır.

2. Zaman periyodunda ise portföydeki hisse senetlerinin %20 artışının pay sahiplerinin hesaplarında yol açtığı %40'lık artış gösterilmektedir. Portföydeki artıştan tahvil sahiplerinin etkilenmemesi ise tahviller için ödenecek faizin sabit olması, dolayısıyla aktifteki veya diğer bir deyişle portföydeki artış, eksilişlerden etkilenmemelerinden kaynaklanmaktadır.

Sonuçta %20'lik portföy değeri artışı, pasifte hissedarların hesaplarında kaldıraç etkisi nedeni ile daha büyük oranlı bir artışa neden olmaktadır. Bu artış oranını şu rasyo ile açıklayabiliriz⁽⁶¹⁾.

$$\text{Aktif Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{İhraç edilen hisse senetlerindeki artış (\%)}}{\text{Aktif değerindeki artış (\%)}}$$

(61) Amling, s. 220.

Örneğimiz için bu oran;

$$\text{Aktif Kaldıraç Oranı} = \frac{0.40}{0.20} = 2 \text{ olarak hesaplanabilmektedir.}$$

3.3.4. Portföyün Oluşturulmasında Yapılan Tercihlere Göre Sınıflandırma

Bu sınıflandırmaya göre yatırım ortaklıklarını; portföyünü adi pay senetleri ile çeşitlendirenler, portföyü dengeli ortaklıklar, portföyü düşük ya da yüksek getirili tahvillerden oluşan ortaklıklar, portföyü ayrıcalıklı pay senetlerinden oluşanlar ve belli bir sanayi kolu ya da belli bölgelere yatırım yapan ortaklıklar olarak inceleyebiliriz.

a. Portföyünü adi pay senetleri ile çeşitlendiren ortaklıklar

Bu tür yatırım ortaklıkları, yatırımlarını tamamıyla değişik türde adi hisse senetlerine kanalize etmek yoluyla portföy oluştururlar ve “diversified common stock company” adını alırlar. Çeşitlendirme yöntemi ortaklıktan ortaklığa değişir.

b. Portföyü dengeli ortaklıklar

Değişik ortaklıklara ait, tahvil, adi ve ayrıcalıklı pay senetlerine yatırım yapan ortaklıklardır. Menkul değerlerin her bir türünden portföyde bulundurulabilecek en az miktar ve oranları ortaklık sözleşmesi ile belirlenir.

c. Portföyü sadece düşük ya da yüksek gelirli tahvillerden oluşan ortaklıklar.

d. Portföyü sadece ayrıcalıklı pay senetlerinden oluşan ortaklıklar.

e. Portföyü sadece bir sanayi kolunun veya belirli bir bölgede bulunan sanayi kuruluşlarının pay senetlerinden oluşan ortaklıklar.

Bu tür ortaklıklara sanayidu uzmanlaşmış ortaklıklar adı da verilmektedir.

3.3.5. Rizikonun Karşılanması Kriterine Göre Sınıflandırma

Yatırım ortaklıkları bir uçta son derece tutucu veya spekülâtif girişimlerden uzak, diğer uçta da son derece spekülâtif girişimde bulunanlar olmak üzere, büyük değişiklikler gösterir. Tutucu yatırım ortaklıkları, portföylerini iyi tanınmış, güvenilir ve sağlam gelir getiren tahvillerden oluştururlar. Buna karşılık spekülâtif etkilerden daha çok yararlanmak isteyenler ise az veya hiç tanınmayan ortaklıkların düşük fiyatlı pay senetlerine yatırım yapmaya ilgi duyarlar.

3.3.6. Vergilendirme Sistemine Göre Sınıflandırma

Yatırım ortaklıklarını tabi oldukları vergi sistemine göre şirketler gibi vergilendirilen ortaklıklar ile özel vergi rejimine tabi olan ortaklıklar olarak inceleyebiliriz.

a. Anonim şirketler gibi; işletme, sermaye ve temettü gelirleri ayrı ayrı vergiye tabi olan yatırım ortaklıkları

b. Özel vergi rejimine tabi olan yatırım ortaklıkları⁽⁶²⁾.

(62) Vural, s. 92.

4. YATIRIM KULÜPLERİ

4.1. TANIM

Yatırım kulübü, birbirlerini tanıyan, kolay anlaşabilen az sayıda kişinin, küçük tasarruflarını bir araya getirerek, belli bir süre boyunca borsada ortak menkul kıymet yatırımında bulunmak üzere meydana getirdikleri bir yatırımcılar grubu olarak tanımlanabilmektedir⁽⁶³⁾.

Yatırım kulüplerinin sözleşmesi, kuralları ve belli bir organizasyon tarzı vardır⁽⁶⁴⁾.

Batı ülkelerindeki uygulamalarında görüldüğü gibi yatırım kulübünün bir büroda, atölyede çalışanlar, bir derneğin üyeleri arasında kurulması, üyelerin bir araya gelebilmeleri ve birbirlerini anlamaları açısından daha kolay gerçekleştirilmekte ve uygulamada bu gibi örnekler daha sık rastlanılmaktadır.

Hukuki açıdan yatırım kulübü bir şirket ya da bir dernek değildir. tüzel kişiliği yoktur. Vergiye muhatap değildir.

Yatırım kulüplerinin en az kaç üyeye kurulacağı ve en fazla kaç üyesinin olabileceği anasözleşmede belirtilir. Ülkelere göre değişmekle birlikte, genellikle en az 5 üye ile kurulup, en fazla 10-55 üyeyi bulmaktadır. Üye sayısının üst sınırı 20 olarak belirlenen ya da sonradan 20'ye çıkarılan ülkeler de bulunmaktadır. Üye sayısının belirlenmesinde başlıca kriter, anlaşma ve birlikte hareket etme

⁽⁶³⁾ Azmi Fertekligil, "Yatırım Kulüpleri" Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Mart 1987. s. 36.

⁽⁶⁴⁾ Karşlı, s. 160.

kolaylığının ortadan kalkmamasıdır. Kulübü hantallığa düşürecek bir boyut kazanmasının önlenmesi ön plana çıkmaktadır. Uygulamalar 10-12 kişilik kulüplerin başarı şansını daha fazla olduğunu göstermektedir⁽⁶⁵⁾.

Yatırım kulübü ancak belli bir süre için kurulur. Faaliyet süresi genellikle beş yılı geçmez ve sözleşme ile belirlenir. Bu belirleme yatırım kulüplerinin amacından, organizasyonundan ve hukuki yapılarındaki sadelikten kaynaklanmaktadır. Bu süre sonunda kulüp üyelerinin, çoğunlukla borsa tekniklerini, tek başına menkul kıymet yatırımcılığını ve portföy işletmesini öğrenerek, faaliyetlerini bireysel yatırımcı olarak da sürdürebilmesi aşamasına gelecekleri varsayılmaktadır⁽⁶⁶⁾.

4.2. YATIRIM KULÜPLERİNİN TARİHİ GELİŞİMİ

Yatırım kulüpleri ilk defa 1898 tarihinde ABD'de görülmüş, zamanla diğer gelişmiş ülkelere de yayılarak özellikle 1951'den itibaren büyük gelişme göstermiştir⁽⁶⁷⁾. 1958 yılında İngiltere'de de yatırım kulübü şeklinde örgütlenmeler görülmeye başlanmıştır⁽⁶⁸⁾. Halen gelişmiş ülkelerde binlerce yatırım kulübü faaliyet göstermektedir. Amerika'da yatırım kulüplerinin üye sayısı 1 milyonun üzerindedir. Fransa'da ise yatırım kulüplerinin kuruluşu 1968 yılında başlamış, kulüplerin statülerinde yer alacak esaslar bir hükümet kararı ile belirlenmiştir. Kararı izleyen dönemlerde Fransa yatırım kulüpleri açısından büyük bir gelişme yaşamıştır⁽⁶⁹⁾.

(65) Fertekliçil, s. 36.

(66) Karılı, s. 161.

(67) Fertekliçil, s. 37.

(68) Vural, s. 15.

(69) Fertekliçil, s. 37.

4.3. YATIRIM KULÜPLERİNİN SAĞLADIĞI YARARLAR

Yatırım kulüplerinin sağladığı yararlar riskin azaltılması, karşılıklı eğitim ve basitlik olarak tanımlanabilir.

4.3.1. Riskin Azaltılması

Başlangıçta portföyün çapı küçüktür. İlk dönemde ortaya çıkabilecek kayıplar ağır sonuçlar doğurmaz. Portföyün büyümesi ile birlikte üyelerinin tecrübeleri de artar. Ek olarak yatırımlar riskin dağıtılması ilkesine göre, çeşitlendirilerek yapıldığından, üyelerin karşılaşacakları risk en aza inmektedir.

4.3.2. Karşılıklı Eğitim

Yatırım kulüpleri birer “Borsa Okulu” konumundadırlar. Kulüp üyeleri ortak faaliyet süresince, borsa mekanizması ve teknikleri ile bir menkul kıymet portföyünün nasıl işletileceği konusunda tek başlarına belki de hiç bir zaman öğrenemeyecekleri bilgi ve tecrübeye sahip olacaklardır.

4.3.3. Sadelik

Kulübün hukuki konumu, kuruluş işlemleri ve işleyişi oldukça basittir. Sözleşme örneği, faaliyette bulunulan ülke borsalarından borsa üyelerinden kolayca elde edilebilmektedir⁽⁷⁰⁾.

(70) Karşı, s. 161.

4.4. YATIRIM KULÜPLERİNİN ORGANİZASYONU VE İŞLEYİŞİ

Kulüp üyeleri hukuki açıdan, portföyün müşterek maliki durumundadırlar. Sözleşmede, üyelerin yatıracakları aidatlar, kararların alınışı ve kazancın dağıtım şekli, menkul kıymetlerin alım satım koşulları, kulübe yeni üye girişi veya bir üyenin kulüpten çıkışıyla ilgili kurallar belirtilir⁽⁷¹⁾.

Yatırım kulüplerinin kooperatifçiliğin bazı temel ilkelerini de uyguladıkları görülmektedir. Örneğin, yatırdığı para miktarı ne olursa olsun, her üyenin kulüple ilgili kararların alınmasında bir oy hakkı vardır. Kararlar, toplantılara gelenlerin oy çokluğu ile alınır. Her üye dilediği takdirde kulüpten ayrılabilir. Ancak üyeler paylarını kulübün diğer üyelerinin onayı olmadan üçüncü bir kişiye devredemezler. Kulüp yöneticilerine, görevlerine karşılık bir ücret ödenmesi söz konusu değildir⁽⁷²⁾.

Üyeler başlangıçta aralarında bir başkan, bir sekreter ve bir veznedar seçerler. Başkan, kulübü temsil eder ve kararları uygular. Sekreter, kararları yazar ve toplantıları düzenler. Veznedar, para ve hesaplarla uğraşır. Para bir banka hesabında tutulur.

Kulüpte aidatlardan meydana gelen fonların kullanılışı karara bağlamak ve portföyü meydana getiren kıymetlerle ilgili gelişmeleri incelemek üzere her ay bir toplantı yapılır.

Toplantılarda üyeler tarafından, genel ekonomik durum çeşitli faaliyet sektörleri ve portföyü oluşturan menkul kıymetler üzerinde konuşmalar, tartışmalar yapılır.

(71) Fertekligil, s. 37.

(72) Vural, s. 16.

Yatırım kulüplerinde üyelerin her ay yatırılabilecekleri meblağ da sınırlanmıştır. Örneğin; Fransa'da her üyenin yapacağı aylık ödeme en fazla 1.000 F. giriş sırasında yapılan ilk ödeme en fazla 3.000 F. olarak belirlenmiştir.

Kulüp statüsünde bir hisse birimi belirlenir ve her üye adına hisse sayısı bu birimin taahhüt edilen aylık ödeme oranına göre belirlenerek kayda geçirilir. Örneğin; bir hisse bedeli 500 birim kabul edilmişse üyeler her ay üst sınırı geçmemek koşulu ile bunun iki veya dört katı aylık ödeme yapmayı kararlaştırabilirler. Buna göre ayda 1.000 birim ödeme yapan üye her ay 2 hisse üzerinden yıl sonunda 24 hisse sahibi olacaktır⁽⁷³⁾.

4.5. TÜRKİYE'DE YATIRIM KULÜPLERİ

Türk Hukuk Sisteminde yatırım kulübü kurulmasına açık bir engel bulunmamakla birlikte, bu alanda bir boşluk bulunmaktadır. Hukuki açıdan bir düzenleme yapılmadığından, belirsizlik içerisinde ortaya çıkabilecek yatırım kulüpleri bazı anlaşmazlıklara, hatta yolsuzluklara açık olacağından, böyle bir durumda sermaye piyasasına olan güven sarsılabilecektir.

Yatırım kulüplerinin 2499 sayılı Sermaye Piyasası kanunu içerisinde yer alacak bir düzenleme ile birlikte SPK tarafından hazırlanacak bir tebliğ ile uygulama esaslarının belirlenmesi, yanısıra sermaye piyasasında, yatırım kulüplerine karşı güven oluşturmak amacı ile eğitici, yol gösterici bir denetim mekanizması oluşturulmalıdır⁽⁷⁴⁾.

(73) Fertekliçil, s. 37.

(74) Fertekliçil, s. 38.

İkinci Bölüm

KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINDA PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ

1. YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ

1.1. YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY YÖNETİMİ

Türkiye'de 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanun uyarınca SPK tarafından yapılan düzenlemelerde, yatırım fonlarının portföyleri, yönetim ilkeleri ve portföy sınırlamaları açısından incelenmektedir.

1.1.1. Yatırım Fonlarında Yönetim İlkeleri

Yatırım fonlarının yönetiminde uyulması zorunlu olan ilkeler şunlardır.

a. Yatırım fonlarının malvarlığı, kurucunun fon içtüzüğünden, Sermaye Piyasası Kanunu'nda ve bu kanun uyarınca çıkarılan Tebliğlerden doğan yükümlülüklerini yerine getirmesi ve

sorumluluklarını karşılaması dışında hiç bir amaçla kullanılamamaktadır. Fonun mal varlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez.

b. Kurucu yönettiği her fonun çıkarlarını ayrı ayrı gözetmek, fonlardan birini diğeri aleyhine kullanmamakla yükümlüdür⁽⁷⁵⁾.

c. Borsada işlem gören varlıkların fon portföyüne alınmaları ve fon portföyünden çıkarılmalarının borsa kanalıyla yapılması, fon adına katılma belgelerinin alım, satım nedeniyle İMKB tahvil ve bono piyasasından aynı gün valörü ile aynı gün valörlü işlem saatleri dışında fon portföyüne alım veya fon portföyünden satım yapma zorunluluğu doğması durumunda ise İMKB tarafından belirlenen işlem kurallarına uyulması zorunludur⁽⁷⁶⁾.

Fon portföyüne rayiç bedelin üzerinde alım ve portföyden rayiç bedelin altında satım yapılamaz. Rayiç bedel borsada işlem gören varlıklar için işlem gününde fon açısından alımda en düşük, satımda en yüksek fiyattır⁽⁷⁷⁾.

d. Fon, kurucunun hisse senedi, tahvil ve diğeri borçlanma senetlerini ve başka fonların katılma belgeleri ile yatırım ortaklıklarının hisse senetlerini alamaz.

e. Kurucu birden fazla fon kurup, yönetebilir. Kurucu yönettiği her fonun varlıklarını kendi varlıklarından ayrı, özel hesaplarda izlemek ve bunlar için ayrı muhasebe kayıtları tutmakla yükümlüdür.

(75) SPK Tebliği Seri VII No.: 2. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

(76) SPK Tebliği Seri VII No.: 4. R.G. 24.8.1993-21678.

(77) SPK Tebliği Seri VII No.: 6. R.G. 26.3.1994-21886.

f. Kurucu, ancak istisnai hallerde ve fon varlığının %10'unu geçmemek üzere, fon hesabına kredi alınması için SPK'dan izin isteyebilir. Bu kredinin alınması ve geri ödenmesi aşamalarında SPK'ya bilgi verilir.

g. Fon portföyündeki menkul kıymetlerle ilgili oy hakları kurucunun yetkili temsilcileri tarafından kullanılır.

h. Fon portföyü için alım ve satım kararları verme yetkisi fon kuruluna aittir⁽⁷⁸⁾.

i. İhtüzüklerinde hüküm bulunmak şartıyla; A tipi yatırım fonlarında, fon portföy değeri içindeki hisse senetlerinin toplam değer artış oranı bir gün önceki değerine göre %5 veya daha fazla olursa, %5'i aşan kısmı, fon portföy değeri içindeki hisse senetlerinin toplam artışı oranı bir gün önceki değerine göre %5 veya daha fazla olduğunda %5'i aşan değer azalışını karşılamak üzere ihtiyat olarak ayrılabilir. Söz konusu ihtiyat tutarı fon portföy değeri içindeki hisse senetleri toplamının %25'ini geçemez ve günlük olarak ilan edilmesi şarttır⁽⁷⁹⁾.

1.1.2. Portföy Sınırlamaları

Yatırım fonlarında oluşturulacak portföyle ilgili sınırlamalar şunlardır.

a. Kurucu, fon portföyüne, sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olan kamu kuruluşları dışındaki hissedarlarının, yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, genel müdür ve genel müdür yardımcılarının ayrı

⁽⁷⁸⁾ SPK Tebliği Seri VII No.: 2. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

⁽⁷⁹⁾ SPK Tebliği Seri VII No.: 4. R.G. 24.8.1993-21678.

ayrı ya da birlikte sermayelerinin %20'sinden fazlasına sahip oldukları ortaklıkların menkul kıymetlerinin toplamı fon portföy değerinin %20'sini aşamaz.

b. Yatırım fonları, portföy değerlerinin %10'undan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramazlar. Bu sınır portföy değerinin değişmesi veya rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle aşıldığı takdirde, fazla kısmın üç ay içerisinde tasfiyesi gerekecektir. Belirtilen süre içerisinde elden çıkarmanın imkansız olması durumunda veya büyük zarar doğuracağı belirlenmesi durumunda bu süre SPK tarafından uzatılabilir.

c. Kurucunun doğrudan ve dolaylı iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlerin toplamı fon portföyünün %20'sini geçemez⁽⁸⁰⁾.

d. Fonlar portföylerindeki varlıkların riskten korunması amacıyla, portföylerine sözleşme tutarı fon portföyünün %5'ini geçmemek koşuluyla yabancı vadeli işlem sözleşmelerini ve opsiyonları dahil edebilirler.

e. Yatırım fonu tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına, bir kurucunun yönetimindeki yatırım fonları ise toplu olarak, hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamazlar⁽⁸¹⁾.

f. Portföydeki varlıkların değerinin fiyat hareketleri nedeni ile fon iç tüzüklerinde belirtilen asgari sınırlarının altına inmesi halinde oranın

(80) SPK Tebliği Seri VII No.: 2. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

(81) SPK Tebliği Seri VII No.: 8. R.G. 3.5.1995-22276.

en geç 10 işgünü içinde içtüzükte belirlenen sınırlara çıkarılması zorunludur.

g. Yatırım fonları borsaya kote edilmesi şartıyla, borsa dışında halka arz yolu ile satılan menkul kıymetleri borsa dışında portföylerine alabilirler. Ancak, kurucunun halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlere ihraç miktarının en çok %10'u ve fon portföyünün en çok %5'i oranında yatırım yapabilirler⁽⁸²⁾.

1.2. YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ

Yatırım fonlarında portföy kazancı, risk ve getiri analizleri çerçevesinde menkul kıymetlerin temettü, faiz gibi getirileri ile değer artışlarından yararlanmak, bu menkul kıymetlere bağlı hakları kullanmak ve hizmetleri yapmak amacına yönelik, portföy işletmeciliği sonucunda oluşmaktadır⁽⁸³⁾.

Bu açıklamalara göre yatırım fonlarının portföy kazancının;

a. Portföylerindeki menkul kıymetlerden sağlanan iratlar ile

b. Portföylerindeki menkul kıymetlerin satışından doğan değer artış kazançları gibi iki gruptan oluşmaktadır⁽⁸⁴⁾.

(82) SPK Tebliği Seri VII No.: 9. R.G. 19.2.1996-22559.

(83) Selahattin Tuncer, "MKYO ile MKYF'lerin Maliyeti", Vergi Dünyası, Haziran 1992, Sayı 130, s. 13.

(84) Celali Yılmaz, Sermaye Piyasasında Vergilendirme, SPK Yayın No.: 23, Aralık 1995, s. 125.

Yatırım fonlarında, katılma belgelerinin itibari değeri bulunmamaktadır. Fon pay değeri, fon toplam değerinin tedavüldeki katılma belgelerinin kapsadığı pay sayısına bölünmesi ile elde edilmektedir⁽⁸⁵⁾.

Örneğin, fon toplam değeri 1.098.707.426 TL ve pay sayısı 50.000 olan bir fonun Birim Pay Değeri şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$\begin{aligned} \text{BPD} &= \frac{1.098.707.426}{50.000} \\ &= 21.974 \text{ TL} \end{aligned}$$

Yatırım fonlarında portföy kazancını belirlemeye yönelik menkul kıymet değerlemeleri ise şu şekilde açıklanabilir.

1.2.1. Hisse Senetlerinin Değerlemesi

Fon portföyünde bulunan hisse senetleri İMKB Hisse Senedi piyasasında günlük olarak oluşan kapanış fiyatları ya da ağırlıklı ortalama fiyatlarıyla değerlendirilmektedir. Fon kurucusunun seçimini yaparak, fon içtüzüğünde hisse senetlerinin ne şekilde değerlemeye tabi tutulacağını açık olarak belirtmesi gerekmektedir.

Yabancı borsalarda işlem gören hisse senetleri ise kapanış fiyatları ile değerlendirilmektedir. Seçim hakkı olmamasına rağmen, fon kurucusunun bu konuyu da içtüzükte belirtmesi gerekmektedir⁽⁸⁶⁾.

(85) SPK Tebliği Seri VII No.: 2, md. 21. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

(86) Tevfik, s. 52.

1.2.2. Hazine Bonoları ve Kısa Vadeli Borçlanma Senetlerinin Değerlemesi

Hazine bonoları ve kısa vadeli borçlanma senetlerinin değerlemesinde iç verim oranına göre, ya da İMKB Tahvil piyasasında oluşan fiyatlar üzerinden günlük değerlendirme yapılmaktadır. SPK 1 Nisan 1995 tarihinde itibaren hazine bonoları ve borsada işlem gören diğer sabit getirili kıymetlerin değerlemesinin, İMKB ağırlıklı ortalama kapanış fiyatları üzerinden yapılması zorunluluğunu getirmiştir⁽⁸⁷⁾.

SPK tarafından katılma belgelerinin fiyatlarında, değerlendirme yönetiminde yapılan bu değişiklik dolayısıyla 1 Nisan 1995 tarihinde ani bir dalgalanma olmaması için, ortaya çıkacak farkın, en fazla 100 işgünü içinde ve hergün eşit olarak, katılma belgesi fiyatlarına yansıtılarak eritilmesi konusunda yatırım fonlarına imkan tanınmıştır. Bu farkların ve katılma belgelerine yansıtılması konusunda seçilecek gün sayısının SPK'ya bildirimini de düzenleme çerçevesinde zorunlu kılınmıştır⁽⁸⁸⁾.

İMKB Yönetmeliği ve İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Yönetmeliğine göre Tahvil piyasasında işlem görmeyen kısa vadeli borçlanma senetleri içinse içverim oranı kullanılmaya devam edilecektir⁽⁸⁹⁾.

İç verim oranına göre hesaplamada kullanılan formül şu şekilde gösterilebilir⁽⁹⁰⁾.

(87) Tevfik, s. 52.

(88) Emel Yiğit-Saime Dik, "Yatırım Fonları Kazandırıyor", Ekonomik Trend, 5 Mart 1995, s. 14.

(89) İMKB Sermaye Piyasası ve Borsa Bilgi Seti, s. 45.

(90) Tevfik, s. 52.

$$\text{Bugünkü Değer} = \frac{\text{Nominal Değer}}{(1 + R)^{g/365}}$$

$$R = \text{İç verim oranı (bileşik getiri)} = (1 + r/m)^m - 1$$

$$g = \text{Vadeye kalan gün sayısı}$$

$$m = \text{Yıl içinde faize esas dönem sayısı}$$

$$r = \text{faiz oranı}$$

Vadesine 91 gün kalan %98 faizli 1.000.000 TL nominal değerindeki bir borçlanma senedinin değeri şöyle hesaplanacaktır..

$$R = [1 + (0.98 \times 91/365)^{365/91} - 1] \times 100 = \%140.29$$

$$BD = \frac{1.000.000}{2.4029^{91/365}} = \frac{1.000.000}{1.2443} = 803.729 \text{ TL.}$$

Aynı borçlanma senedinin vadesine 50 gün kaldığında ise değeri şöyle hesaplanacaktır.

$$BD = \frac{1.000.000}{2.4029^{50/365}} = \frac{1.000.000}{1.1279} = 886.603 \text{ TL.}$$

Bu uygulama sonucunda geçen bir yıllık dönemde portföylerinde daha fazla hazine bonusu ve borçlanma senedi bulunduran B tipi yatırım fonları katılma belgelerinde daha fazla dalgalanma görülmüştür.

1.2.3. Tahvillerin Değerlemesi

SPK düzenlemesi ile tüm tahviller İMKB'de oluşan fiyatlar üzerinden değerlendirilecektir.

1.2.4. Yabancı Tahvillerin Değerlemesi

Yabancı tahvillerin değeri, satın alındıkları borsalardaki değerlendirme günü kapanış fiyatlarına birikmiş faizin eklenmesi suretiyle bulunur. Birikmiş faiz şu formül yardımıyla bulunur.

$$\text{Birikmiş Faiz} = \frac{\text{BFt} \times \text{GGS}}{\text{Dönem Gün Sayısı}}$$

BFt = t döneminde ödenmesi beklenen faiz.

GGS = Son kupon ödemesinden değerlendirme gününe kadar geçen gün sayısı.

1.3. KATILMA BELGELERİNİN ALIM-SATIMI VE KAR

Katılma belgesi sahipleri belgelerini fon içtüzüklerinde belirlenen esaslara göre fona iade etmek suretiyle her an paraya çevirebilirler. Ayrıca iç tüzüğünde hüküm bulunmak şartı ile fon kurucusunun talebi ve İMKB nin uygun görmesi üzerine menkul kıymet niteliğindeki A tipi yatırım fonları katılma belgeleri borsada işlem görebilir⁽⁹¹⁾. Türkiye'de henüz borsada işlem gören A tipi yatırım fonu katılma belgesi bulunmamaktadır.

A tipi yatırım fonlarında, içtüzükte hüküm bulunması ve kuralları belirlenmiş olması koşuluyla, katılma belgesi sahiplerinin katılma belgelerinin paraya çevrilmesi için asgari 2 işgünü önceden katılma belgesi satış ihbar formu düzenlemeleri gerekebilmektedir⁽⁹²⁾.

(91) SPK Tebliği Seri VII No.: 4. R.G. 24.8.1993-21678.

(92) SPK Tebliği Seri VII No.: 8. R.G. 3.5.1995-22276.

Buna göre fonda oluşan kar, katılma belgelerinin günlük fiyatlarına yansımakta olduğundan, hesap dönemi sonunda ayrıca kar dağıtılması söz konusu değildir. Katılma belgesi sahipleri, belgelerini herhangi bir işgünü fona geri sattıklarında, ellerinde tuttıkları süre için fonda oluşan kardan paylarını almış olacaklardır. Nitekim 47 sayılı KVK Genel Tebliğinde katılma belgelerinin fona geri satışından kaynaklanan gelirlerin temettü sayılacağı belirtilmiştir⁽⁹³⁾.

2. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ

2.1. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY YÖNETİMİ

Türkiye’de 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanun uyarınca SPK tarafından yapılan düzenlemelerle yatırım ortaklıklarında portföy faaliyetleri, yapamayacakları işler ve portföy yönetim ilkeleri olarak düzenlenmiştir.

2.1.1. Yatırım Ortaklıklarının Yapamayacakları İşler

Yatırım Ortaklıklarının yapamayacakları işler şunlardır:

a. Ödünç para verme işleriyle uğraşamazlar,

b. Bankalar Kanunu’nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucu verebilecek iş ve işlemler yapamazlar,

(93) Yılmaz, s. 47.

c. Ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunamazlar.

d. Aracılık faaliyetinde bulunamazlar.

2.1.2. Yönetim İlkeleri

Yatırım Ortaklıklarında yönetim ilkeleri ise şunlardır:

a. Hiçbir ortaklıkta sermayenin, ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına sahip olamazlar⁽⁹⁴⁾.

b. Portföy değerlerinin %10'undan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramazlar. Bu sınır portföy değerinin değişmesi veya rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle aşıldığı takdirde fazla kısmın en geç 3 ay içerisinde tasfiyesi gerekmektedir. Belirtilen süre içerisinde elden çıkarmanın imkansız olduğu veya büyük zarar doğuracağıının belgelenmesi halinde bu süre SPK tarafından uzatılabilmektedir⁽⁹⁵⁾.

c. Kurucu intifa senedi, OYHS, Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde, oyda imtiyaz hakkı tanıyan hisse senetleri dışında imtiyaz veren hisse senedi ve 360 gün ile daha uzun süreli borçlanma senedi ihraç edemezler.

d. Faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla taşınır ve taşınmaz mal edinemezler. Bu miktar ve değer, sermaye ve yedek akçelerinin %10'unu, aktif toplamının %5'ini geçemez⁽⁹⁶⁾.

(94) SPK Tebliği Seri VI No.: 4. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

(95) SPK Tebliği Seri VI No.: 6. R.G. 19.2.1996-22559.

(96) SPK Tebliği Seri VI No.: 4. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

e. Borsada ve borsa dışında teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören kıymetlerin portföye alımlarının ve satımlarının borsa veya bu piyasalar kanalıyla yapılması zorunludur.

Yatırım ortaklıkları, borsaya kote edilmesi şartıyla borsa dışında halka arz yolu ile satılan menkul kıymetleri borsa dışında portföyelerine alabilirler. Ancak;

- yatırım ortaklığının danışmanlık hizmeti aldığı kuruluşların,
- yatırım ortaklığının yönetim kurulunun seçiminde imtiyaz sahibi olan aracı kuruluşların,
- yatırım ortaklığının yönetim kurulunun seçiminde imtiyaz sahibinin aracı kuruluş olmaması durumunda; imtiyaz sahibinin, sermayesinin %10'undan fazlasına sahip bulunduğu aracı kuruluşların,
- yönetim kurulu seçiminde imtiyaz bulunmayan ortaklıklarda, sermayenin %10'undan fazlasına sahip ortakların ayrı ayrı ya da birlikte sermayesinin %10'undan fazlasına sahip oldukları aracı kuruluşların,
- halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlere ihraç miktarının en çok %10'u ve ortaklık portföyünün en çok %5'i oranında yatırım yapılabilir⁽⁹⁷⁾.

f. Rayiç bedelin üstünde varlık satın alamaz veya rayiç bedelin altında varlık satamazlar. Rayiç bedel, borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, diğerleri için işlem gününde şirket açısından oluşan; alımda en düşük, satımda en yüksek fiyattır. Varlık satımlarında satış bedeli tam olarak, nakden alınır.

⁽⁹⁷⁾ SPK Tebliği Seri VI No.: 6. R.G. 19.2.1996-22559.

g. Portföyündeki varlıkları esas itibarıyla rehin veremez ve teminat olarak gösteremezler. Ancak kredi temini için portföyün %5'ini teminat olarak gösterebilir ve SPK düzenlemeleri çerçevesinde ödünç menkul kıymet verebilirler.

h. RSYO hisse senetleri hariç Türk ve yabancı yatırım ortaklıklarının hisse senetleri ile yatırım fonlarının katılma belgelerine yatırım yapamazlar.

i. Yatırım ortaklıklarının portföylerine yabancı kıymet alabilmesi için, bunların türlerini, özelliklerini ve hangi borsa veya borsa dışı organize piyasalardan alacaklarını sözleşmelerinde belirlemiş olmaları gerekmektedir.

Yatırım Ortaklıkları, sermaye ve yedek akçeleri toplamının %25'ini TPKKH 32 Sayılı Karar çerçevesinde alım satımı yapılabilen sermaye piyasası araçlarına yatırabilirler. Ancak, portföylerindeki varlıkların riskten korunması amacıyla, portföylerine sözleşme tutarları sermaye ve yedek akçeler toplamının %5'ini geçmemek koşuluyla yabancı vadeli işlem sözleşmelerini ve opsiyonları dahil edebilirler. Bu %5'lik oran, %25'lik oranın hesaplanmasında dikkate alınmaktadır.

j. Çıkarılmış sermaye ve yedek akçeleri toplamının %10'undan fazlasını altın ve diğer kıymetli madenlere yatıramazlar⁽⁹⁸⁾.

(98) SPK Tebliği Seri VI No.: 4. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

2.2. RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY YÖNETİMİ

Türk Sermaye Piyasasına 6 Temmuz 1993 tarihinde yapılan SPK düzenlemesi ile giren RSYO'lar, yapamayacakları işler, yatırım sınırlamaları ve portföy yönetim ilkeleri açısından inceleyebiliriz.

2.2.1. Yapamayacakları İşler

RSYO'lar şu işlemleri yapamazlar:

- a. Ödünç para verme işlemleriyle uğraşamazlar,
- b. Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verebilecek iş ve işlemler yapamazlar.
- c. Ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunamazlar.
- d. Risk sermayesi yatırım dışındaki sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunamazlar.

2.2.2. RSYO'larda Yatırım Sınırlamaları

RSYO'ların sermayelerinin %10'undan fazlasına sahip olan hissedarlarının, yönetim kurulu üyelerinin, genel müdür ve birim sorumlularının ayrı ayrı ya da birlikte sermayelerinin %10 veya daha fazlasına sahip oldukları ortaklıklara yatırım yapabilmeleri için sözleşmelerinde açık hüküm bulunması gerekmektedir.

RSYO'lar yatırım yaptıkları girişim şirketlerinin menkul kıymetlerini en fazla 10 yıl süreyle portföylerinde bulundurabilirler. Bu sürenin sonunda elden çıkarmanın imkansız olması veya büyük zarar doğuracağına anlaşılması üzerine bu süre SPK tarafından uzatılabilir.

2.2.3. RSYO'larda Portföy Yönetim İlkeleri

RSYO'lar portföy yönetiminde şu ilkelere uymak zorundadırlar:

a. Girişim şirketlerinin yönetimine katılıp, bu şirketlere gerekli danışmanlık ve yöneticilik hizmetlerini sunabilirler.

b. Diğer RSYO'lara yatırım yapamazlar.

c. Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı veren hisse senedi dışında, imtiyazlı hisse senedi ihraç edemezler.

d. Faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla taşınır ve taşınmaz mal edinemezler. Bu miktar ve değer, çıkarılmış sermayelerinin %10'undan fazla olamaz.

e. Girişim şirketlerine yapacakları yatırımlarını, tarafların hak ve yükümlülüklerini gösteren bir yatırım sözleşmesi çerçevesinde yaparlar⁽⁹⁹⁾.

(99) SPK Tebliği Seri VIII No.: 21. R.G. 6.7.1993-21629 (Mük.).

2.3. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY YÖNETİMİ

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları kavramı, Türk Sermaye Piyasasına 22 Temmuz 1995 tarihinde yapılan düzenlemelerle girmiştir. GYO'ları yatırım esasları ve portföy yönetim sınırlamaları açısından inceleyebiliriz.

2.3.1. Faaliyet Esasları

GYO'ların yatırım yapabilecekleri varlıklar şunlardır.

a. Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına (gayrimenkul sertifikası ve konut kredileri karşılığında ihraç edilen VDMK gibi) yatırım yapabilirler.

b. Bina, arsa ve araziden oluşan gayrimenkullere yatırım yapabilirler.

c. Gayrimenkuller üzerinden intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler.

d. İlgili mevzuat uyarınca gerekli izinleri alınmış, projesi hazırlanmış, inşaaata başlanabilmesi için gerekli belgelerin tam ve doğru olduğu SPK'ca belirlenen ekspertiz şirketlerince onaylanmış, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapabilirler.

e. Kira geliri elde etmek amacıyla, bitmiş veya asgari %50'si tamamlanmış gayrimenkullere yatırım yapabilirler.

2.3.2. GYO'larda Portföy Yönetim Sınırlamaları

GYO'lar;

a. Kısa vadeli fonlarını değerlendirebilmek amacıyla gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları dışındaki sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler. Ancak yatırım yapacakları tutar çıkarılmış sermaye ve yedek akçeler toplamının %10'unu aşamaz. Bu sınırın aşılması durumunda fazla kısmın en geç 3 ay içerisinde gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılması gerekmektedir. Bu süre içerisinde yatırım yapılmasının imkansız olduğu veya büyük zarar doğuracağı belgelenmesi durumunda bu süre SPK tarafından uzatılabilir.

b. Borsa veya borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarını portföye alım ve satımlarında, bu işlemleri borsa veya borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda yapmak durumundadırlar.

c. Hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimlerine hakim olmak amacı güdemez ve hiç bir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'dan fazlasına sahip olamazlar.

d. RSYO'ların hisse senetleri hariç Türk ve yabancı yatırım ortaklıklarının hisse senetleri ile yatırım fonlarının katılma belgelerine yatırım yapamazlar.

e. Altın ve diğer kıymetli madenler ile yabancı gayrimenkul ve menkul kıymetlere yatırım yapamazlar.

f. Kurucu intifa senedi, OYHS, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde oyda imtiyaz hakkı tanıyan hisse senedi dışında, imtiyaz veren hisse senedi ihraç edemezler.

g. Kredi temini amacı dışında, portföyündeki varlıkları rehin veremez, teminat olarak gösteremez ve ipotek tesis ettiremezler⁽¹⁰⁰⁾.

2.4. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ

Türkiye’de yatırım ortaklıkları kayıtlı sermayeli anonim şirket statüsünde kururlar ve tüzel kişiliğe sahiptirler. Bu kurumların bina, demirbaş gibi genel mal varlıkları ile menkul kıymetler portföyü birbirinden bağımsız değildir. Diğer bir deyişle yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği hisse senetlerini alan ortakların portföy üzerinde olduğu kadar, ortaklığın diğer tüm mal varlığı üzerinde de hakları vardır⁽¹⁰¹⁾.

Yatırım ortaklıklarının sermaye piyasası araçlarının alım satımını yapmayı konu olarak belirlemeleri dışında diğer anonim şirketlerden aslında hiçbir farkı bulunmamaktadır⁽¹⁰²⁾.

2.4.1. Portföydeki Varlıkların Değerlemesi

Yatırım fonlarının portföyündeki varlıkların değerlemesine ilişkin olarak 1.2. Yatırım fonlarının portföy kazancının belirlenmesi konusunda yapılan açıklamalar, yatırım ortaklıklarının portföyündeki

(100) SPK Tebliği Seri VI No: 7. R.G. 22.7.1995-22351.

(101) Mehmet Bolak, Sermaye Piyasası, menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, (2. Baskı, İstanbul: Beta Yayıncılık, 1994) s. 87.

(102) Yılmaz, s. 47.

varlıkların değerlemedesinde de geçerli olduğu için bu bölümde tekrar açıklanmamıştır.

Yalnızca farklı bir uygulama olarak SPK tarafından 22 Temmuz 1995 tarihinde Seri VI No.: 7 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında portföydeki varlıkların değerlemesi konusunda düzenleme yapılmıştır. Bu düzenlemeleri:

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının portföye gayrimenkul alım ve satımları ile gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapılması durumunda söz konusu projenin inşaata başlayabilmesi için gerekli belgelerin tam ve doğru olduğunun SPK'ca belirlenecek ekspertiz şirketleri tarafından hazırlanmış raporlara dayandırılması zorunludur. Ayrıca gayrimenkullerin kiraya verilmesi durumunda, kira sözleşmesinin yapılmasından önce kira rayiçlerine ilişkin olarak ekspertiz raporu hazırlanması ve her yıl yenilenmesi zorunludur.

Proje ve kira rayiçlerine ilişkin ekspertiz raporları ile proje ve kira sözleşmeleri, projenin başlamasından veya kira sözleşmesi yapılmasından 15 gün önce SPK'ya gönderilir. Ayrıca, kira bedeli ekspertiz raporunda belirtilen değerden düşük olamaz.

2.4.2. Kar Dağıtım Zamanı

Yatırım ortaklığınca ihraç edilen hisse senetleri kuruluş aşamasında, yatırım ortaklığının tescil edildiği hesap dönemi itibari ile kar payına hak kazanır. Sermaye arttırımı yoluyla yeni hisse senedi ihraçlarında ise yeni pay alma hakkının kullanımına ilişkin sirkülerin yayımlandığı hesap dönemi itibari ile kar payı alma hakkı doğar.

Yatırım ortaklıklarının nakdi sermaye artırımı nedeni ile çıkaracakları hisse senetlerinin satış süresi içerisinde, yeni pay alma hakkının kullanımına ilişkin sirkülerin yayınlandığı hesap dönemi sona ererse, hesap döneminin son gününü takip eden tarihten başlamak üzere, hisse senetlerinin geçmiş hesap dönemine ilişkin kar payı kuponları iptal edilerek satılır.

Aynı özellikler yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların satışında verilecek hisse senetleri içinde geçerlidir.

Bu konunun izahname ve sirkülerde ortaklara ve tasarruf sahiplerine belirtilmesi zorunludur.

Yatırım ortaklığının karı; portföyündeki menkul kıymetlerin alım-satımından oluşan kar, gerçekleşen faiz, temettü ve benzeri gelirlerin toplamından, amortisman ve genel yönetim giderleri gibi giderlerin düşülmesinden sonra bulunan tutardır. Gerçekleşme deyimi faiz, temettü ve benzeri gelirlerin vadesinde, duyuru tarihinde ya da satış anında tahsil edilebilir hale geldiği durumu ifade eder. Dönem karının hesabında, portföydeki menkul kıymetlerin tahakkuk etmiş değer artışları dikkate alınmaz.

Kar dağıtımında küsürat işlemi yapılmaksızın mevcut payların tamamı eşit şekilde kar payından yararlanır⁽¹⁰³⁾.

(103) Beyanname Düzenleme Rehberi, Maliye HUD yayını.

3. YATIRIM KULÜPLERİNDE PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ

3.1. PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ

Yatırım kulüplerinde çalışma dönemi sonunda (normal olarak yıl sonu) kulübün mali işlerden sorumlu yöneticisi, kulübün hesabını çıkartarak son güne ait borsa fiyatları üzerinden portföyün borsa değerini belirler.

Portföy borsa değerinden toplam hisselerin maliyet bedelini düşmek yoluyla, faaliyet döneminde oluşan farkı belirler. Bu farkın olumlu olması, kulüp sermayesinde oluşan değer artışını, temettü ve faiz olarak elde edilen gelirleri, olumsuz olması ise, gelirleri düşüldükten sonra kulüp sermayesindeki azalmayı gösterir.

3.2. KAR DAĞITIMI

Kulüp üyeleri, çoğunluk kararıyla, olumlu farkın tümünün ya da sadece gelirlerin, hisse sayısına göre üyeler arasında dağıtılmasına veya tamamının ortak portföy hesabına alınarak, eski hisselerle orantılı olarak yeni hisseler oluşturulmasına karar verebilirler.

Farkın olumsuz olması durumunda dahi elde edilen temettü ve faiz gelirlerinin dağıtılması yoluna gidilebilir.

Kulüpten ayrılan üyelerin hesap ilişkileri de faaliyet dönemi sonunda kesilir⁽¹⁰⁴⁾.

(104) Fertekligil, s. 38.

Üçüncü Bölüm

KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINDA PORTFÖY KAZANÇLARININ VERGİLENDİRİLMESİ

1. YATIRIM FONLARI VE YATIRIM ORTAKLIKLARINDA VERGİLENDİRME

30 Temmuz 1981 Tarih ve 2499 sayılı Sermaye piyasası Kanunu ile Türk Hukuk sistemine MKYO'ler bir sermaye şirketi olarak girmişlerdir. Gerçekte bu kuruluşlar "anonim şirket" olmaları nedeniyle yeni sayılmamalıdır. Ancak bu yeni kuruluşlar TTK içinde değil Sermaye Piyasası Kanunu içinde düzenlenmiş olup, amaçları menkul kıymet portföyü işletmek şeklinde belirtilmiştir.

MKYO, TTK hükümlerine göre A.Ş. modelinde kurulacağı için yasa koyucu tarafından kurumlar vergisi ödevlileri arasında ayrıca sayılmamıştır. Fakat doğal olarak kurumlar vergisi ödevlileri arasında yer almaktadırlar.

İlke olarak kurumlar vergisi ödevlisi olan bu kuruluşların Kurumlar Vergisi Kanunu'nun istisnaları düzenleyen 8. maddesine 1981

yılında 2573 sayılı Kanun ile eklenen 12. bendi uyarınca portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur. Bu istisna kapsamında portföy işletmeciliği kazançları vergilendirilmezken, bunun dışında kalan (gayrimenkul sermaye iradı, danışmanlık hizmetleri gibi) kazanç ve iratlar kurumlar vergisi kapsamına girmektedir⁽¹⁰⁵⁾.

Yine 30 Temmuz 1981 tarihinde Sermaye Piyasası Kanunu ile Türk Hukuk sistemine giren MKYF'ler ise tüzel kişiliği olmayan mal varlıkları olup, sermaye şirketi olarak kabul edilmemiş, ortaya çıkan boşluk 5 ocak 1982 tarih ve 2573 sayılı Kanun ile giderilmiştir. Söz konusu yasa ile KVK'nın 2. maddesine "Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan MKYF'ler bu kanununun ve GVK'nın uygulanmasında sermaye şirketi sayılır" hükmü eklenerek MKYF'leri da kurumlar vergisi kapsamına alınmıştır⁽¹⁰⁶⁾.

1981 yılında 2573 sayılı kanun ile MKYO yanında MKYF'lerinin da portföy işletmeciliği kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur.

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda 29 Nisan 1992 tarihinde 3794 Sayılı Kanunla yapılan değişiklik sonucu yatırım fonları ve ortaklıklarının menkul kıymetler yanında, risk sermayesi, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulabilmesine olanak sağlanması, yanısıra A tipi yatırım fonları ve ortaklıkları adı altında özel düzenlemeler getirilmesi sonucunda,

⁽¹⁰⁵⁾ Selahattin Tuncer, "MKYO ile MKYF'lerin Maliyeti", Vergi Dünyası, (Haziran-1992, sayı: 130), s. 10.

⁽¹⁰⁶⁾ Orhan Öztürk, "Yatırım Fonları ve Katılma Belgeleri Kâr Paylarının Vergileme Rejimi", Vergi Dünyası, (Şubat-1993, sayı: 138), s. 18.

yatırım ortaklıkları menkul kıymetlere bağılı olmaktan çıkarılarak çeşitlendirilmiştir.

Buna paralel olarak 11 Temmuz 1992 tarihli 3824 Sayılı Kanunla da KVK'da yer alan "menkul kıymetler" ibareleri çıkarılarak yatırım fonu ve yatırım ortaklığı terimleri getirilmiştir.

Bununla birlikte istisnaları düzenleyen 8. maddenin 4. bendi (a) ve (b) fıkralarındaki menkul kıymetler ibareleri korunmuştur⁽¹⁰⁷⁾.

Buna göre KVK'nın 8. maddesinin 12 sayılı bendi şu şekildedir.

a. Portföyün en az %25'i hisse senetlerinden oluşan menkul kıymetler yatırım fonları (döviz yatırım fonları hariç) ile aynı nitelikteki menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının, portföy işletmeciliğinden doğan kazançları,

b. a bendi dışında kalan menkul kıymetler yatırım fonları (döviz yatırım fonları hariç) ile menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları,

c. Risk Sermayesi yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları,

d. Gayrimenkul yatırım fonlarının veya ortaklıklarının kazançları Kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur.

Buna göre yatırım fonları ile ortaklıklarının kuruluş amaçlarına uyan tüm gelirleri kurumlar vergisinden istisnadır. Bunların türlerine

⁽¹⁰⁷⁾ Musa Örmeci, Kurumlar Vergisi Kanunu Uygulama Esasları, Mart 1995, s. 297.

göre ayrı bentlerde gösterilmesi, teşviki istenenlerin farklı stopaj oranları ile vergilendirilmesini sağlamak içindir. Ayrıca Bakanlar Kurulu'na (a) bendinde yazılı olan portföyde asgari %25 hisse senedi bulundurma koşulunu %20'ye kadar indirme ve %100'e kadar arttırma yetkisi de tanınmıştır⁽¹⁰⁸⁾.

1.1. YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇ İSTİSNASI

Yatırım fonlarında portföy işletmeciliği kazanç istisnası A ve B tipi yatırım fonları, risk sermayesi yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım fonları açısından incelenmektedir.

1.1.1. A Tipi Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası

Sermaye Piyasası Kanun'u uyarınca çıkarılan Yatırım Fonlarına ilişkin Esaslar Tebliği'ne göre "Fon iç tüzüklerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla portföy değerinin en az %25'ini, devamlı olarak, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan KİT'ler dahil, Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış olan fonlar A tipi yatırım fonu" olarak tanımlanmıştır⁽¹⁰⁹⁾.

A tipi yatırım fonlarınının 32 Sayılı TPKKH Karar çerçevesinde alım-satımı yapılabilen yabancı menkul kıymetler ile yabancı vadeli işlem sözleşmelerini ve opsiyonlarını portföye dahil edemeyecekleri, altın ve diğer kıymetli madenlere yatırım yapamayacakları tebliğde açıkça belirtilmiştir.

⁽¹⁰⁸⁾ Orhan Öztürk, Yatırım Fonları ve Katılma Belgeleri Kar Paylarının Vergileme Rejimi, Vergi Dünyası, Sayı: 138, Şubat 1993.

⁽¹⁰⁹⁾ SPK Tebliği, Seri VII, No.: 8. R.G. 3.5.1995-22276.

Bu düzenlemelerle A tipi yatırım fonlarının alanı, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıyla sınırlandırılmıştır.

Sermaye piyasası mevzuatında döviz yatırım fonlarına ilişkin düzenleme mevcut olmadığından, KVK'da da bir tanımlama getirilmemiştir. Ancak 3946 sayılı Kanun'da döviz yatırım fonlarından, menkul kıymet dışında yabancı para ve altın yatırımı yapan fonlar tanımlanarak, değeri yabancı para ile belirlenen menkul kıymet alım satımı yapan yatırım fonlarının kazançları istisna kapsamında değerlendirilmiştir. Ancak bu menkul kıymetlerin istisna kapsamına girebilmesi için Türkiye'deki kurum ve kuruluşlara ait olması gerekmektedir.

A tipi yatırım fonlarında, portföy işletmeciliği dışında demirbaş, taşıt aracı gibi aktif değerlerin satışından ikincil nitelikli gelirleri de olabilmektedir. Bu gelirler istisna dışı tutulmuştur.

32 Sayılı TPKKH karara göre alım satımı yapılabilen ve A tipi yatırım fonlarının portföylerine dahil edilemeyecek olan yabancı yatırım fonları katılma belgeleri, yabancı menkul kıymetler, yabancı vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonları ile altın ve diğer kıymetli madenlerden elde edilen kazançların varlığı durumunda, bu kazançlar portföy işletmeciliği kazançları istisnasından yararlanmakla birlikte, fon A tipi olma özelliğini kaybedecektir⁽¹¹⁰⁾.

1.1.2. B Tipi Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre çıkarılan Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde tanımlanan A tipi yatırım fonlarına ilişkin

(110) Örneği, s. 302.

özelliklere sahip bulunmayan bu fonlar uygulamada B tipi yatırım fonları olarak adlandırılmaktadır⁽¹¹¹⁾.

KVK'nın istisnaları düzenleyen 8. maddesi 4. bendi (b) fıkrası hükmüne göre, portföylerindeki hisse senetleri tutarı, fon portföy değerinin %25'inin altında kalan menkul kıymetler yatırım fonlarının (döviz fonları hariç) portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

A tipi yatırım fonlarında olduğu gibi B tipi yatırım fonlarında da döviz yatırım fonlarının portföy işletmeciliği kazançları istisna dışında tutulmuştur. KVK uyarınca çıkarılan 47 Seri Numaralı KVK Genel Tebliğinde, yabancı para ve altın alım satımı yapan döviz yatırım fonlarının, portföy işletmeciliği kazançları istisnasından yararlanamayacağı açıkça belirtilmiştir⁽¹¹²⁾.

Bununla birlikte Yatırım Fonlarına ilişkin Esaslar Tebliği'nde yapılan değişiklikle, yatırım fonlarının %10'luk üst sınırı kaldırılarak, altın ve diğer kıymetli madenlere yatırım yapmalarına olanak sağlanmış ve bu işlemlerden elde edilen kazanç portföy işletmeciliği kazancı kabul edilmiştir⁽¹¹³⁾.

47 Seri numaralı Tebliğ'deki istisnadan yararlanamayacağı belirtilen döviz yatırım fonları, tanım içerisinde altın ve diğer kıymetli madenlerde bulunmasına rağmen sadece döviz yatırım fonlarını bağlayıcı olmakta, portföyünde altın ve kıymetli madenler bulunduran diğer yatırım fonlarını kapsamamaktadır.

(111) SPK Tebliği, Seri VII, No.: 8. R.G. 3.5.1995-22276.

(112) KVK Genel Tebliği, Seri No.: 47.

(113) Örmeci, s. 304.

Burada, döviz yatırım fonları, altın ve diğer kıymetli madenler yatırım fonları ile döviz, altın ve diğer kıymetli madenlerin yatırım fonlarının portföylerinde yer almasının farklı şeyler olduğu ancak 47 seri numaralı tebliğde birbirlerine karıştırıldıkları söylenebilir.

Sonuç olarak B tipi yatırım fonlarının portföy işletmeciliği kazançları, A tipi yatırım fonlarının kazançları yanısıra, yabancı vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonlardan oluşmaktadır.

A tipi yatırım fonlarında olduğu gibi, demirbaş taşıt aracı ve benzeri aktif değerlerin satışından elde edilen kazançlar portföy işletmeciliği kazançları istisnasından yararlanamamaktadır⁽¹¹⁴⁾.

1.1.3. Risk Sermayesi Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası

Sermaye Piyasası Kanunu'nda 13 Mayıs 1992 tarihinde 3794 Sayılı Kanun ile yapılan düzenlemeler sonucu menkul kıymetler dışında da yatırım fonları kurulmasına imkan tanınmıştır. Bunlardan biri de risk sermayesi yatırım fonlarıdır.

Risk Sermayesi Yatırım Fonlarının kuruluşuna olanak tanınmasına rağmen, henüz bu alanda düzenleme yapılmamış olması nedeni ile, hayata geçirilememişlerdir.

Buna rağmen KVK'nın 8. maddesi 4. bendi (c) fıkrası ile kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

(114) Örmeci, s. 305.

A ve B tipi fonlar için portföy işletmeciliği kazançları istisna tutulurken, risk sermayesi yatırım fonlarında portföy işletmeciliği kelimesi kullanılmamıştır. Ancak yine de yatırım fonlarının kuruluş amacının portföy işletmek olması nedeni ile risk sermayesi yatırım fonlarının portföy işletmeciliği kazançlarını da içine alan geniş bir düzenleme olarak algılanması gerekmektedir⁽¹¹⁵⁾.

1.1.4. Gayrimenkul Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası

Sermaye Piyasası Kanunu'nda 13 Mayıs 1992 tarihinde 3794 sayılı Kanunla yapılan değişiklik sonucu menkul kıymetler dışında gayrimenkul alanında yatırım yapmak ve portföy işletmek amacıyla gayrimenkul yatırım fonlarının kurulmasına olanak sağlanmıştır.

KVK'nın 8. maddesi, 4. bendi, (d) fıkrası ile gayrimenkul yatırım fonlarının kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuş, risk sermayesi yatırım fonlarında olduğu gibi, gayrimenkul yatırım fonları konusunda da, bunların kuruluş ve çalışma esaslarına yönelik bir düzenleme halen yapılamamıştır.

1.2. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇ İSTİSNASI

Yatırım ortaklıklarında portföy işletmeciliği kazanç istisnası A ve B tipi yatırım ortaklıkları, RSYO'lar ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları açısından incelenmektedir.

(115) Örneği, s. 305.

1.2.1. A Tipi Yatırım Ortaklıklarında Portföy İşletmeciliği Kazançları İstisnası

Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca çıkarılan “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” nde A tipi yatırım ortaklıkları esas sözleşmelerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla, portföy değerinin en az % 25’ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış KİT’ler dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış yatırım ortaklıkları” şeklinde tanımlanmıştır⁽¹¹⁶⁾.

KVK’nın 8. maddenin 4. bendinin (a) fıkrasına göre portföyünün en az % 25’i hisse senetlerinden oluşan yatırım ortaklıklarının (döviz yatırım fonları hariç) portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur.

A tipi yatırım fonlarınının 32 sayılı karar çerçevesinde alım satımı yapılabilen sermaye piyasası araçları, yabancı vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonları ile altın ve diğer kıymetli madenlere yatırım yapmaları, bu değerleri portföylerine dahil etmeleri yasaklanırken, A tipi yatırım ortaklıklarında böyle bir kısıtlama bulunmamaktadır⁽¹¹⁷⁾.

A tipi yatırım ortaklıkları sermaye ve yedek akçeleri toplamının % 25’ini TPKKH 32 sayılı karar çerçevesinde alım satımı yapılabilen sermaye piyasası araçlarına, %10’u geçmemek şartıyla da altın ve diğer kıymetli madenlere yatırabilmektedirler⁽¹¹⁸⁾.

(116) SPK Tebliği, Seri VI No.: 4. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

(117) Örneği, s. 306.

(118) SPK Tebliği, Seri VI No.: 4. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

A tipi yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği dışında demirbaş, taşıt aracı ve benzeri aktif değerlerin satışlarından elde edecekleri karlar portföy işletmeciliği dışındaki kazançlarını oluşturacaktır⁽¹¹⁹⁾.

1.2.2. B Tipi Yatırım Ortaklıklarında Portföy İşletmeciliği Kazançları İstisnası

Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca çıkarılan “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”nde tanımlanan A tipi ortaklıkların özelliklerini taşımayan ortaklıklar, uygulamada B tipi ortaklık olarak tanımlanmaktadır.

KVK'nın 8. maddesi 4/b bendine göre portföyündeki hisse senedi tutarı portföy değerinin %25'inin altında kalan yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden elde ettikleri kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

B tipi yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden elde ettikleri ve kurumlar vergisinden istisna edilen kazançlar ile istisna kapsamında olmayan ikincil nitelikli kazançları A tipi yatırım ortaklıkları ile aynıdır. Diğer bir deyimle, yatırım fonlarının aksine A ve B tipi yatırım ortaklıklarının elde ettikleri portföy işletmeciliği kazançları arasında nitelik yönünden bir farklılık bulunmamaktadır⁽¹²⁰⁾.

1.2.3. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarında Kazanç İstisnası

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, Türk sermaye piyasasına “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile girmiştir⁽¹²¹⁾.

(119) Örmeci, s. 307.

(120) Örmeci, s. 307.

(121) SPK Tebliği Seri VIII No.: 21. R.G. 6.7.1993-21629 (Mük.).

Tebliğdeki tanıma göre, Türkiye’de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerinin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen uzun vadeli kaynak aktarımı yatırımı, bu yatırımları gerçekleştiren ortaklıklar ise RSYO olarak tanımlanmıştır.

Risk sermayesi yatırım fonlarında olduğu gibi RSYO’larda da KVK’nın 8. maddesi 4/c bendinde portföy işletmeciliği kazançları terimi yerine ortaklıkların tüm kazançları istisna kapsamına alınmıştır.

RSYO’lar portföy işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklar olduğundan, RSYO kazançlarının, portföy işletmeciliği kazançlarını da içeren geniş bir tanımlama olarak gözönüne alınması gerekmektedir.

1.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Kazanç İstisnası

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, SPK tarafından “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmiştir⁽¹²²⁾.

Tebliğdeki tanıma göre GYO’lar gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işleten ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kurumlarıdır.

GYO’ların kazançları KVK’nın 8. maddesi 4/d bendi hükmüne göre kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

(122) SPK Tebliği Seri VI. No.: 7. R.G. 22.7.1995-22351.

Kurumlar vergisinden istisna edilen GYO kazançlarının gayrimenkul yatırım fonlarında olduğu gibi, GYO portföy işletmeciliği kazançlarını da içeren geniş bir tanımlama olarak gözönünde bulundurulması gerekmektedir⁽¹²³⁾.

1.3. DAR MÜKELLEFLERİN YATIRIM FONLARI VE ORTAKLIKLARININ PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARI

KVK'nın 8. maddesinin 4. bendinin son fıkrasında, Türkiye'de işyeri veya daimi temsilcisi bulunan ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan yatırım fon ve ortaklıkları ile aynı nitelikte olduğu Maliye Bakanlığınca belirlenen dar mükellefiyete tabi yatırım fonları ve ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları istisnasından yararlanma şartlarını, bu hususta düzenlenecek belgeler ile uygulama özelliklerini belirlemeye Maliye Bakanlığı yetkili kılınmıştır.

KVK'na 3571 sayılı kanunla eklenen fıkra ile 20 Şubat 1930 tarihli ve 1567 sayılı TPKKH Kanuna göre ilgili mercilerden izin almak koşulu ile Türkiye'de portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunan dar mükellef yatırım fonları KVK ve GVK'nın uygulanmasından 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan MKYF sayılır, hükmüne yer verilmiştir⁽¹²⁴⁾.

Bu hüküm nedeniyle 1567 sayılı kanuna göre izin alınarak kurulan yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden sağladıkları kazançlar kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

(123) Örmeci, s. 309.

(124) Şaban Erdikler, "Dar Mükellef Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi" Vergi Dünyası, aralık 1989, sayısı 100, s. 65.

Maliye Bakanlığı KVK'nın 8. maddesindeki yetkisini kullanarak, 44 Seri numaralı Kurumlar Vergisi Genel Tebliği ile dar mükellefiyete tabi yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarının kurumlar vergisinden istisna edilmesi ile ilgili koşulları belirlemiştir⁽¹²⁵⁾.

Bu tebliği takiben SPK tarafından çıkarılan 1 numaralı sirküler ile yabancı yatırım fonları ve ortaklıklarının kendi ülkelerindeki hukuki yapıları nedeniyle birbirlerinden kesin sınırlarla ayrılamaması ve Sermaye Piyasası Mevzuatı'ndaki tanımları tam olarak karşılayamamaları nedeni ile Sermaye Piyasası kurulu uygulamaları açısından portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunan, emeklilik ve sigorta kuruluşları ile bunlar tarafından kurulan fonlar ve ortaklıklar, ülke fonları, yatırım kuruluşları, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi pek çok çeşitte olan yabancı kurumsal portföy işletmecilerinin tümünün (Türk yatırım fonlarından mahiyet farklılıkları söz konusu olsa dahi, sorunu yabancı mevzuata göre de çözümlenmek zorunlu olduğundan) mali mevzuat uygulamaları açısından, "Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan menkul kıymet yatırım fonları" gibi değerlendirilmesi uygun görülmüştür⁽¹²⁶⁾.

SPK tarafından yayınlanan 1 numaralı sirkülerden sonra Maliye Bakanlığı'nca yayınlanan 45 seri numaralı kurumlar Vergisi Genel Tebliği ile 44 seri numaralı tebliğdeki koşullara bakılmaksızın SPK'nın 1 numaralı sirkülerindeki şartlara sahip dar mükellef kurumların, tam mükellef kurumların yararlandığı, portföy işletmeciliği kazançlarından yararlanmasına olanak sağlanmıştır.

(125) Örmeci, s. 310.

(126) SPK Yabancı Sermaye Piyasası Kuruluşlarına İlişkin Sirküler, No.: 1.

1.4. PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARI İSTİSNASININ SINIRLARI

KVK'nın 8. maddesinde yatırım fon ve ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmekle birlikte, KVK'nın 24. maddesinde dar mükellef kurumların serbest meslek kazançları, ücretler, menkul ve gayrimenkul sermaye iratları ile telif, imtiyaz, ihtira, işletme, ticaret ünvanı, alameti farika ve benzeri gayri maddi haklarının satışı, devir ve temlik karşılığında alınan tutarlar kurumlar vergisi kesintisine tabi tutulmuştur.

Yine GVK'nın 94. maddesinde yatırım fonu ve ortaklıklarının elde edebileceği her türlü tahvil, bono ve mevduat faizleri ile menkul kıymet alım satım kazançları gelir vergisi kesintisine tabi tutulmuştur.

Sözü edilen kuruluşların portföy işletmeciliği kazançları istisnası, kesinti yoluyla ödenecek vergilere engel teşkil etmemektedir.

GVK'nın 94. maddesine göre

- A tipi yatırım ortaklık ve fonları, risk sermayesi yatırım ortaklık ve fonları, gayrimenkul yatırım ortaklık ve fonları %0
- B tipi olarak adlandırılan yatırım ortaklıkları ve fonları % 10 oranında kesintiye tabi tutulmaktadır⁽¹²⁷⁾.

İlk gruptaki ortaklık ve fonlarda fiili bir vergileme sözkonusu olmamakta iken, B tipi ortaklık ve fonlarda fiili bir vergileme bulunmaktadır⁽¹²⁸⁾.

(127) BKK. 93/5148 R.G. 31.12.1993-21805.

(128) Örmeci, s. 314.

1.5. PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARI İSTİSNASI VE ASGARİ KURUMLAR VERGİSİ

KVK'da 3946 sayılı Kanunla yapılan değişiklikle KVK'nın 25. maddesindeki vergi oranı %25 olarak belirlenmiş, bu orana göre hesaplanan kurumlar vergisinin, iştirak kazançları ile yatırım fonları ve ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden sağladıkları kazançlar hariç, indirim ve istisnalar düşülmeden önceki kurum kazancının %20'sinden az olamayacağı belirtilmiştir.

Bu düzenlemeye göre yatırım fonları ve ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları asgari kurumlar vergisine tabi bulunmamaktadır.

47 Seri Nolu kurumlar Vergisi genel tebliğinde de yatırım ortaklıkları ve fonlarının kurumlar vergisinden istisna edilen portföy işletmeciliği kazançlarının asgari kurumlar vergisi matrahına dahil edilmeyeceği belirtilmiştir.

1.6. PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARI İSTİSNASI VE GELİR VERGİSİ STOPAJI

3946 Sayılı Kanunla KVK'da yapılan değişiklikle, kurum kazançları öncelikle %25 oranında kurumlar vergisine tabi tutulmakta, daha sonra net kurum kazancından hesaplanan kurumlar vergisi ile diğer bir kısım kazançların indirilmesi sonucu elde edilen ve GVK'nın 75. maddesine göre menkul sermaye iradı kabul edilen kurum kazancı, GVK'nın 94. maddesine göre gelir vergisi kesintisine tabi tutulmaktadır.

Bu uygulamanın tek istisnasını ise yatırım fon ve ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden sağladıkları kazançların vergilendirme şekli oluşturmaktadır.

Yatırım fon ve ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları 75. maddeye göre menkul sermaye iradı olarak kabul edilmekle birlikte 94. madde ile stopaj matrahı dışında bırakılmışlardır.

2. YATIRIM FONLARI VE YATIRIM ORTAKLIKLARINDAN ELDE EDİLEN KAR PAYLARININ VERGİLENDİRİLMESİ

Katılma belgelerinde fon pay değeri, fon toplam değerinin, tedavüldeki katılma belgelerinin oluşturduğu pay sayısına bölünmesi ile belirlenmektedir.

Bu özellikleri nedeni ile katılma belgeleri hisse senetlerinden farklılık göstermektedir. 2. Bölümde yapılan açıklamalarda belirtildiği gibi katılma belgelerinin fon pay değerleri, fonun portföyünde yer alan menkul kıymetlerin değerlerine göre günlük olarak hesaplanmakta, bu nedenle katılma belgelerinin fon pay değerleri günden güne değişmektedir.

Yatırımcılar katılma belgelerinden kar payı almamakta, alış ve satış tarihleri arasındaki olumlu ya da olumsuz değer farklılıklarına göre kar ya da zarar etmektedirler. Diğer bir deyimle yatırımcılar katılma belgelerinden alım satım kazancı veya zararı elde etmektedirler.

2.1. KAR PAYI ELDE EDEN GERÇEK KİŞİLERİN VERGİLENDİRİLMESİ

193 Sayılı GVK'nın 75. maddesinde menkul sermaye iradının tanımı yapılarak, hangi gelirlerin menkul sermaye iradı olarak değerlendirileceği açıklanmıştır. Buna göre 3824 sayılı kanunla 75. maddede yapılan düzenleme ile her tür hisse senetlerinin kar paylarının menkul sermaye iradı olduğu hükme bağlanarak, fon katılma belgelerinden elde edilen karlarında, hisse senedi kar payı olarak değerlendirileceği belirtilmiştir⁽¹²⁹⁾.

Bu nedenle yatırım fonları ve ortaklıklarından gerçek kişilerce elde edilen kar payları menkul sermaye iradı olarak kabul edilmektedir.

GVK'nın 3946 sayılı Kanun'la değişik 85. maddesinde kazanç ve iratların belirlenecek istisna sınırları içinde kalması durumunda beyanın gerekmediği belirtilmiştir.

Diğer taraftan kanunun geçici 27. maddesinde, menkul kıymetlerin, menkul kıymet alım satımına yetkili olan bankalar ve aracı kurumlar yoluyla elden çıkartılmasında sağlanan kazançların 31 Aralık 1999 tarihine kadar gelir vergisinden istisna tutulduğu hüküm altına alınmış, bu geçici maddeye 3946 sayılı Kanun'la eklenen hükümde yatırım fon ve ortaklıkları, risk sermayesi yatırım fon ve ortaklıkları, gayrimenkul fon ve ortaklıklarından sağlanan kar payları da istisna kapsamına alınmıştır.

(129) "Bazı Vergi Kanunlarında Değişiklik Yapılması Hakkındaki 3824 S.K. ile ilgili Açıklamalar", Mükellefin Dergisi, Sayı 4, Nisan 1993, s. 21.

Buna göre niteliğine bakılmaksızın yatırım fon ve ortaklıklarından elde edilen kar payları, miktarına bakılmaksızın gelir vergisinden istisna tutulmuştur⁽¹³⁰⁾.

2.2. KAR PAYI ELDE EDEN KURUMLARIN VERGİLENDİRİLMESİ

G.V.K.'nın 75. maddesinde menkul kıymetlerin ticari işletmeye ait olması durumunda, bu iratların ticari kazanç olarak değerlendirileceği belirtilmiştir.

Buna göre bu menkul kıymetleri aktifinde bulunduran kurumlar geçici 27. madde istisna hükümlerinden yararlanamayacaklardır.

Ancak KVK'nın istisnaları düzenleyen 8. maddesine göre kurumlar bu belgelerden sağladıkları kar nedeniyle kurumlar vergisinden istisna edilmektedirler.

2.2.1. A Tipi Yatırım Fon ve Ortaklıkları İle Risk Sermayesi ve Gayrimenkul Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Kar Payları

Hasılat olarak değerlendirilen bu kar payları kurumlar vergisinden istisna edilecek, ancak asgari kurumlar vergisine tabi olacaktır.

Bu paylar üzerinden gelir vergisi kesintisi yapılmayacaktır.

⁽¹³⁰⁾ Yakup Uslu, "3946 S.K. ile Yapılan düzenlemeler Karşısında Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıklarının Portföy Kazançları ile Bunlardan Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi", Maliye Postası Dergisi, 1 Temmuz 1994, Sayı 332, s. 55.

2.2.2. B Tipi Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Kar Payları

Bu kar payları kurumlarda dönem hasılatı olarak değerlendirilerek, kurumlar vergisinden istisna edilmeyecektir. Ayrıca 93/5148 sayılı BKK ile halka açık anonim şirketlerde %10, diğer kurumlarda %20 oranında stopaja tabi tutulacaklardır.

94/5307 sayılı BKK ile bu stopaj oranları 1994 yılından itibaren şu şekilde uygulanmaktadır.

Tablo 3: B Tipi Fon ve Ortaklıklarda Stopaj Oranları

Kar Payının Kurum Kazancındaki Payı	Halka Açık A.Ş. Kesinti Oranı	Diğer
%5'i aşıyorsa	%8.25	%18.25
%10'u aşıyorsa	%6.30	%16.30
%15'i aşıyorsa	%4.12	%14.12
%20'yi aşıyorsa	%1.67	%11.67
%25'i aşıyorsa	%0	%8.89
%30'u aşıyorsa	%0	%5.71
%35'i aşıyorsa	%0	%2.05
%37.5'i aşıyorsa	%0	%0

3. YATIRIM KULÜPLERİNDE VERGİLENDİRME

Dünyadaki uygulamalarda yatırım kulüpleri tüzel kişiliğe sahip olmadığından, kurum olarak vergilendirilmemektedir. Kulüp üyeleri, vergi uygulanan ülkelerde, bireysel yatırımcıların tabi olduğu vergi yasalarına göre vergilendirilmektedirler.

Kulübün vergilendirilmemesi: tüzel kişiliğe sahip olmayışı, amatör, geçici ve özendirilen bir faaliyet için kurulmasının normal bir sonucudur⁽¹³¹⁾.

Türkiye’de yatırım kulüplerinin vergilendirilmesi konusunda hiç bir yasal düzenleme bulunmama ile birlikte, dünyadaki örneklerinde görüldüğü gibi üyelerin fondaki menkul kıymetlerin kesinti yolu ile ödenen vergilerini payları oranında ödemeleri söz konusudur.

4. KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINDA VERGİLENDİRMEİNİN SONUÇLARI

Bu bölümde; vergi kanunlarında hüküm bulunmaması nedeni ile portföy gelirleri ayrıca vergilendirilmeyen yatırım kulüpleri inceleme dışı bırakılarak, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları üzerindeki vergi yükü incelenecektir.

4.1. YATIRIM FONU ve ORTAKLIKLARINDA VERGİLENDİRMEİNİN GÖRÜNÜMÜ

Yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarındaki vergilendirmeyi temel olarak düzenleyen KVK’nın istisnalarına ilişkin 8. maddesine göre birinci grupta A tipi fon ve ortaklıklar, risk sermayesi fon ve ortaklıkları ile gayrimenkul fon ve ortaklıkları, ikinci grupta ise B tipi fon ve ortaklıklar değerlendirilmektedir.

Buna göre kurum bazında vergilendirmenin görünümü şematik olarak şu şekilde olmaktadır.

(131) Fertekligil, s. 38.

Tablo 4: Yatırım Fon ve Ortaklıkları Bünyesinde Vergilendirme

	A Tipi Fon ve Ortaklıklar ile Gayrimenkul ve Risk Sermayesi Fon ve Ortaklıkları	B Tipi Yatırım Fon ve Ortaklıkları
Portföy Kazancı	100	100
Kurumlar Vergisi (%25)	İstisna	İstisna
Asgari Kurumlar Vergisi (%20)	İstisna	İstisna
Kalan	100	100
Gelir Vergisi Stopaj Matrahı	100	100
Gelir Vergisi Stopajı (GVK 94/6)	-	(%10) 10
Dağıtılabilir Kar Payı	100	90

Tabloda da görüldüğü gibi ilk gruba giren A tipi yatırım fon ve ortaklıkları ile gayrimenkul ve risk sermayesi fon ve ortaklıkları ile ikinci grupta yer alan B tipi yatırım fon ve ortaklıklarının kurumlar vergisi açısından portföy kazançları kurumlar vergisi ve asgari kurumlar vergisinden istisna tutulmakta, bununla birlikte B tipi fon ve ortaklıkların %10 oranında stopaja tabi olmaları sonucunda hissedar ya da katılma belgesi sahiplerine dağıtacakları kar payı arasında yine bu oranda bir düşme oluşmaktadır.

Bu gelirleri elde eden gerçek kişi yatırımcılar açısından ek bir vergi rejimine bağlı olmamaları nedeni ile ikinci gruptakilerin üzerinde %10 vergi yükünün bulunduğu, birinci gruptakilerin üzerinde ise bulunmadığı söylenebilir.

4.2. YATIRIM FON VE ORTAKLIKLARINDAN ELDE EDİLEN KAR PAYLARININ, ELDE EDEN KURUMLARDA VERGİLENDİRİLMESİ

Tablo 4'teki tutarları kurumlar vergisi mükelleflerinin aynen aldığı kabul edilerek, bu kurumların başka bir gelirleri bulunmadığı varsayılırsa vergilendirmenin şematik görünümü Tablo 5'teki gibi olacaktır.

Tablo 5: Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Gelirlerin Kurum Bünyesinde Vergilendirilmesi

	A Tipi Fon ve Ortaklıklar İle Gayrimenkul ve Risk Sermayesi Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Kar Payı		B Tipi Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Kar Payı	
	Halka Açık A.Ş.de	Diğer Kurumlarda	Halka Açık A.Ş.de	Diğer Kurumlarda
Elde Edilen Kar Payı	100	100	90	90
Kurumlar Vergisi (%25)	İstisna	İstisna	22.5	22.5
Kalan	100	100	67.5	67.5
Asgari K.V. (%20)	20	20	N.V.T.	N.V.T.
Kalan	80	80	67.5	67.5
G.V. Stopaj Matrahı	80	80	67.5	67.5
Kesilen Gelir Vergisi	İstisna	İstisna	(%10) 6.75	(%20) 13.5
Kalan	80	80	60.75	54
Dağıtılabılır Kar Payı	80	80	60.75	54

Tabloya göre ilk gruptaki fon ve ortaklıklardan elde edilen gelirler kurumlar vergisinden istisna tutulmakta, ikinci grupta ise %25 oranında kurumlar vergisine tabi tutulmaktadır.

İkinci aşamada ise ilk grup için %20 oranında asgari kurumlar vergisi hesaplanırken, ikinci grup normal vergiye tabi olduğu için asgari kurumlar vergisi hesaplanmamaktadır.

Kalan miktarlar aynı zamanda gelir vergisi stopaj matrahını da oluşturmakta ilk grup istisna kapsamında kalırken, ikinci grupta halka açık anonim şirketler %10, diğer kurumlar %20 oranında gelir vergisi stopajına tabi tutulmaktadır.

Stopaj hesaplamasının sonucunda dağıtılabilir kar rakamına ulaşılmakta bunun sonucunda vergi yükü şu şekilde oluşmaktadır.

Tablo 6: Fon ve Ortaklıklardan Gelir Elde Eden Kurumlarda Vergi Yükü

A Tipi Fon ve Ortaklıklar İle Gayrimenkul ve Risk Sermayesi Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Gelirlerde Vergi Yükü		B Tipi Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Gelirlerde Vergi Yükü	
Halka Açık A.Ş.de	Diğer Kurumlarda	Halka Açık A.Ş.de	Diğer Kurumlarda
%20	%20	%39.25	%46

Sonuç olarak birinci gruptan elde edilen gelirlerde vergi yükü halka açık anonim şirketlerle, diğer kurumlarda aynı olmakta iken, ikinci gruptan elde edilecek gelirlerdeki vergi yükü %39.25, diğer kurumlarda %46 olarak gerçekleşmektedir.

Bölüm 2.2.2.'de belirtilen 94-5307 sayılı BKK uyarınca Tablo 3'te belirtilen tutarı aşan ikinci grup gelirlerin vergilendirilmesi ise şöyle olacaktır.

Aşağıda Tablo 7'de de görüldüğü gibi farklı oranların uygulanması sonucu vergi yükü halka açık anonim şirketlerde %38.07'den %32.50'ye kadar düşerken diğer kurumlarda %44.82'den %32.50'ye kadar düşmektedir.

Tablo 7: Kurum Bünyesinde Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi

	I. Grupta Elde Edilen Kar Payları		II. Grupta Elde Edilen Kar Payları																
	Halka Açık A.Ş. de	Diğer Kurumlarda	Halka Açık A.Ş. de Payı						Diğer Kurumlarda Payı										
			%5	%10	%15	%20	%25	%30	%35	%37.5	%5	%10	%15	%20	%25	%3	%35	%37.5	
Elde Edilen Kar Payı	100	100	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	
Kurumlar Vergisi (%25)	İstisna	İstisna	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	
Kalan	100	100	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	
Asgari K.V. (%20)	20	20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Kalan	80	80	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	
G.V. Stopaj Matrahı	80	80	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	
Stopaj Oranı	-	-	8.25	6.30	4.12	1.67	0	0	0	0	0	0	0	18.25	16.30	14.12	11.67	8.89	
Kesilen Gelir Vergisi	İstisna	İstisna	5.57	4.25	2.78	4.13	0	0	0	0	0	0	12.32	11.00	9.53	7.88	6.00	3.85	
Kalan	80	80	61.93	63.25	64.72	66.37	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	55.18	56.5	57.97	59.62	61.5	
Dağıtılabilir Kar Payı	80	80	61.93	63.25	64.72	66.37	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	55.18	56.5	57.97	59.62	61.5	
Vergi Yüklü	20	20	38.07	36.75	35.28	33.63	32.5	32.5	32.5	32.5	32.5	32.5	32.5	44.82	43.5	42.03	40.38	38.5	

4.3. KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ REGRESYON YOLUYLA İNCELENMESİ

Bu bölümde yatırım fon ve ortaklıklarına ilişkin vergilendirmenin fon tipleri bazında, İMKB Endeksi ile zamana bağlı olarak değişimleri incelenmektedir.

Tablo 8: 1993 Yılı İçinde A Tipi Fon olarak Kurulup Faaliyette Bulunan Yatırım Fonları

Fon Adı	Tescil Tarihi
1. Akbank TAŞ 3. YF	29/06/1993
2. Alternatifbank AŞ 1.YF	12/08/1993
3. Ata Men.Değ. AŞ 1. YF	22/02/1993
4. Birleşik Türk Körfez Bankası AŞ 1. YF	09/06/1993
5. CU Sigorta AŞ 1. YF	26/10/1993
6. Fon Menkul Değerler AŞ 1. YF	10/06/1993
7. Garanti Menkul Değerler AŞ 1. YF	30/06/1993
8. Global Menkul Değerler AŞ 1. YF	28/04/1993
9. Hak Menkul Değerler AŞ 1. YF	13/10/1993
10. Koçbank AŞ 1. YF	11/05/1993
11. Koçbank AŞ 3. YF	17/12/1993
12. Tekstilbank AŞ 3. YF	15/10/1993
13. TYT Bank AŞ 1. YF	12/07/1993
14. Türk Ekonomi Bankası AŞ 1. YF	14/09/1993
15. Türkiye İş Bankası AŞ 7. YF	25/02/1993
16. Türkiye Kalkınma Bankası AŞ 2. YF	18/08/1993
17. Türkiye Konut Endüstri ve Ticaret Bankası AŞ 1. YF	23/07/1993

Not: TYT Bank AŞ'ye ait 1. YF bankanın 1994 finansal krizinde iflasıyla birlikte SPK Mevzuatına göre tasfiye edilmiştir.

Yatırım fonları ile ilgili vergi düzenlemeleri 1981 yılında başlamış, 1.1.1994'ten itibaren geçerli olmak üzere bir önceki bölümde belirtildiği üzere stopaj oranlarının farklılaştırılması ile

getirilen teşvikler sonucu 1993 yılında önemli değişiklikler gözlenmiştir. Bu düzenlemenin geçerlilik tarihi öncesindeki bir yıllık dönemde 17 adet A tipi yatırım fonu kurulurken 23 adet B tipi fon ise A tipi fona dönüşerek faaliyetlerine devam etmiştir. Bunlar Tablo 8'de gösterilmiştir.

Tablo 9: 1993 Yılı İçinde A Tipine Dönüşen B Tipi Yatırım Fonları

Fon Adı	Tescil Tarihi
1. Demirbank TAŞ 1. YF	29/03/1993
2. Egebank AŞ 2. YF	28/09/1993
3. Esbank TAŞ 3. YF	24/08/1993
4. Firiansbank AŞ 2. YF	02/02/1993
5. Finansbank AŞ 4. YF	24/06/1993
6. İmpexbank AŞ 2.YF	03/09/1993
7. İnterbank AŞ 5. YF	25/02/1993
8. İktisat Bankası TAŞ 4. YF	19/07/1993
9. İktisat Bankası TAŞ 5. YF	23/02/1993
10. Türk Ticaret Bankası AŞ 3. YF	28/09/1993
11. Türk Dış Ticaret Bankası AŞ 1. YF	03/05/1993
12. Türk Dış Ticaret Bankası AŞ 2. YF	03/05/1993
13. Türk Dış Ticaret Bankası AŞ 3. YF	03/05/1993
14. Türkiye Emlak Bankası AŞ 2. YF	30/03/1993
15. T. İşbankası AŞ 1. YF	31/12/1993
16. T. İşbankası AŞ 2. YF	13/08/1993
17. T. İşbankası AŞ 3. YF	12/10/1993
18. T. Sınai Kalkınma Bankası AŞ 1. YF	19/04/1993
19. T. Garanti Bankası AŞ 4. YF	29/03/1993
20. T. Garanti Bankası AŞ 5. YF	29/03/1993
21. T. Vakıflar Bankası TAO 4. YF	31/03/1993
22. T. Vakıflar Bankası TAO 6. YF	04/10/1993
23. Yapı ve Kredi Bankası AŞ 3. YF	02/08/1993

Not: İmpexbank AŞ'ye ait 2. YF bankanın 1994 finansal krizinde iflasiyla birlikte SPK Mevzuatına göre tasfiye edilmiştir.

Yatırım ortaklıkları açısından vergi düzenlemeleri yatırım fonlarıyla aynı dönemde yapılmış 1992 yılı sonu itibarı ile kurulmuş

olan iki yatırım ortaklığı mevcut iken bu rakam 1993 yılında 3, 1994 yılı sonunda 6, 1995 yılı sonunda ise 12 olmuştur. Halen SPK dan kuruluş izinleri alınmış kuruluş aşamasında ikisi kamu bankaları, biri bir özel sektör kuruluşuna ait olmak üzere 3 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı bulunmaktadır.

Yatırım Ortaklıklarının kümülatif çıkarılmış sermayeleri ise yıllar itibariyle büyük değişim göstermiş, 1992 sonunda 245 milyar TL iken, 1993 sonunda 440, 1994 sonunda 890, 1995 sonunda 2.240 milyar TL olmuştur.

Bu bölümde yapılan çalışmada toplam portföy değeri ve portföyündeki varlıklar açısından gerekli sayısal veriler Kasım 1995'ten itibaren SPK tarafından açıklanmaya başlanan Yatırım Ortaklıkları regresyon yoluyla 7 aylık dönemde anlamlı sonuçlar vermeyeceği için incelenmemiş, yatırım fonlarına ilişkin Ocak 1994'ten itibaren açıklanan veriler inceleme kapsamına alınmıştır.

Analizlerde SPSS 6.0 for Windows adlı istatistik paket programı kullanılmış, genel olarak zaman içinde değişim ve endeks değerlerinden etkilenme araştırılarak gerekli yorumlar ilgili çıktılarında belirtilmiştir.

Tablo 10: Yatırım Fonlarının Değerleri ve İMKB Endeks Tablosu

ZAMAN	ATIPI	BTIPI	TOPLAM	IMKBINDX
1994/1	12183271.8	7126917.10	19310188.9	20104.840
2	6517725.5	5849751.30	12367476.8	16199.500
3	3816476.2	5856043.50	9672519.7	14087.160
4	2606594.3	7550034.50	10156628.8	15096.680
5	2221903.6	8987601.60	11209505.2	14749.100
6	2390632.5	13354514.1	15745146.6	19471.730
7	5339184.4	14983488.2	20322672.6	21752.210
8	4371746.0	20770664.2	25142410.2	25466.080
9	4347432.1	24788693.8	29136125.9	26825.530
10	4142653.1	26146643.9	30289297.0	24889.500
11	3534543.8	28876000.1	32410543.9	28181.040
12	3105496.2	24774787.6	27880283.8	27257.140
1995/1	2447088.7	24419589.8	26866678.5	25228.780
2	3308172.7	29392595.7	32700768.4	29122.910
3	5145398.1	36171685.7	41317083.8	39837.330
4	11025490.8	36381212.0	47406702.8	46615.190
5	8680077.7	34737791.9	43417869.6	47320.920
6	9271115.4	43409287.4	52680402.8	48233.010
7	10536992.5	51089303.9	61626296.4	51943.750
8	8703733.8	52566103.0	61269836.8	45139.570
9	6033962.5	34686238.1	40720200.6	41707.610
10	6995062.5	33667038.9	40662101.4	46324.640
11	4907928.9	30663625.3	35571554.2	37757.810
12	4485982.0	26574994.5	31060976.5	40024.570
1996/1	3706497.5	30170666.4	33877163.9	49489.500
2	4845557.6	40949714.2	45795271.8	60546.510
3	4623800.1	45423038.5	50046838.6	57045.180
4	4859068.3	55078445.9	59937514.2	64722.750

Number of cases read: 28

Number of cases listed: 28

A Tipi Fonlarla İMKB Endeksi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Listwise Deletion of Missing Data

Equation Number 1 Dependent Variable.. ATIPI

Block Number 1. Method: Enter IMKBINDX

Variable(s) Entered on Step Number

1.. IMKBINDX

Multiple R .36084
 R Square .13021
 Adjusted R Square .09676
 Standard Error 2617881.9208

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	26674663914899.3000	26674663914899.3
Residual	26	178185949532166.900	6853305751237.19

F = 3.89223 Signif F = .0592

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
IMKBINDX	66.432247	33.672822	.360845	1.973	.0592
(Constant)	3168160.3182	1283880.049		2.468	.0205

End Block Number 1 All requested variables entered.

Bağımlı değişken olarak A tipi yatırım fonları toplam değerlerinin, bağımsız değişken olarak İMKB endeksinin alındığı incelemede korelasyon katsayısı $R^2=0.13021$ olarak bulunmuş, regresyonun genel anlamının sınanmasında, F değeri 3.89223, SigF değeri 0.592 olarak bulunmuştur.

Bu bize regresyonun genel olarak anlamlı olduğunu ama ilişkinin oldukça zayıf olduğunu göstermektedir.

İlgili çözümlere bize;

A Tipi Fon Değerleri Toplamı= $3168160,3182+66,432247 \cdot \text{İMKB Endeksi}$ şeklinde bir regresyon bağıntısı vermektedir. Bu denklemin katsayıları da yapılan T testine göre anlamlı bulunmuştur.

B Tipi Fonlarla İMKB Endeksi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Listwise Deletion of Missing Data

Equation Number 1 Dependent Variable.. BTIPI

Block Number 1. Method: Enter İMKBİNDX

Variable(s) Entered on Step Number

1.. İMKBİNDX

Multiple R .91145
 R Square .83074
 Adjusted R Square .82423
 Standard Error 5994512.0470

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	4585651435986260.00	4585651435986260
Residual	26	934288541722698.000	35934174681642.2

F = 127.61254 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
İMKBİNDX	871.023724	77.105135	.911451	11.297	.0000
(Constant)	-2272653.968	2939870.725		-.773	.4465

End Block Number 1 All requested variables entered.

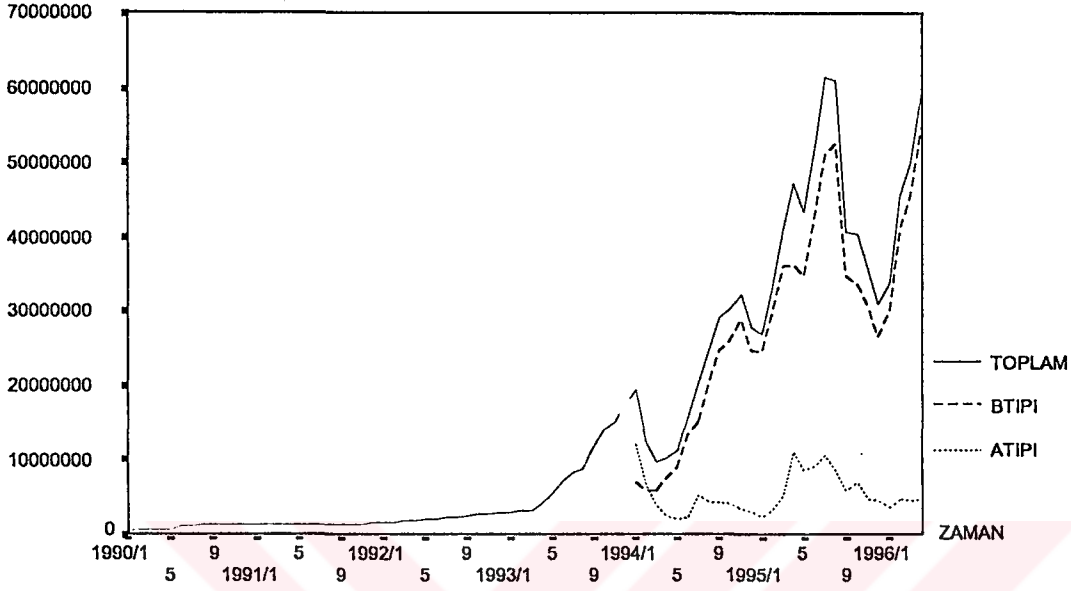
Bağımlı değişken olarak B tipi yatırım fonları toplam değerlerinin, bağımsız değişken olarak İMKB endeksinin alındığı incelemede korelasyon katsayısı $R^2=0.8374$ olarak bulunmuş, regrasyonun genel anlamının sınanmasında, F değeri 127.61254, SigF değeri 0 olarak bulunmuştur.

Bu bize regresyonun genel olarak anlamlı olduğunu ve ilişkinin çok güçlü olduğunu göstermektedir.

İlgili çözümleme bize;

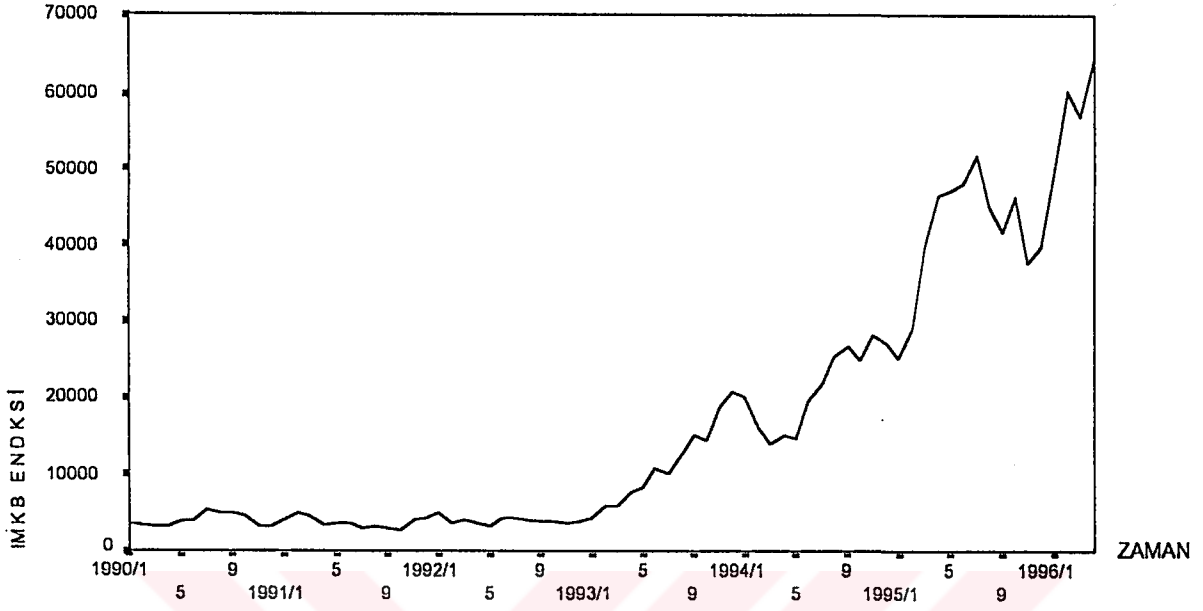
B Tipi Fon Değerleri Toplamı= $-2272653,968+871,023724 \cdot \text{İMKB Endeksi}$ şeklinde bir regresyon bağıntısı vermektedir. Bu denklemin katsayıları da yapılan T testine göre anlamlı bulunmuştur.

Çizelge 1: A Tipi ve B Tipi Yatırım Fonlarının Portföy Toplamları Yönünden Karşılaştırılması



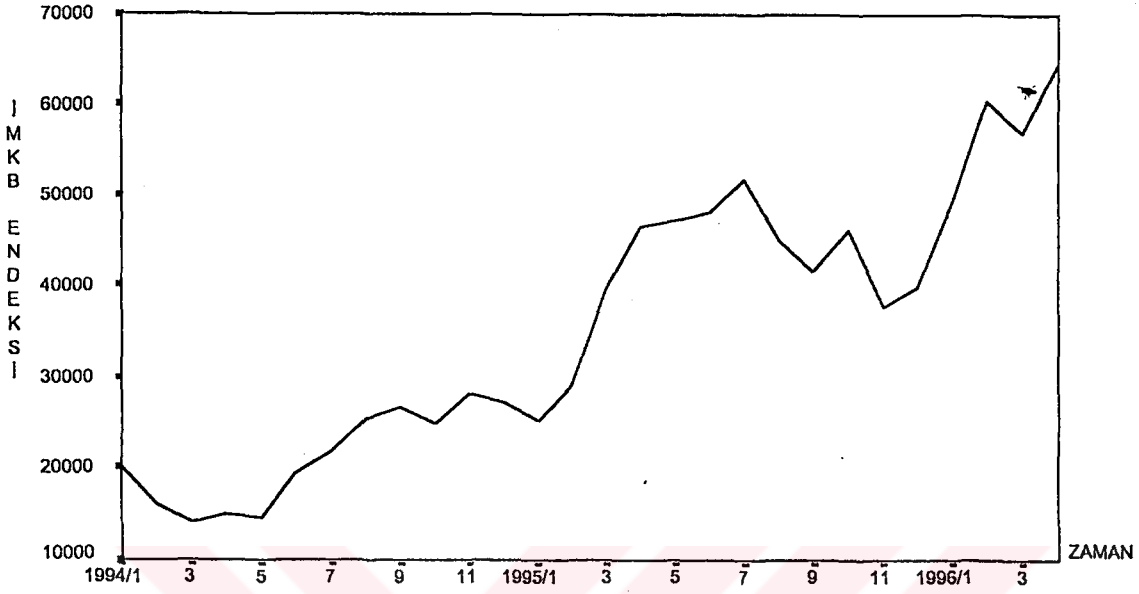
Yatırım fonlarının 1994 yılından itibaren A ve B tipi olarak ayrılmasını izleyen dönemlerde yatırım fonlarının toplam portföy değerleri korelasyon katsayılarının gösterdiği üzere A tipi fonlarda genellikle aynı yönde olmak üzere fakat daha düşük oranda, B tipi fonlarda ise yine aynı yönde fakat daha yüksek hesaplanmıştır.

Çizelge 2: İMKB Endeks Değerleri (1990-1996)



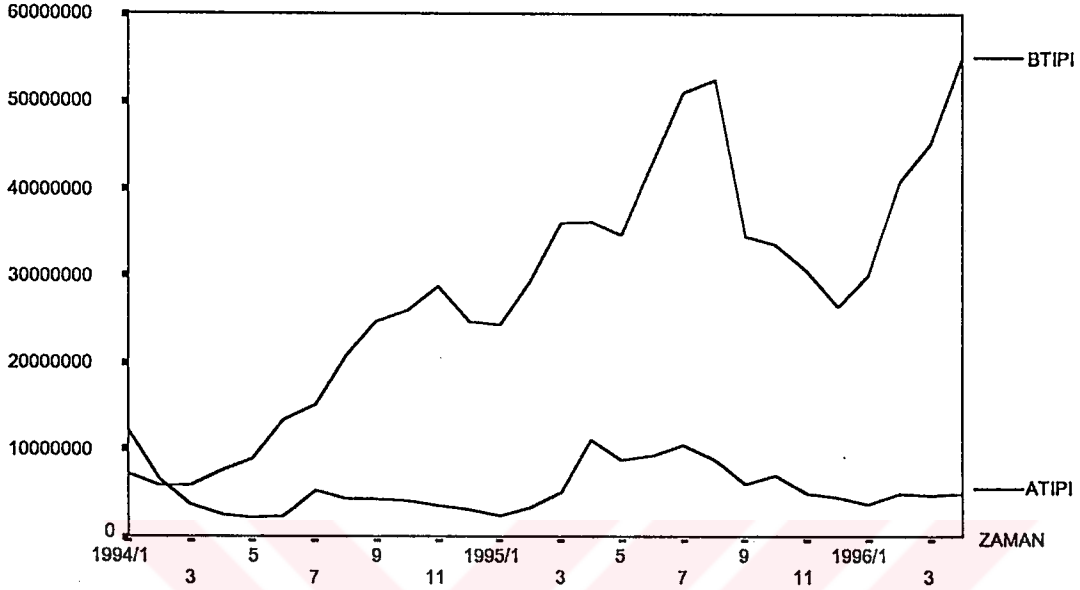
Çizelge 2'de görüldüğü gibi İMKB Endeksi 1990-1993 arasında belli bir aralıkla değişirken 1993'ten itibaren aşırı dalgalanmalar görülmüştür. Yükselme eğilimi 1993'ten itibaren görülmeye başlanmıştır.

Çizelge 3: İMKB Endeks Değerleri (1994-1996)



B tipi yatırım fonlarının toplam portföy değerlerinin yüksek olması A ve B tipi fon portföy değerlerinin toplamını daha fazla etkilemekte, çizelge 3'den de anlaşılacağı gibi B tipi fonların toplam portföy değerlerinin zaman içerisindeki dağılımı ile İMKB Endeksinin zaman dağılımı benzerlik göstermektedir.

Çizelge 4: A ve B Tipi Fonların Toplam Değerleri (1994-1996)



A tipi ve B tipi fonlar zaman içerisinde birlikte incelendiğinde A tipi fonların toplam portföy değerlerinin 1994 başında birbirinden ayrılmalariyla birlikte yüksek olduğu, izleyen dönemlerde düştüğü, toplam portföy değerlerinin B tipi fonların altında kaldığı söylenebilir.

Bununla birlikte toplam portföy değerlerinin genel olarak artışlarının ve azalışlarının oran olarak aynı olmamakla birlikte, aynı yönde olduğu, eğilimlerinin benzerliği görülebilmektedir.

Her ikisinde de dalgalanmalar olmakla birlikte, bunun B tipi fonlarda A tipi fonlara göre oldukça yüksek olduğunu söyleyebiliriz.

**A ve B Tipi Fonlar Portföy Değerleri İle İMKB Endeksi Arasındaki İlişkinin
İncelenmesi**

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Listwise Deletion of Missing Data

Equation Number 1 Dependent Variable.. TOPLAM

Block Number 1. Method: Enter IMKBINDX

Variable(s) Entered on Step Number

1.. IMKBINDX

Multiple R .97227
R Square .94530
Adjusted R Square .94455
Standard Error 4207827.2184

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	22336841576927940.0	2.233684158E+16
Residual	73	1292524122690997.00	17705809899876.7

F = 1261.55435 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
IMKBINDX	1000.096892	28.157176	.972265	35.518	.0000
(Constant)	-1863702.449	670778.8505		-2.778	.0069

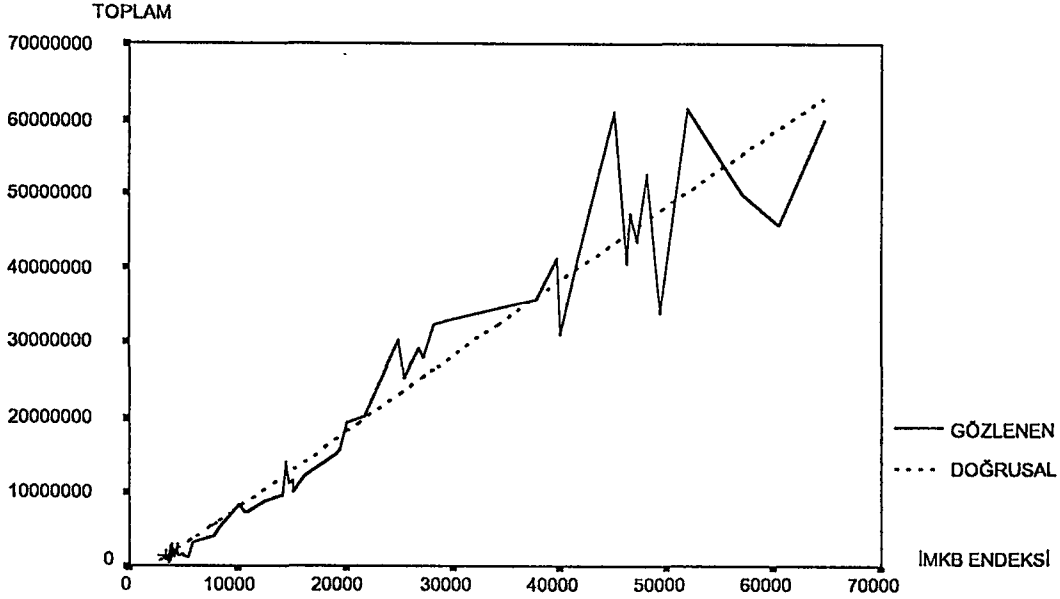
Bağımlı değişken olarak A ve B tipi yatırım fonlarının toplam değerlerinin, bağımsız değişken olarak İMKB endeksinin alındığı incelemede ise korelasyon katsayısı $R^2=0.94530$ olarak bulunmuş, regrasyonun genel anlamının sınanmasında, F değeri 1261,55435, SigF değeri 0 olarak bulunmuştur.

Bu bize regresyonun istatistiksel olarak oldukça güçlü bir ilişkinin varlığını göstermektedir.

İlgili çözümleme bize;

Toplam Fon Portföy Değerleri= $-1863702,449+1000.096892*İMKB$ Endeksi şeklinde bir regresyon bağıntısı vermektedir. Bu denklemin katsayıları da yapılan T testi tarafından onaylanmaktadır.

Çizelge 5: YF Toplam Portföy Değerleri -İMKB Endeksi



Bu grafik A ve B tipi Yatırım Fonlarının Toplam portföy değerleri ile İMKB Endeksi arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Kesikli çizgilerle gösterilen grafik ise bir önceki sayfada belirtilen bağıntının grafiğidir.

İki değişken arasındaki ilişki olduğu çizelgede gözükmemektedir. Bununla birlikte özellikle 40.000 endeks değerinden sonraki dalgalanmalar daha fazla olmaktadır.

YF Toplam Portföy Değerlerinin Zamana Bağlı Değişimi

Dependent variable.. TOPLAM

Method.. LINEAR

Listwise Deletion of Missing Data

Multiple R .85560
 R Square .73205
 Adjusted R Square .72838
 Standard Error 9313116.51082

Analysis of Variance:

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	1.7297774E+16	1.7297774E+16
Residuals	73	6.3315922E+15	86734139144191

F = 199.43443 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
Time	688567.591695	48758.07049	.855597	14.122	.0000
(Constant)	-11860606.531991	2158039.030		-5.496	.0000

Hi-Res Chart # 5:Curvefit for toplam

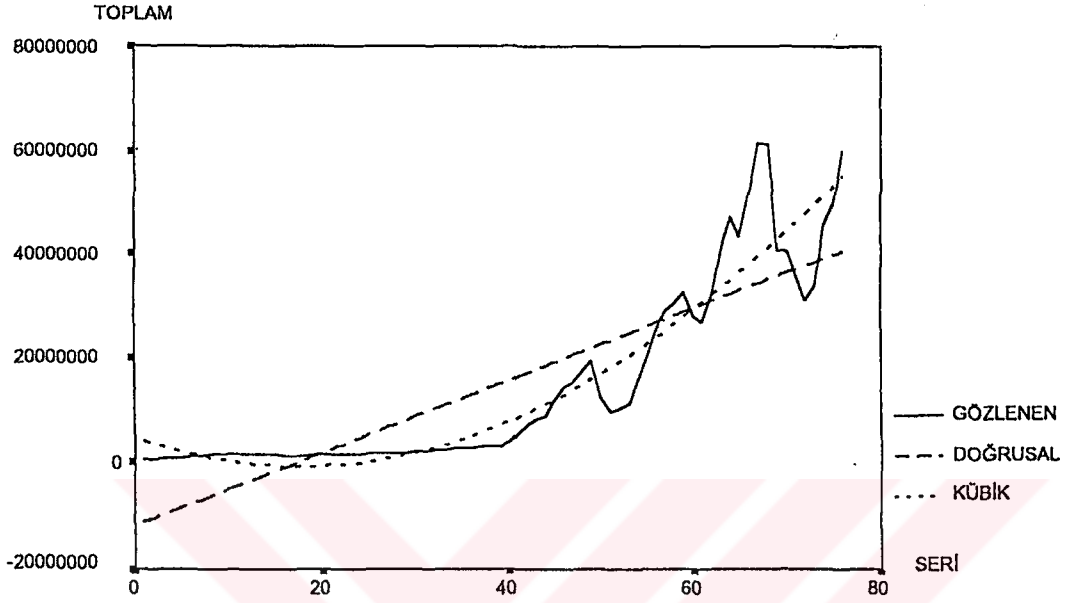
Bağımlı değişken olarak A tipi ve B tipi yatırım fonlarının toplam portföy değerlerinin, bağımsız değişken olarak zamanın alındığı zaman serisi analizinde diğer bir deyişle fon toplam portföy değerleri ile zaman arasındaki incelemede korelasyon katsayısı $R^2=0.73205$ olarak bulunmuş, regrasyonun genel anlamda sınanmasında, F değeri 199.43443, SigF değeri 0 olarak bulunmuştur.

Bu bize regresyonda istatistiksel olarak oldukça güçlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.

İlgili çözümlere bize;

Toplam Fon Portföy Değeri= $-11860606.531991+688567.591695 \cdot \text{Zaman}$ şeklinde bir regresyon bağıntısı vermektedir. Bu denklemin katsayıları da yapılan T testine göre anlamlı bulunmuştur.

**Çizelge 6: Fon Portföy Değerleri Toplamının Zaman Serisi Yardımıyla
Gösterimi (1990=1)**



Bağımlı değişkenin zamana göre incelenmesi sonucunda ikisi arasında kuvvetli bir ilişki olduğu daha önce açıklanmıştır.

Bu ilişki grafikte de görülebileceği gibi kübik (3. derece) bir fonksiyona daha çok uymakta fakat hem daha rahat kullanılabilmesi, hem de varsayımların daha iyi sağlandığı doğrusal form analiz edilerek 1. dereceden bir fonksiyon olarak bir önceki sayfada belirtilen denklem hesaplanmıştır.

**İMKB Endeksinin A Tipi Fonların Portföyünde Bulunan Hisse Senetleri İle
İlişkisi**

Dependent variable.. İMKBINDX Method.. LINEAR

Listwise Deletion of Missing Data

Multiple R .47057
R Square .22143
Adjusted R Square .19149
Standard Error 13453.40596

Analysis of Variance:

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	1338383818.5	1338383818.5
Residuals	26	4705847428.2	180994131.9

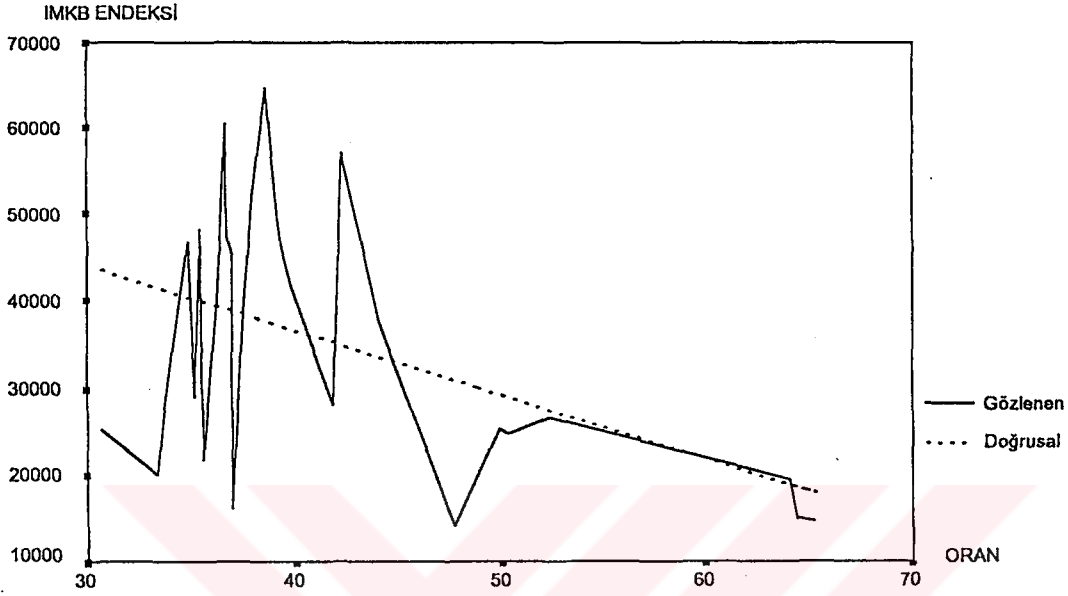
F = 7.39463 Signif F = .0115

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
ORAN	-735.774973	270.574535	-.470565	-2.719	.0115
(Constant)	66107.161734	11652.60925		5.673	.0000

Hi-Res Chart # 1:Curvefit for imkbindx

Çizelge 7: A Tipi YF Portföylerinde Bulunan Hisse Senetlerinin Oranı ile İMKB Endeksi Grafiği



A tipi yatırım fonlarının portföylerinde bulundurulmuş hisse senedi oranları ile İMKB Endeksi arasındaki ilişki araştırıldığında $R^2=0.22143$ olarak bulunmuş, regresyonun genel anlamda sınanmasında F değeri 7.39463 SigF 0.0115 olarak bulunmuştur.

Burada endekse göre A tipi yatırım fonlarındaki hisse senedi oranının çok geniş bir aralıkta dalgalanma göstermesine karşılık regresyonun anlamlı olduğu, özellikle 1995 yılının son çeyreğinden (50. zaman dilimi) itibaren hemen hemen aynı yönde olduğu söylenebilir.

SONUÇ

Sermaye Piyasasında kurumsal yatırımcı olarak pozisyon alan, piyasada derinliğin sağlanmasına yardımcı olan kollektif yatırım kuruluşları tüm dünyada özellikle 1980'lerin başından itibaren büyük gelişme göstermiştir.

Türkiye'de 1981 yılından itibaren yatırım fon ve ortaklıkları konusunda geniş çaplı düzenlemeler yapılmış, yatırım kulüpleri konusunda ise yasal bir düzenleme yapılmamış, bu kurumlar düzenleme dışında tutulmuşlardır.

Yapılan yapısal düzenlemelerin ardından bu kuruluşların vergi yönünden teşviki gündeme gelmiş, bunda ise 1981 yılında kuruluşlarına imkan tanınmasına rağmen ilk yatırım fonunun 1987 yılında, ilk yatırım ortaklığının ise 1991 yılında kuruluşların, gelişimlerinin yavaş olması, sermaye piyasasındaki derinliğe etkilerinin çok az olması önemli bir etken olmuştur.

Özellikle A tipi fonlara getirilen vergi avantajları portföylerinde %25'ten fazla devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış KİT'ler dahil Türkiye'de kurulma ortaklıkların hisse senetlerine yatırım yapma şartını da beraberinde getirmiştir. Burada amaçlanan Türk Sermaye Piyasasının A tipi fonlar yardımıyla geliştirilmesi, özelleştirmeye ivme kazandırılması yanında, borsanın düşüş dönemlerinde A tipi fonların portföylerindeki hisse senetlerinin oranlarını %25'in altına düşürmemek amacı ile hisse senedi alımına geçerek piyasa düzenleyici rol oynamalarını sağlamak şeklinde

belirtilebilir.

Bununla birlikte fon portföyleri incelendiğinde 1994 yılı başında A tipi fonların portföy değerleri toplamının B tipi fonlardan fazla olduğu görülmekte 1994'ün üçüncü ayından itibaren büyük bir düşüş görülmektedir.

Bunun sebebi ise 1994 krizi sırasında İnterbank faizlerinin gecelik %1000'leri aşması, devletin maliye politikası gereğince Hazine Bonosu ve devlet tahvilleri ihracı nedeniyle çok yüksek faizlerle borçlanması sonucunda B tipi yatırım fonlarının yüksek faiz ortamında büyük gelirler elde ederek toplam portföy değerlerini arttırması olarak açıklanabilir.

Araştırmanın 4.3. bölümündeki analizlerde de görüldüğü gibi A tipi fonların B tipi fonlara göre toplam fon portföy değerleri açısından oldukça düşük kalması bunun bir kanıtı olmaktadır.

İMKB Endeksine göre A tipi fonların B tipi fonlara göre ilişki katsayılarının düşük çıkması ise A tipi fonların endekse göre Beta değerleri düşük hisse senetlerine yatırım yapmalarının, B tipi fonların ise portföylerinin belli bir oranını endeksle bağıntılı hisse senetlerine ve endekse direkt etki eden borçlanma senetlerine yatırım yapmaları, yatırım serbestliğinin olması şeklinde açıklanabilmektedir.

A ve B tipi fonların toplam portföy değerlerinin İMKB Endeksi ile korelasyonun %94 olarak bulunması endeks ile yatırım fonları arasında çok yüksek oranlı bir ilişkinin var olduğunu, fonların piyasaya düzenleyicilik görevlerini yerine getirdiklerini göstermektedir. Bunda vergi düzenlemelerinin etkisinin de olduğu söylenebilir.

A tipi fonların portföylerindeki hisse senetleri oranı ile endeks arasındaki korelasyon ise 1994 ve 1995 yılı başlarında oldukça geniş bir aralıkta oluşan grafiğin finansal krizden etkilenme dönemine rastladığı, 1995 yılı ortalarından sonra bir paralelliğin oluşarak A tipi fonların amacına kısmen de olsa ulaşıldığını göstermektedir.

Bu açıklamalar altında kolektif yatırım kuruluşlarında yapılan vergi düzenlemelerinin kriz döneminde amaçları dışına çıktığı, krizin azaltılmasını talep eden dönemde amaçların gerçekleştiğini bununla birlikte faizlerin yüksek oranlara ulaştığı dönemlerde kolektif yatırım kuruluşlarının faiz gelirlerine yönelerek, piyasa düzenleyicilik işlevlerini yerine getiremedikleri gözlenmiştir.

Özellikle A tipi fonların %25'lik hisse senedi oranının çok üzerine çıkmaları (%40-60 gibi) endeksin düşüş dönemlerindeki düzenleyicilik işlevlerini yerine getirememelerine neden olmuştur. Bu tip fonlardan amaçların elde edilebilmesi için %25'lik oranın yükseltilmesi ya da bir üst sınır getirilmesi gerekmektedir.

Bu bilgilerin ışığında; Kolektif yatırım kuruluşlarının geliştirilmesine yönelik olarak yapılması gereken öncelikle yatırım kulüpleri konusunda yasal düzenlemeler yapılarak, bununla ilişkili olarak izinsiz aracılık faaliyetleri kısmen de olsa engellenmeli, fon ve ortaklıklarda asgari kuruluş sermayesi miktarları indirilerek, kuruluşları kolaylaştırılmalı, özellikle İMKB'de yatırım ortaklıklarının piyasa fiyatlarındaki düşüklüğün giderilebilmesi için kendi hisse senetlerine yatırım imkanı sağlanmalı, yatırım fonlarına yatırım ortaklığı hisse senedi alma imkanı sağlanmalı, son olarak da kurumlar vergisi mükelleflerine yatırım ortaklığı hisse senetlerinden elde ettikleri kazançlar için vergi istisnası getirilerek fon ve ortaklıklardaki stopaj oranları kaldırılmalı veya düşürülmelidir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

Kitaplar:

- Amling, Frederick : Investments, An Introduction to Analysis and Management, Sixth Edition, Prentice-Hall Inc. Washington D.C. 1989.
- Bolak, Mehmet : Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, 2. Baskı, İstanbul 1994.
- Karşlı, Muharrem : Sermaye Piyasası, Borsa, menkul Kıymetler, 4. Baskı, İstanbul, Mayıs 1994.
- Örmeci, Musa : Kurumlar Vergisi Kanunu Uygulama Esasları, İstanbul, Mart 1995.
- Tevfik, Gürman : Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları, Teori ve Uygulama, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul, Mart 1995.
- Vural, Güven : Yatırım Ortaklıkları, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları, No: 120, Ankara, 1978.

Yılmaz, Celali : Sermaye Piyasasında Vergilendirme, SPK Yayın No: 23, Ankara, Aralık 1995.

Makaleler:

Artun, Tuncay : Bir "Yatırım Fonu" Öyküsü, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Kasım 1986.

Erdikler, Şaban : Dar Mükellef Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi, Vergi Dünyası Dergisi, Sayı: 100, Aralık 1989.

Fertekligil, Azmi : Yatırım Kulüpleri, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Mart 1987.

Kılıç, Bursa : Kurumsal Yatırımcı ve Fonlar, Yeni Yüzyıl, 16.11.1995.

Öztürk, Orhan : Yatırım Fonları ve Katılma Belgeleri Kar Paylarının Vergileme Rejimi, Vergi Dünyası Dergisi, Sayı: 138, Şubat 1993.

Süngü, Sevtap : Dünyada Yatırım Fonları, Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel), İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayın No: 1989/73, İstanbul 1989.

Tuncer, Selahattin : Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ile Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının Maliyeti, Vergi Dünyası Dergisi, Sayı: 130, Haziran 1992.

Tuncer, Selahattin : Türkiye'de Menkul Kıymetler Yatırım Fonu, Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel), İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayın No: 1989/73, İstanbul 1989.

Uslu, Yakup : 3946 Sayılı Kanun'la Yapılan Düzenlemeler Karşısında Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıklarının Portföy Kazançları ile Bunlardan Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi, Maliye Postası Dergisi, 1 Temmuz 1994.

Yiğit, Emel -

Dik, Saime : Yatırım Fonları Kazandırıyor, Ekonomik Trend, 5 Mart 1995.

----- : Bazı Vergi Kanunlarında Değişiklik Yapılması Hakkındaki 3824 Sayılı Kanunla İlgili Açıklamalar, Mükellefin Dergisi, Lebib Yalkım Yayınları, Sayı: 4, Nisan 1993.

Diğer:

Maliye Hesap Uzmanları Derneği: 1996 Beyanname Düzenleme Rehberi.

----- : 2499 S. Sermaye Piyasası Kanunu

----- : 3794 S. Sermaye Piyasa Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı KHK'nın Bazı Maddelerinin Yürürlükten

Kaldırılmasına Dair Kanun.

----- : Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair 558 Sayılı KHK.

----- : The Investment Company Act of 1940.

----- : SPK Yabancı Sermaye Piyasası Kuruluşlarına İlişkin Sirküler (No: 1).

----- : İMKB Sermaye Piyasası, Borsa Bilgi Seti.

----- : SPK Tebliğleri.

----- : SPK Aylık Bültenleri.

----- : İMKB Aylık Bültenleri.

----- : 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu.

----- : 5422 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu.

----- : Gelir Vergisi Kanunu Genel Tebliği.

----- : Kurumlar Vergisi Kanunu Genel Tebliği.

----- : 93/5148 Sayılı BKK.

----- : 93/5307 Sayılı BKK.

Yolu
DOKÜMANTASYON