



**SERMAYE PİYASASI KURULU
DENETLEME DAİRESİ**

**YATIRIM FONLARINDA ÇIKAR ÇATIŞMALARI
KURUCUNUN HUKUKİ SORUMLULUĞU
DÜZENLEME ÖNERİLERİ**

YETERLİK ETÜDÜ

**Bekir Emre HAYKIR
Uzman Hukukçu Yardımcısı**

Kasım-2005

İstanbul

YÖNETİCİ ÖZETİ

Yatırım fonları, kurucu ile yatırımcı arasında imzalanan kolektif yatırım sözleşmesine dayanmakta, bu sözleşmeler içeriğini, genel işlem şartları niteliğindeki yatırım fonu içtüzüklerinden almaktadır. Hukukumuzda bu sözleşme açıkça düzenlenmiş değildir. Yönetici ve saklayıcı doğrudan bu sözleşmenin tarafı olmamakla birlikte, genel hükümlerden hareketle, vekâlet akdindeki alt vekâlet kurumu dolayısıyla yatırımcıya karşı sorumludurlar. Kurucu yatırım fonundaki mülkiyet hakkını, fonun amacı doğrultusunda kullanmak durumundadır. Kurucunun fonu idare ederken, temel olarak, sadakat ve özen yükümlülüklerine uyması gerekir. Sadakat yükümlülüğü, esas itibarıyla, kurucunun yatırımcının menfaatlerini kendi menfaatlerinden önde tutmasını, özen yükümlülüğü ise, objektif ölçüt esas alınarak, kurucunun dikkatli ve basiretli bir kurucunun aynı şartlar altında göstereceği hareket tarzına uygun surette dikkat ve özen göstermesini ifade eder.

Yatırım fonlarında kurucunun menfaatleri ile yatırımcıların menfaatlerinin çatıştığı alanlar bulunmaktadır. Bu kapsamdaki suiistimaller, son dönemlerde, özellikle ABD’de, piyasa zamanlaması (market timing), geç işlemler (late trading), yönlendirilmiş aracılık (directed brokerage), soft commissions uygulamaları şeklinde yoğun olarak ortaya çıkmakta ve tartışılmaktadır. Öte yandan, genel olarak, fondan yapılan yatırımlar esnasında veya fonun idaresi sürecinde de çeşitli çıkar çatışmalarına rastlanmaktadır. Ancak bu hususlar sınırlı sayıda olmayıp, değişik formlarda ortaya çıkabilmektedir.

Kurucunun hukuki ve cezai sorumluluğu ile muhtemel çıkar çatışmalarının önlenmesi çerçevesinde,

- Mevzuata kurucunun yatırımcıların menfaatini kendi menfaatlerinden önde tutmalarına dair açık bir hüküm eklenmesi,

- Fon çalışanlarının -müdür, fon hizmet birimi görevlileri, fon denetçileri- yatırım fonlarının faaliyetleri, bir sermaye piyasası kurumu olmaları hasebiyle, sermaye piyasası faaliyeti kapsamında olduğundan, lisanslamaya tabi tutulmaları,

- Yatırımcıların fon payı alım satım talimatları vermeleri esnasında, hisse senetleri alım satım işlemlerine benzer şekilde, fon payı alım satım talimatlarının verilmiş, sıraya ve işleme konma usul ve esaslarının öngörülmesi, talimat verilmiş saatinin de gösterileceği ordino veya yerine geçebilecek belgelere, kurucu dışında pay alım satımı yapılmasındaki usule ilişkin ayrıntılı düzenlemeler yapılması, geç

işlemlere ilişkin olarak Tebliğ'de açık bir yasak öngörülerek kurucu ve ilgili diğer kişilerin idari açıdan cezai müeyyide tabi kılınması,

- Fon yöneticileri ve diğer ilgili kişilere (saklayıcı, denetçi, hukuk danışmanı, sigorta şirketi gibi), fonun idaresine ilişkin konulardaki (yatırım stratejisi, portföy yönetimi, fon varlıklarının saklanması gibi hususlardaki) mevzuat ihlallerinin bulunduğu dair makul bir şüpheleri bulunması halinde, bunların Kurul'a raporlamasına ilişkin bir yükümlülük getirilmesi,

- Sermaye Piyasası Kanununda her ne kadar fon malvarlığının kurucununkinden ayrı olduğu belirtilmiş olmakla birlikte, kurucunun iflası halinde fon malvarlığının iflasta ayrı tutulmasına dair açık bir hüküm bulunmadığından, Kanuna bu yönde açık bir hüküm eklenmesi,

- Kurucu ile yatırımcı arasında kolektif yatırım sözleşmesi akdedilmekle birlikte, mevzuatta böyle bir sözleşme açıkça düzenlenmediğinden, sözleşmenin tarafları kurucu ve yatırımcı yanında, saklayıcı ve yönetici de olacak şekilde, kolektif yatırım sözleşmesinin mevzuatta açıkça düzenlenmesi,

- Yatırımcıya kolektif yatırım sözleşmesi dolayısıyla genel hükümlerden ayrı olarak kanundaki özel bir düzenleme ile kurucuya karşı ifa davası açma hakkı tanınması ve bu davanın sonuçlarının diğer yatırımcıları da etkileyeceğinin hüküm altına alınması,

- Yatırım fonlarında saklayıcının görev tanımının yapılması ve saklayıcıya, emeklilik yatırım fonlarındaki hükümlere paralel şekilde yükümlülükler yüklenmesi, bunların, Tebliğ'de açıkça belirtilmesi, saklayıcının, yönetici ile birlikte, görevlerini yerine getirmemesi halinde yatırımcıya karşı, kurucu ile birlikte, müteselsilen sorumlu olacağına hüküm altına alınması,

- Yatırım fonlarında, halka açık şirketlerdekine benzer şekilde, kurumsal yönetim ilkelerinin tavsiye niteliğinde öngörülmesi,

- Sermaye Piyasası Kanununun 15/6. maddesinde öngörülen örtülü kazanç aktarımı suçunun, yatırım fonları açısından da uygulama alanı bulabilmesi için, Kanunda değişiklik yapılması,

önerilmektedir.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
Bölüm 1: Yatırım Fonları ve Kolektif Yatırım Sözleşmesi	2
I. Yatırım Fonu Kavramı	2
II. Yatırım Fonunun Hukuki Niteliği	3
II.1. İnançlı Mülkiyet Kavramı	3
II.1.1. Devir İşlemi	4
II.1.2. İnanç Sözleşmesi	4
II.1.3. Yatırım Fonlarında Kurucunun Malik Olması	5
III. Kolektif Yatırım Sözleşmesi	6
III.1. Kolektif Yatırım Sözleşmesi, Yatırım Fonu İçtüzüğü ve Aralarındaki İlişki	6
III.2. Sözleşmenin Kurulması	8
III.3. Kolektif Yatırım Sözleşmesinin Unsurları	9
III.3.1. Kolektif Yatırım Sözleşmesinin Tarafları	9
III.3.2. Kolektif Yatırım Sözleşmesinin Konusu	12
III.3.3. Kolektif Yatırım Sözleşmesinin Şekil Şartları	12
III.4. Kolektif Yatırım Sözleşmesinin Hüküm ve Sonuçları	12
III.4.1. Yatırımcının Hak ve Borçları	12
III.4.2. Kurucunun İnanç ve Vekalet Sözleşmesinden Kaynaklanan Yükümlülükleri	15
III.5. Kolektif Yatırım Sözleşmesinin Sona Ermesi	17
Bölüm 2: Yatırım Fonlarında Kurucunun Hukuki Sorumluluğu	18
Bölüm 3: Yatırım Fonlarında Kurucunun Cezai Sorumluluğu	22
Bölüm 4: Yatırım Fonlarında Potansiyel Çıkar Çatışmaları	23
I. Piyasa Zamanlaması (Market Timing)	23
II. Geç İşlem (Late Trading)	28
III. Yönlendirilmiş Aracılık (Directed Brokerage)	30
IV. Soft Comissions	31
V. Yatırım Fonunun Yatırım Sürecinde Karşılaşılabilecek Hususlar	31
VI. Yatırım Fonunun İdaresi Sürecinde Karşılaşılabilecek Hususlar	33
Bölüm 5: Değerlendirme, Sonuç ve Öneriler	35
I. Yatırımcı Menfaatinin Önceliği İlkesi	38
II. Fon Çalışanları Lisanslamaya Tabi Tutulması	38
III. Geç İşlemlerinin Önlenmesi İçin Fon Payı Alım Satım Talimatlarının Gerçekleştirilmesine Yönelik Düzenlemeler	38
IV. Fonların Yapmış Oldukları Mevzuata Aykırı İşlemleri Belirli Aralıklarla SPK'ya Raporlaması	39
V. Fon Malvarlığının Kurucunun İflası Halinde Ayrı Tutulması	39
VI. Tebliğ ile Kolektif Yatırım Sözleşmesinin Düzenlenmesi	40
VII. İfa Davası	40
VIII. Saklayıcının Görev Tanımlarının Yapılması ve Bunlara İşlerlik Kazandırılması	40
IX. Kurumsal Yönetim İlkeleri	41
X. Kurucunun Cezai Sorumluluğuna İlişkin Düzenlemeler	41

KISALTMALAR CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
FSA	: Financial Services Authority
IOSCO	: International Organization of Securities Commissions
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
NASD	: National Association of Securites Dealers
CESR	: The Committee of European Securities Regulators
SEC	: United States Securities and Exchange Commission
UCITS	: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
Tebliğ	: Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VII, No: 10)
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
BK	: Borçlar Kanunu
BETYSK	: Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu
İYFK	: İsviçre Yatırım Fonları Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
KYK	: Kolektif Yatırım Kuruluşu
m.	: madde

GİRİŞ

Bir kolektif yatırım kuruluşu olan yatırım fonları son yıllarda bütün dünyada olduğu gibi ülkemizde de büyük bir gelişim göstererek çok sayıda yatırımcı tarafından tercih edilmeye başlanmış, böylelikle yatırım fonlarının portföy büyüklüğü Ekim-2005 itibariyle yaklaşık 28 milyon YTL¹'ye ulaşmıştır.

Yatırım fonları, kurucu ile yatırımcı arasında imzalanan kolektif yatırım sözleşmesine dayanmakta, bu sözleşmeler içeriğini, genel işlem şartları niteliğindeki yatırım fonu içtüzüklerinden almaktadır.

Etütte, öncelikle yatırım fonlarının hukuki niteliği ve yatırım fonlarındaki inançlı mülkiyet ilkesi açıklanmış, ardından yukarıda anılan kolektif yatırım sözleşmesinin tanımı, unsurları, yatırım fonu içtüzüğü olan ilişkisi, hüküm ve sonuçları ile sona ermesi ele alınmıştır.

Müteakiben, kolektif yatırım sözleşmesi dolayısıyla kurucunun hukuki sorumluluğunun özellikleri ile kurucunun borçlarına ilişkin olarak özellik arz eden durumlara yer verilmiştir. Ayrıca, etüt konusuna girmemekle birlikte önemi nedeniyle, öz olarak, yatırım fonlarından cezai sorumluluk tartışılmıştır.

Nihayet, yatırım fonlarındaki çıkar çatışmaları, özellikle ABD'de son yıllarda ortaya çıkarak yoğun bir şekilde tartışılan ve ABD hukukuna özgü olarak savcıların özel hukuk davaları açmalarına yol açan skandallar bağlamında Piyasa Zamanlaması (Market Timing) ve Geç İşlemler (Late Trading) olarak adlandırılan suiistimaller ve ayrıca diğer güncel tartışma konuları olan Yönlendirilmiş Aracılık (Directed Brokerage) ve Soft-Dollar uygulamaları esas olmak üzere anlatılmıştır. Bundan başka, IOSCO, OECD raporları ve diğer kaynaklar esas alınarak yatırım fonlarının yatırım ve idaresi sürecinde karşılaşılabilecek muhtemel çıkar çatışması noktalarından bahsedilmiştir.

Etüdün son bölümünde, genel bir özet ile birlikte, öneri ve değerlendirmelere maddeler halinde yer verilmiştir.

Etütte değerlendirmeler yapılırken, menkul kıymet yatırım fonları esas alınmıştır. Bununla, birlikte özellikle son bölümde dile getirilen önerilerin hemen tamamı emeklilik yatırım fonları için de, hayata geçirilmesi halinde, uygulama alanı bulabilecek niteliktedir.

¹ Bakınız: www.kyd.org.tr (Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği web sitesi- Son Ulaşım Tarihi: 01.11.2005)

Etütte, Yeni SPKn Tasarısı bağlamında, konuyla ilgili olabilecek tasarı hükümlerinden bahsedilmiştir. Tasarıda, halihazırdaki kurucu kavramının yatırım fonlarında kaldırılması, bundan böyle yatırım fonlarının portföy yönetim şirketlerince kurulması öngörülmektedir. Böylelikle, kurucu kavramının yerini yönetici almaktadır. Tasarının, esas alınan haliyle yasalaşması halinde, etütteki kurucu kavramının yerini yönetici alacaktır. Böyle bir halde dahi, fon yöneticisi ayrıca bir portföy yöneticisi görevlendirebilecektir.

Öte yandan, mevcut gelişme ve tasarılar dikkate alınarak, etütte ‘katılma belgesi sahibi’ yerine ‘yatırımcı’, ‘fon katılma belgesi’ yerine de ‘fon payı’ kavramının kullanılması tercih edilmiştir.

Bölüm 1: Yatırım Fonları ve Kolektif Yatırım Sözleşmesi

I. Yatırım Fonu Kavramı

Yatırım fonları bir kolektif yatırım kuruluşu türüdür. Bireysel yatırımcıların tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendirmeleri halinde, bu yatırım sürecinde profesyonel bilgi ve yardıma ihtiyaç duymaları ve de bunların yatırımlarının yeterli büyüklükte olmaması nedeniyle risk dağıtımını yapılamaması ve böylelikle büyük ölçekli yatırımlara göre hem anapara hem de getiri açısından daha yüksek risk içermeleri, bunların tasarruflarının bir arada toplanarak yönetilmesi gereğini doğurmuştur. İşte bu gereklilik neticesinde kolektif yatırım kuruluşları denen bir yatırımcı grubu ortaya çıkmıştır. Bunlardan, ülkemiz uygulamasında, tüzel kişiliği haiz olanlar yatırım ortaklıkları, tüzel kişiliği bulunmayanlar ise yatırım fonlarıdır.

Yatırım fonlarının ortaya çıkışlarında cari olan, halktan toplanan sermaye ile portföy oluşturulması, riskin dağıtılması ilkesine göre yatırım yapılması, portföy yönetiminin uzmanlarca gerçekleştirilmesi şeklindeki temel esaslar bugünkü hukuk sistemlerinde de geçerlidir (Nomer, 2002: 598). Bu özelliklere; inançlı mülkiyet ve malvarlığının korunması ilkelerini de, ülkemiz uygulaması doğrultusunda, ilave etmek mümkündür.

Yatırım fonları, mevzuatımızda SPKn'nin m.37, 38, 39 ve SPKn'ye dayanılarak SPK tarafından çıkarılan tebliğ ve yönetmeliklerle düzenlenmiştir. Buna göre, halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye

piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığına yatırım fonu adı verilmektedir. Yatırım fonu tüzel kişiliği bulunmayan, kurucusununkinden ayrı, haczi, rehni ve teminat gösterilmesi mümkün olmayan bir malvarlığıdır. (SPKn m.37/2, 38/5)

Ülkemizde yatırım fonları sözleşme esasına² göre açık uçlu³ şekilde kurulmaktadır. Yatırım fonlarının sözleşme esasına göre kurulmaları yatırımcıların fonun idaresine, çalışanlarına, portföy yöneticilerine, yatırım tercihlerine, fonun sahip olduğu menkul kıymetlerden kaynaklanan oy kullanma hakkı gibi haklara müdahale edememesi sonucunu doğurmaktadır. Burada, yatırımcının yegâne imkânı, ilk planda, fonun açık uçlu olması dolayısıyla, katılma belgesini iade hakkı olarak görünmektedir. Ancak, yatırımcı ile kurucu arasında sözleşme ilişkisi bulunması, bu sözleşmenin koşullarının yerine getirilmemesi halinde sözleşme hukukuna başvurulmasını da gündeme getirebilecektir.

II. Yatırım Fonunun Hukuki Niteliği

II.1. İnançlı Mülkiyet Kavramı

Yatırım fonları, yukarıda da belirtildiği üzere, tüzel kişiliği bulunmayan malvarlıklarıdır. SPKn m.37 yatırım fonlarında inançlı mülkiyet ilkesini kabul etmiştir. Buna göre, yatırım fonlarının sahip olduğu malvarlığı kurucuya aittir. Ancak, kurucu buradaki mülkiyet hakkını, kanun, sözleşme ve ilgili mevzuatça saptanmış ilke ve amaçlar çerçevesinde kullanabilecektir.

Türk pozitif hukukunda inançlı mülkiyet, inançlı işlem ya da inanç akdi şeklinde düzenlenmiş kurumlar SPKn dışında düzenlenmiş bulunmamakla birlikte gerek yargı kararlarından gerekse doktrinden, hukukumuzda inançlı işlem müessesinin incelendiği ve fiilen uygulama alanı bulduğu görülmektedir. (Yasaman, 1980: 188, Öztürk, 1998: 48). Bu çerçevede aşağıda, öncelikle inançlı işlemin ne olduğundan ve buradan hareketle inançlı mülkiyet kurumundan bahsedilecektir.

Öztürk, inançlı işlemlerle ilgili olarak şu tanımları yapmaktadır: *“İnançlı işlemler, inananın bir borca teminat teşkil etmek veya idare olunmak üzere malvarlığına dahil bir şey veya hakkı aynı amacı güden olağan hukuki işlemlerden*

² Sözleşme esas, kurucu ile yatırımcılar arasındaki bir sözleşme ile kurulan fonları ifade eder, bundan başka şirket esasına dayanan kolektif yatırım kuruluşları vardır ki bunlar ülkemizde yatırım ortaklığı olarak örgütlenmişlerdir. Bunlarda yatırımcılarının ellerindeki payları KYK’ya iade etme imkânları bulunmamaktadır.

³ Açık uçlu yatırım fonları, yatırımcıların ellerindeki payları istedikleri an fona iade etme hakkının bulunduğu fonları ifade etmektedir.

daha güçlü bir hukuki durum yaratmak amacıyla inanılana kazandıran, sonra da tekrar devretme yükümlülüğünü içeren işlemlerdir.” (Öztürk, 1998: 45) İnanan, sözleşmeye konu hakkı, belirli bir amaçla kullanım için devretmekte olup tekrar devretme yükümlülüğü, inananın talebine bağlıdır (Eren, 1998: 207).

Yukarıdaki tanımdan inançlı işlemlerde iç içe geçmiş iki işlemin bulunduğu anlaşılmaktadır. Bunlar, kazandırıcı işlem (hakkın devri-tasarruf işlemi) ve inanç sözleşmesidir (taahhüt işlemi). Bunlardan, birincisi, yani kazandırıcı işlem ile inanılan işlem konusunun mülkiyetini kazanmaktadır. İnanç sözleşmesi ise işbu kazanmanın hukuki nedenini oluşturmakta ve ayrıca taraflar arasındaki hukuki ilişki dolayısıyla doğan hak ve borçlar işbu anlaşma ile belirlenmektedir.

II.1.1. Devir İşlemi

Devir işlemi ile inanç konusu şey inananın malvarlığından çıkıp inanılanın malvarlığına girmektedir. Buna göre, ortada hak üzerinde bir hukuki durum değişikliği söz konusu olduğundan devir işleminin bir tasarruf işlemi olduğu sonucuna varılmaktadır. Dolayısıyla devir işlemi sonucunda inanç işlemi konusu şeyin hak sahipliği inanılana geçmekte olup böylelikle şey üzerinde inanılan her türlü hukuki tasarrufta bulunma yetkisini kazanmaktadır. İnanılan, devir ile devir konusunun maliki olur ve mülkiyet hakkının sağladığı tüm hakları kullanabilir. Artık, inananın devir konusu üzerinde mülkiyet hakkı sona ermiş olur ve ancak inanç sözleşmesi dolayısıyla inanılana karşı şahsi talep hakkı bulunmaktadır.

İnanç sözleşmesi, bu devir işleminin hukuki sebebini teşkil etmektedir (Öztürk, 1998: 50, Yasaman, 1980: 192). Buna göre devir işlemi sebebe bağlıdır. Kaldı ki, yatırım fonları açısından, yatırımcı, parası üzerindeki hakkını akdetmiş olduğu Kolektif Yatırım Sözleşmesi ile Kurucuya devrettiğinden, Kolektif Yatırım Sözleşmesi, devir işleminin hukuki sebebini oluşturmakta olup böyle bir sözleşmenin bulunmaması, devir işleminin de dayanaksız kalması sonucunu doğuracaktır.

İnançlı işlemlerde konunun inanılana devri, kaideten konu hakkın devrinin tabi olduğu hukuki rejime tabidir. Dolayısıyla şeyin taşınır veya taşınmaz olmasına göre devir şekli de değişecektir. Yatırım fonlarının açısından, taşınır devrindeki usuller geçerli olacaktır.

II.1.2. İnanç Sözleşmesi

İnançlı işlemin ikinci koşulunu oluşturan inanç sözleşmesinin, temel olarak üç fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlar, devrin hukuki nedenini oluşturması, inanç konusu şeyin idare ve kullanma şartlarının tespiti ile inanç ilişkisinin sona ermesi,

şeyin iade şartları ile şeyin devrinin hukuki sebebini göstermesidir. İnanç sözleşmesi kaideten herhangi bir şekle tabi değildir. Sözleşmenin konusunu hukuken devri kabil haklar oluşturur.

İnançlı işlemler farklı ölçütlere göre çeşitlere ayrılmaktadır. Bunlardan, konumuz itibariyle ilgili olabilecek olanlardan başlıklar halinde bahsedilecektir. İnanç sözleşmeleri, kuruluş şekilleri bakımından; sırf idare ya da alacaklıya daha kuvvetli bir teminat vermek amacıyla yapılanlar ve de doğrudan doğruya kanundan kaynaklananlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Takip edilen amaç bakımından ise, inanca işlemler, saf inanca işlemler ve karma inanca işlemler olarak ikiye ayrılmaktadır. Saf inanca işlemlerde, inanılan, şeyi yalnızca inananın veya inanan tarafından belirlenen bir yararlananın talimatı doğrultusunda kullanır. Bu tür işlemlerde inanılan, şeyi, anlaşma koşullarına uygun olarak, inanan yararına saklar, kullanır, idare eder, başkasına satar. Öztürk, yatırım fonlarındaki sistemi saf inanca işlemlere örnek olarak saymıştır (Öztürk, 1998: 68). Bu işlemlerde taraflar arasında genellikle vekâlet veya vekâlet benzeri bir hukuki ilişki olmaktadır. Karma inanca işlemler ise bir alacağın veya mülkiyetin teminat olarak devri, teminat amacıyla yapılan inanca cirolardır. (Öztürk, 1998: 62 vd.)

Burada, önemle dikkat edilmesi gereken husus, inanca sözleşmesinin, inanca konusu şeyi inanılanın kullanım şeklini belirliyor ve sınırlarını çiziyor olmasıdır. Ancak, şu unutulmamalıdır ki, inanca sözleşmesi ancak taraflar arası ilişkide etki alanı kazanabilmektedir. Zira inanca işlem ile inanca konusu şeyin mülkiyeti tam olarak inanılana geçtiğinden, yukarıda da değinildiği üzere, inanılan şey üzerinde her türlü hukuki tasarrufta bulabilecektir. Şunu da belirtmek gerekir ki, inanca sözleşmesi, şeyin mülkiyetinin inanılana geçmesini sağlamaz, bunun için değinildiği üzere temlik gerekmektedir. İnanca sözleşmesinden kaynaklanan taraflar arası ihtilaflara somut olayın özelliklerine göre benzer sözleşme hükümlerinin uygulanması gerekecektir. Zira inanca sözleşmesi genellikle kendine özgü isimsiz (atipik) bir sözleşmedir. Fakat inanca sözleşmesinin vekâlet, satış, hizmet, eser gibi tipik bir sözleşme olması da mümkündür. Yatırım fonlarında, kolektif yatırım sözleşmesi inanca sözleşmesi niteliğindedir.

II.1.3. Yatırım Fonlarında Kurucunun Malik Olması

Yatırım fonlarında inanca mülkiyet sistemi geçerli olduğundan Kolektif Yatırım Sözleşmesinin inikadı ile mülkiyet kurucuya geçer. Kurucu malvarlığını inanca sözleşmesi doğrultusunda yönetmek zorunda olmakla birlikte yatırımcının bu

sözleşme dolayısıyla ancak şahsi hakkı vardır. Yoksa kurucunun malvarlığını üçüncü bir kişiye devri hukuken mümkündür. Nitekim ülkemizde fon malvarlığının saklandığı İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. fon işlemleri için gördüğü takas hizmetleri dolayısıyla yayınladığı 02.06.2005 tarih ve 826 sayılı Genel Mektup ile fonlardan gerçekleştirilen menkul kıymet alım satım işlemleri dışında fon varlıklarının buldukları hesaplardan başka hesaplara yapılacak virman işlemlerini sıkı şartlara tabi tutmuştur.

III. Kolektif Yatırım Sözleşmesi

III.1. Kolektif Yatırım Sözleşmesi, Yatırım Fonu İçtüzüğü ve Aralarındaki İlişki

Yatırım fonu içtüzüğü kurucu tarafından hazırlanır ve fon ile katılma belgelerine ilişkin bilgi ve esasları içerir. İçtüzük yatırım fonunun hukuki temelini oluşturmakta olup genel işlem şartları⁴ niteliğindedir. İçtüzük ile yatırımcıların tasarruflarının idaresinin esaslarına ilişkin bilgi ve teminat verilmektedir. İçtüzük birden çok yatırımcı ile kurulacak muhtemel sözleşme ilişkilerinde kullanılmak üzere kurucu tarafından önceden hazırlanmaktadır. (Destanoğlu, 2004: 128, 129) Yatırım fonu içtüzüğü kurucu tarafından hazırlanmakla birlikte Tebliğ m.15/1'e göre SPK'nın uygun görmesine bağlıdır.

Kanun koyucu SPK'nın 38/1. ve 38/4-a. maddelerinde fon içtüzüğünden bahsetmiş ancak söz konusu içtüzüğün hukuki niteliği, içeriğinin ne olacağına dair bir hükme yer vermemiştir. Ancak, SPK'nın 38/4-a. maddesinde içtüzüğün düzenlenmesini, kapsamını, değiştirilmesini SPK'nın belirleyeceği hüküm altına alınmıştır.

Tebliğin 19. maddesine göre, *“Fon içtüzüğü, katılma belgesi sahipleri ile kurucu, saklayıcı ile yönetici arasında fon portföyünün inanca bağlı mülkiyet esaslarına göre saklanmasını ve vekâlet akdi hükümlerine göre yönetimini konu alan genel işlem şartlarını içeren iltihaki bir sözleşmedir.”* BETYSK m.15/3'te de emeklilik

⁴ Genel İşlem Şartları; sözleşmenin bir tarafının ileride yapacağı sözleşmelerin karşı taraflarına sunmak için, önceden, tek yanlı olarak belirlemiş olduğu sözleşme şartlarıdır. Bunların, bir sözleşmenin şartlarını oluşturması, sözleşmenin kurulmasından önce hazırlanması, birden fazla sözleşme ilişkisinde kullanılmak üzere düzenlemesi ve hazırlayan tarafından sözleşmenin içeriğini oluşturmak üzere karşı akide verilmesi gerekmektedir. (Destanoğlu, 2004:128). Yeni Borçlar Kanunu Tasarısı m.20'de ise Genel İşlem Şartları, *“..bir sözleşme yapılırken düzenleyenin, ileride çok sayıda benzer sözleşmede kullanmak amacıyla, önceden, tek başına hazırlayarak karşı tarafa sunduğu sözleşme hükümleridir.”* şeklinde tanımlanmıştır. Tasarı m.20/3. yatırım fonları içtüzükleri açısından dikkat çekicidir. Buna göre, *“Genel işlem koşullarıyla ilgili hükümler, imtiyaz suretiyle verilen hizmetleri yürütmekte olan kişi ve kuruluşların hazırladıkları sözleşmelere de, niteliklerine bakılmaksızın uygulanır.”*

yatırım fonu içtüzüğünü ilişkin olarak hemen hemen aynı mahiyetteki bir tanım verilmektedir.

Anılan düzenlemelerde içtüzük için aynı zamanda iltihaki sözleşme niteliği de yapılmaktadır. İltihaki sözleşmeler, özel sözleşme türlerindedir. Bunlarda, taraflar sözleşmenin içeriği veya şartları üzerinde görüşüp tartışmazlar, sözleşme içeriği bir taraf tarafından belirlenmiştir, müzakere yoktur, diğer taraf için tek bir seçim imkânı vardır. Genel işlem şartları nitelik itibarıyla, iltihaki sözleşmelerle benzer ve hatta aynı sözleşmelerdir. Genel işlem şartları, hâkim görüşe göre, sözleşme teorisi çerçevesinde, tarafların bilerek ve isteyerek sözleşmeye, açıkça veya zımnen, sokmuş olmaları halinde bağlayıcı (akdi) bir değer ve hüküm ifade ederler. Emredici hukuk kurallarına aykırı olmaları halinde uygulama ve geçerlik alanları yoktur (Eren, 1998: 202 vd.). Tebliğ m.18 ve BETYSK m.15’de içtüzük için hem iltihaki sözleşme hem de genel işlem şartları denmektedir. Fakat, Eren’in de belirttiği üzere, hukuki açıdan her iki kavramın sınırları net olarak çizilmiş değildir. Öte yandan daha önce de belirtildiği üzere, Kolektif Yatırım Sözleşmesi⁵ ile yatırım fonu içtüzüğü farklı kavramlar olup, içtüzükte karşılıklı iradelerin uyuşması söz konusu olmadığından sözleşme niteliğinden bahsedilemez, bundan bahisle Tebliğ’deki iltihaki sözleşme ile esasında Kolektif Yatırım Sözleşmesinin kastedildiği söylenmektedir. (Destanoğlu, 2004: 131). Nitekim, Yeni SPK’nın Tasarısı⁶ m.48 yatırım fonlarının portföy yönetim şirketleri tarafından iltihaki bir sözleşme ile kurulan malvarlığı olduğunu belirtmektedir. Tasarıda kurucu kavramı kaldırılmış olup artık yatırım fonlarını portföy yönetim şirketleri kurabileceklerdir. Burada dikkat çekici husus yatırım fonunun iltihaki bir sözleşme ile kurulduğundan bahsedilmesi, Tasarının 49. maddesinde ayrıca yatırım fonu içtüzüğüne ilişkin hükümler getirilmekle birlikte, m.48’deki yatırım fonu tanımında geçen iltihaki bir sözleşme kavramının içtüzükle herhangi bir ilişkisinin kurulmamış olmasıdır. Böylelikle, Tasarıdaki düzenlemeden, anılan sözleşme ile içtüzüğün farklı kurumlar olduğu sonucuna varılabilir. Öte yandan, yatırım fonu içtüzüğünün bir sözleşme niteliğinde olduğunu belirten yazarlar da bulunmaktadır. Yasaman, kolektif yatırım sözleşmesini iltihaki bir sözleşme olarak niteleyerek, fon içtüzüğü ile her bir sözleşmenin kapsamının önceden belirlendiğini, kurucunun gelecekteki fon payı

⁵ Kolektif yatırım sözleşmesini, Yasaman, “Yatırım Fonu Sözleşmesi” olarak anmaktadır (Yasaman: 68), kolektif yatırım fonu sözleşmesi kavramına ilişkin tartışmalar için bakınız: Destanoğlu, 2004 ve Nomer, 2002.

⁶ www.spk.gov.tr (son ulaşım tarihi:24.10.2005)

sahiplerine karşı bununla bağılı olduğunu belirtmektedir. (Yasaman, 1980: 69 vd.) Yatırımcının parasını kurucuya tesliminin ardından, fon katılma belgesini iktisabı ile kurucu ile yatırımcı arasında yukarıdaki hükümlerde belirtilen içtüzükten ayrı ama içeriğini ondan alan ve müşterek yatırım sözleşmesi olarak isimlendirilebilecek bir sözleşme yapılmış olmaktadır. Müşterek olmakla birlikte yatırımcıların akdetmiş oldukları bu sözleşmeler aynı içerikte ve fakat birbirlerinden bağımsızdır. Ancak, mevzuatımızda kurucu ile yatırımcı arasında böyle bir sözleşme bulunduğuna dair bir hüküm bulunmamaktadır. İchtüzük kurucu ile her bir yatırımcı arasında ayrı ayrı akdedilen Kolektif Yatırım Sözleşmesinin içeriğini belirlemektedir. Bir başka deyişle, Kolektif Yatırım Sözleşmesi içeriğini yatırım fonu içtüzüğünden almaktadır.

Kolektif Yatırım Sözleşmesi tam iki tarafa borç yükleyen, isimsiz, sürekli, sinellagmatik, iltihaki, inançlı sözleşme niteliğindedir (Destanoğlu, 2004: 120 vd.). Vekâlet sözleşmesine büyük ölçüde benzemekle birlikte, sözleşmeyi feshetme hakkının tek bir tarafa –yatırımcıya- tanınmış olması ve yatırımcının kurucuya talimat verememesi hususları açısından ondan ayrılmaktadır. Zira vekâlet sözleşmesinde, sözleşmeyi feshetme hakkı BK m.396/1'e göre, her iki tarafa da tanınmış olup, ayrıca müvekkilin vekile talimat verme hakkı bulunmaktadır. Kolektif Yatırım Sözleşmesi, fon içtüzüğünden ayrı olmakla birlikte, ona aykırı hükümler içeremez. Fon içtüzüğü, esasen kurucu ile yatırımcı ilişkilerini ve dolayısıyla Kolektif Yatırım Sözleşmesini düzenlemekle birlikte, bunun yanı sıra kurucu ile saklayıcı ve yönetici arasındaki ilişkileri de düzenlemektedir. Buna göre, yatırım fonu içtüzüğü, Kolektif Yatırım Sözleşmesine, yatırım fonu portföy yönetim sözleşmesine ve de yatırım fonu portföy saklama sözleşmesine ilişkin hükümler taşımaktadır.

III.2. Sözleşmenin Kurulması

Yatırım fonlarında kurucunun izahname yayınlayarak halkı yatırım fonu katılma belgelerini almaya davet etmesi icaba davet niteliği taşımaktadır. Anılan izahname doğrultusunda yatırımcıların yatırım fonlarına katılmak üzere, kurucu veya diğer yetkili kuruluşlara talimat vermesi ise icap niteliğindedir. Fon paylarının tümü satılmış ise kurucu icabı ile bağılı değildir, diğer hallerde kurucu icabı ile bağılıdır (Yasaman, 1980: 73). Anılan talimatın kurucu tarafından alınarak işleme konması ise kabul anlamına gelir. Böylelikle, kurucunun yatırımcının katılma talimatını kabul

etmesi ile birlikte sözleşme kurulmuş olmaktadır. Buna göre, yatırımcının belli bir meblağı ödeyerek fona katılması ile sözleşme kurulmuş olur.

Burada ileri fiyatlı olan fonlarda sözleşmenin talimatın gerçekleştiği anda kurulmuş olacağı söylenebilir. Bu tür fonlarda yatırımcıdan tahsil olunan para, talimat gerçekleşinceye kadarki süreçte, mevzuat gereği, kurucu tarafından, yatırımcı lehine, değerlendirilmek zorundadır. Uygulamada talimat gerçekleşinceye kadarki süreçte, bu paralar diğer yatırım araçları yanında, tarihi fiyatlı yapılan fonlarda da -likit fonlar- değerlendirilmektedir. Böyle bir durumda yatırımcı ayrı bir kolektif yatırım sözleşmesi akdetmiş olmaktadır. Bu halde, bu yeni sözleşme için, ilk sözleşme yapıldığında, yatırımcının ikinci sözleşme için de icapta bulunduğunu kabul etmek gerekecektir. Ancak, şu unutulmamalıdır ki, bir yatırımcı bir yatırım fonuna katılmasının ardından bir süre sonra geri satma hakkını kullanarak fondan çıkabilir, daha sonradan ise aynı yatırımcı aynı yatırım fonuna tekrardan katılabilir. Bu halde, her bir seferinde birbirinden bağımsız ayrı sözleşmeler kurulmaktadır.

Öte yandan, yatırımcı, fondan tamamen çıkmadan, katılmış bulunduğu yatırım fonundaki katılma oranını alım ve satım talimatları ile artırıp azaltabilir. Böyle bir durumda, yeni bir sözleşme kurulmamakta, sözleşmenin konusunun miktarı yenilenmektedir.

III.3. Kolektif Yatırım Sözleşmesinin Unsurları

III.3.1. Kolektif Yatırım Sözleşmesinin Tarafları

III.3.1.1. Yatırımcı

Yatırım fonu kurucusunun icaba davet niteliğindeki izahnameyi yayınlamasına müteakip şahısların yatırım fonuna katılmak yönündeki talimatlarının kurucu tarafından kabulü ile yatırımcı Kolektif Yatırım Sözleşmesine taraf olmaktadır. Kolektif Yatırım Sözleşmesinde, kurucu ile çok sayıda yatırımcı sözleşme akdetmektedir, ancak bunlar birbirinden ayrı sözleşmeler olup yatırımcılar arasında herhangi bir hukuki ilişki bulunmamaktadır.

III.3.1.2. Kurucu

Yatırımcıların icap niteliği taşıyan yatırım fonuna katılma yönündeki talimatlarının kabulü ile kurucular Kolektif Yatırım Sözleşmesinde taraf sıfatını kazanmaktadırlar.

Yatırım fonuna katılmış bulunan yatırımcılar yatırım fonu pay alım satımlarını sadece kurucu ile yapmaktadır. Bir yatırımcının sahibi bulunduğu yatırım

fonu paylarını bir başka şahsa devredebilir, ancak bu durumda kurucu ile devralan arasında herhangi bir hukuki ilişki kurulmamaktadır. Zira burada, sözleşmenin devri değil, yatırım fonu katılma belgesinden kaynaklanan hakların devri söz konusudur (Destanoğlu, 2004: 117). Buna göre, yatırım fonları sözleşmesi sadece kurucu ile yatırımcılar arasında kurulabilir, yatırım fonu paylarının bir yatırımcı tarafından bir başka yatırımcıya devri halinde, ne bu yatırımcılar arasında ne de devralan yatırımcı ile kurucu arasında bir Kolektif Yatırım Sözleşmesi kurulmaktadır.

III.3.1.3. Yönetici ve Saklayıcı Sözleşmeye Taraf mıdır?

Yöneticinin Kolektif Yatırım Sözleşmesine taraf olup olmadığı tartışmalıdır. Yönetici, yatırımcıların ortak bir havuzda toplanan paraları ile oluşan portföyü yönetir. Ancak, daha önce belirtildiği üzere, Kolektif Yatırım Sözleşmesi ile yatırım fonu içtüzüğü farklı kavramlardır. Mevzuatımızda, yöneticinin yatırım fonu içtüzüğünün tarafı olduğu belirtilmektedir. Ancak, Kolektif Yatırım Sözleşmesinin sadece kurucu ile yatırımcı arasında kurulduğu ve yöneticinin buna taraf olmadığı, yönetici ile yatırımcı arasında herhangi bir hukuki bağ bulunmadığı belirtilmektedir. (Destanoğlu, 2004: 118 vd.) Nitekim kanun koyucu SPKn m.37/2’de kurucu ile katılma belgesi sahibi arasındaki ilişkilerden bahsetmektedir. Ancak Tebliğ ve BETYSK’deki içtüzük tanımlarında yatırım fonu içtüzüğünün tarafları arasında yönetici ve saklayıcı da sayılmaktadır. Böylelikle içtüzükte belirtilen hak ve görevlerden ilgili olanları yönetici ve saklayıcı açısından da cari olmaktadır. Böylelikle içtüzük yatırımcı ile yönetici ve saklayıcı arasında hukuki bir bağ kurmaktadır. (Nomer: 615) Yatırımcının bunlar ile arasında bir bağ bulunmadığını söylemek, hem anılan mevzuata hem de sermaye piyasası hukukunun temel ilkesi olan yatırımcının korunması ilkesi ile de bağdaşmayacaktır. Sermaye piyasası hukukunda da, tıpkı iş hukukundaki “işçi lehine yorum ilkesi” gibi, “yatırımcı lehine yorum ilkesi” benimsenebilir. Bu husus özellikle yatırım fonlarında daha sıkı bir şekilde uygulanmalıdır. Zira yatırım fonları hukuku, çoğu menkul kıymet düzenlemelerinden, yani genel olarak sermaye piyasası hukukunun diğer alanlarından farklı biçimde sadece kamuyu aydınlatma ilkesine dayanmamakta ve fakat bu ilkenin daha da ötesinde, sıkı tazmin ve yönetim uygulamaları ile söz konusu alana doğrudan müdahale edilmektedir. (Mahoney, 2004: 180) Bu nedenlerle, yatırım fonlarında yatırımcı ile saklayıcı ve yönetici arasında bir hukuki bağ bulunmamaktadır demek mümkün değildir. Kaldı ki, Nomer, saklayıcı ve yönetici ile yatırımcı arasında sözleşmesel bir ilişki olmadığını ancak hukuki bir bağ

bulduğunu, Yasaman ise saklayıcının sözleşmenin taraf olduğunu açıkça belirtmektedir (Yasaman, 1980: 68 vd.). Ancak, Kolektif Yatırım Sözleşmesine yönetici ve saklayıcı taraf değildir. Yönetici ve saklayıcı vekâlet akdi hükümleri doğrultusunda Borçlar Kanunu m.390 ve 391 hükümlerine göre alt vekil olarak nitelenebilir. Anılan hükümlere göre, alt vekil ile vekil arasında, müvekkilden bağımsız bir ilişki kurulmaktadır. Alt vekil ile müvekkil arasında doğrudan bir akdi ilişki kurulmamakta ve fakat müvekkil, vekilin alt vekile karşı sahip olduğu bütün hakları alt vekile karşı ileri sürebilmektedir (Aral, 2003: 423). Alt vekâlet ilişkisi, Kolektif Yatırım Sözleşmesine yönetici ve saklayıcının taraf olmadığı, ancak içtüzük vasıtasıyla yatırımcı ile yönetici ve saklayıcı arasında hukuki bir bağ kurulduğu yönündeki açıklamaları desteklemektedir. Kaldı ki, yatırım fonu içtüzüğünün genel işlem şartları olması, Kolektif Yatırım Sözleşmesinin yanı sıra kurucunun, portföy yöneticisi ve saklayıcı ile akdetmiş olduğu sözleşmeler için de geçerlidir. Zira portföy yönetim sözleşmesi ve saklama sözleşmesinin hemen çoğu hükmü, içtüzük hükümleri doğrultusunda düzenlenmek gerekmektedir.

İsviçre uygulamasına bakıldığında, İYFK m.6/2’de kolektif yatırım sözleşmesine saklayıcının taraf olduğu açıkça belirtilmiştir. İsviçre’de yatırım fonlarında ayrıca bir kurucu kavramı yoktur, fonlar fon yönetim şirketlerince kurulur, bu bakımdan, anılan sözleşme ilişkisi fon yönetim şirketi, saklayıcı ve yatırımcı arasındadır. Öte yandan, fon yönetim şirketi, yatırım fonlarının idaresinde, İYFK m.11/2’ye göre yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliği hizmeti alabilir.

AB’de ise, 85/611/EEC sayılı UCITS Yönergesi m.9’da saklayıcının, yükümlülüklerini sebepsiz yere veya yeterince ifa etmemesi halinde, pay sahiplerine karşı sorumlu olacağı hükme bağlanmıştır. Aynı maddede, saklayıcı, yönetici ve pay sahipleri arasındaki ilişkinin hukuki mahiyetine istinaden, saklayıcının pay sahiplerine karşı olan sorumluluğuna doğrudan veya dolaylı olarak yönetici aracılığıyla başvurulabileceği belirtilmiştir.

Yukarıda yer verilen İsviçre düzenlemesinde görüleceği üzere saklayıcının kolektif yatırım sözleşmesine taraf olduğu açıkça belirtilmiştir. Bu husus yatırımcıları herhangi bir zarara uğramaları halinde hukuki yönden daha korunaklı hale getirmektedir. AB düzenlemeleri ise, pay sahiplerinin, görevlerini ifa etmemesi halinde doğrudan veya yönetici aracılığıyla saklayıcının sorumluluğuna gidebileceklerini hüküm altına almaktadır.

III.3.2. Kolektif Yatırım Sözleşmesinin Konusu

Kolektif Yatırım Sözleşmesinin konusu, yatırımcıların tasarrufları ile kurucunun yatırım yapması, çok sayıda yatırımcının tasarrufu ile oluşan portföyün riskin dağıtılması ilkesi doğrultusunda işletmesidir. Buna göre, sözleşme ile yatırımcı, kurucuya tasarrufları ile yatırım yapması için yetki vermektedir. Yatırımcılar kurucu ile münferiden sözleşme akdetmekle birlikte, kurucu çok sayıda yatırımcının tasarrufunu tek tek değil, bir havuzda toplayarak bir arada değerlendirmektedir.

III.3.3. Kolektif Yatırım Sözleşmesinin Şekil Şartları

Kolektif Yatırım Sözleşmesi mevzuatta açık olarak düzenlenmemiştir. Bu nedenle herhangi bir şekil şartına tabi değildir. Ancak, genel işlem şartları niteliğinde olan ve sözleşmenin içeriğini oluşturan yatırım fonu içtüzüğü yazılı şekil şartına tabidir. Kurucu ile yatırımcının iradelerinin uyuşması yeterlidir. Ancak, bu sözleşmenin iltihaki niteliği gereği, yatırımcının katılım yönündeki talimatının ulaşması, mevzuatta öngörülen diğer şartların da varlığı halinde, sözleşmenin kurulması açısından yeterlidir. Burada, yatırımcının yatırım fonu katılma belgesi talimatını, kurucuya ya da diğer yetkililere, vermesinde izlenecek usule ilişkin olarak mevzuatta herhangi bir hüküm, sınırlama getirilmemiştir.

III.4. Kolektif Yatırım Sözleşmesinin Hüküm ve Sonuçları

Kolektif Yatırım Sözleşmesi tam iki tarafa borç yükleyen, sinellagmatik bir sözleşme olduğundan, yatırımcının hakları kurucunun borçlarını, kurucunun hakları ise yatırımcının borçlarını oluşturmaktadır (Destanoğlu, 2004: 135). Bu nedenle aşağıda sadece yatırımcının hak ve borçlarına ve ayrıca konumuz itibarıyla arz ettiği önem dolayısıyla vekâlet sözleşmesinden kaynaklanan kurucunun özen ve sadakat borçlarına yer verilmekle yetinilmiştir.

III.4.1. Yatırımcının Hak ve Borçları

III.4.1.1. Yatırımcının Hakları

Yatırım fonlarında yatırımcıların kurucudan talep edebilecekleri çeşitli hakları bulunmaktadır. Bunlardan önemli görülenleri aşağıda sunulmaktadır. Bunların dışında yatırımcıların, katılma belgesinin teslimini talep hakkı, fonların birleştirilmesi halinde katılma belgesinin değiştirilmesini talep hakkı da bulunmaktadır. Öte yandan yatırımcılar, Kolektif Yatırım Sözleşmesinden kaynaklanmamakla birlikte, Tebliğ m.38'e istinaden, bir banka nezdinde açılacak

hesap üzerine, sahibi bulunduğu yatırım fonu paylarını karşılık göstermek suretiyle, katılma belgesi karşılığı ödeme yapılmak üzere çek keşide etme hakkına sahiptir.

Yatırım fonlarında yatırımcıların, fon portföyünün yönetimi üzerinde talimat verme ve portföy yönetimine müdahale, kurucu veya yöneticiyi denetleme, diğer yatırımcıların fon payı satımıyla ilgili olarak, yeni katılma belgesi alımında rüçhan hakları bulunmamaktadır. (Destanoğlu, 2004: 122, 136, Nomer: 617)

III.4.1.1.1. Geri Satım Hakkı

Tebliğ m.37/1'e göre yatırımcının talebine binaen, kurucu yatırımcıdan elindeki payları iade almak zorundadır. Böylece, yatırımcının başkaca bir payı kalmaması halinde, Kolektif Yatırım Sözleşmesi sona ermiş olur. Bu nedenle, bu hakkın kullanımı fesih niteliğindedir. Hakkın kullanımı ile inanç sözleşmesi de sona ermektedir. Hakkın kullanımı ile inançlı işlemlerdeki 'talebi üzerine hakkı tekrar inana devretme' unsuru gerçekleşmiş olmaktadır. Bu hakkın kullanımı bir şekilde tabi değildir, yatırımcının bu yöndeki talimatını kurucuya iletmesi yeterlidir. Bu hak yenilik doğurucu bir hak olduğundan yatırımcının tek yanlı irade beyanı ile kullanılır, kurucunun kabulü veya rızası gerekmez, kullanımı şarta bağlanamaz, devredilebilir olduğundan kurucu dışında bir üçüncü kişiye devri mümkündür.

Geri satım hakkı, açık uçlu bir kolektif yatırım kuruluşu olan yatırım fonlarının ayırıcı niteliği olmasına karşın bu haktan mevzuatımızda, sadece Tebliğ'de bahsedilmekte, Alman ve İsviçre hukuklarında kanuni hüküm bulunmasına karşın, hakkın varlığına ilişkin kanuni bir hüküm bulunmamaktadır. (Destanoğlu, 2004: 137 vd., Nomer: 618). Nitekim İYFK m.24'te yatırımcının herhangi bir zamanda kolektif yatırım fonu sözleşmesini feshederek, peşin olarak fon paylarını geri satabileceği hüküm altına alınmıştır. Öte yandan aynı maddede Federal Konsey'in geri satım hakkına, değerlendirme veya pazarlama zorlukları nedeniyle istisnalar getirilebileceği belirtilmektedir.

III.4.1.1.2. Kar Payı Alma Hakkı

SPK'nın, SPKn m.38/4-a'ya göre yatırım fonlarında karın tespiti ve dağıtımına ilişkin düzenleme yapma yetkisi bulunmakla birlikte, bu hususa ilişkin bir düzenleme bulunmamakta, konu içtüzüklerle hüküm altına alınmaktadır.

SPK tarafından yayımlanan standart içtüzük metnine göre⁷, yatırım fonlarında yatırımcının karı, yatırımcının fona katılmasında uygulanan fiyat ile fondan ayrılmasına uygulanan fiyat arasındaki olumlu fark ile realize olmaktadır. Buna göre

⁷ http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur (son ulaşım tarihi: 15.11.2005)

hukukumuzda yatırım fonlarında kar dağıtımını söz konusu olmayıp fon portföyü değerindeki değişmelerin fon paylarına yansımaları ile yatırımcının kardan pay alması yoluna gidilmiştir. Kar payı alma hakkı, yatırımcının temel haklarından olup kaldırılamaz, sınırlandırılmaz, kısmen veya tamamen üçüncü kişilere veya kurucuya ödeyeceğine dair hükümler içtüzük veya sözleşmeye konamaz. Öte yandan, bu hak yatırımcının fondan çıkma talimatını vermesi ile alacak hakkına dönüşür. Kar payında imtiyaz söz konusu değildir. (Destanoğlu, 2004: 142 vd.)

III.4.1.1.3. Bilgi Alma Hakkı

Mevzuatta yatırım fonu yatırımcısının bilgi alma hakkı, kurucu tarafından Tebliğ m.46 hükmü doğrultusunda yayınlanan günlük, aylık ve yıllık raporlar ile bağımsız denetimden geçmiş fon mali tabloları, fon portföy ve toplam değer tabloları ve sürekli bilgilendirme amacıyla her bir fon için kurucunun hazırladığı internet siteleri vasıtasıyla işlerlik kazanır.

Esasında, vekalet akdinde, vekalet verenin her an bilgi alma hakkı, yukarıda anılandan daha geniştir, zira Borçlar Kanunu m.392'ye göre vekalet veren her an vekilden bilgi ve hesap vermesini isteyebilir. Ancak, yatırım fonlarında, yatırımcının gerçek amacının fon portföyünün yüksek getiri getirmesi, fon portföy yönetimine müdahale imkanının olmaması, fon malvarlığının idaresine ilişkin hususların ticaret siciline de tescil edilerek yayınlanan içtüzüklerde ayrıntılı olarak yer alması hususları birlikte değerlendirildiğinde anılan kanun hükmündeki kadar geniş bir bilgi ve hesap verme yükümlülüğü pratik olarak uygulanamaz. (Nomer, 2002: 620)

III.4.1.2. Yatırımcının Borçları

Yatırımcının Kolektif Yatırım Sözleşmesinden kaynaklanan temel borcu fona katılmak için ödediği paradır. Yatırımcı Tebliğ m.36 dolayısıyla katılma belgesinin temsil ettiği değeri tam, peşin ve nakit olarak öder. Kurucunun yatırım fonunu işletmek dolayısıyla doğan alacağı, saklama ve portföy yönetim hizmetlerinden dolayı saklayıcı ve yöneticinin alacakları Tebliğ m.10, 17, 40 gereği fon malvarlığından karşılanır. Dolayısıyla kurucunun alacağı ücret yatırımcının borcu olmayıp bu Tebliğ m.17/j gereği fonun bir harcama kalemidir. Fon malvarlığı üzerinde yatırımcıların mülkiyet hakkı söz konusu olmadığından, yatırımcılar fon veya kurucunun borçlarından sorumlu olmazlar. Yatırımcı, kurucunun kendi borçları ile fon malvarlığını işletirken doğan borçlarından sorumlu değildir.

II.4.2. Kurucunun İnanç ve Vekalet Sözleşmesinden Kaynaklanan Borçları

II.4.2.1. Özen Borcu

Vekil olarak kurucu, fonun işletilmesinde gerekli özeni göstermek zorundadır. Özen, yatırımcının yararına sonuç doğuracak biçimde fonun yönetilmesi, zararına sonuç doğuracak davranışlardan kaçınılmasıdır. Kurucunun göstereceği özenin derecesi yüksek olmalıdır. Zira kurucu yapmış olduğu iş dolayısıyla ücret almakta ve ayrıca sadece belirli nitelikleri haiz kişiler fon kurucusu olabilmektedir. Vekalet akdinde, özen borcunun yerine getirilmediğini müvekkil kanıtlamalıdır, vekil ise borcu yerine getirmemesinde ancak kusuru bulunmadığını ispatlayarak sorumluluktan kurtulabilir. Yatırım fonları devletçe verilen bir izne dayanılarak yapılan bir faaliyet ve ayrıca ücret karşılığı yapılan bir hizmet (fon işletim giderleri dolayısıyla) olduğundan kurucu, kendisinin veya yardımcılarının her türlü kusurundan dolayı sorumludur. Aksi yöndeki sorumsuzluk anlaşmaları geçersizdir.

Vekil belirli bir sonuca yönelik edim filini özenle yerine getirmekle yükümlüdür. (Aral: 418) Vekil özen borcunun gereği olarak sonucun başarılı olması için özenle her türlü çabayı göstermek, başarılı sonucu etkileyecek her türlü davranışlardan kaçınmak, bu yönde bilgi ve beceri ile tecrübesini ortaya koymak durumundadır. (Özkaya: 387) BK m.390/1'e vekilin göstereceği özenin tespitinde BK m. 321'de düzenlenen işçinin göstereceği özenin esas alınacağı hükme bağlanmıştır. Burada vekilin sorumluluğunun işçinin sorumluluğuna benzetilmesi sadece gösterilecek özenin tayini yönündendir, yoksa işçi ile vekilin sorumlulukları, özellikle işçinin işverene bağlılığının derecesi dikkate alındığında birbirinden farklılık arz etmektedir. Avukatlık, hekimlik, mimarlık, bankacılık gibi mesleki uzmanlığı gerektiren işlerde vekil o meslek mensubunun bilmesi ve yapması gereken bilgi, beceri ve ehliyete göre hareket etmek zorundadır. Aksi halde vekil, vekil edenin zararlarından sorumludur (Özkaya: 388). Kurucunun göstereceği özenin niteliğine ilişkin ayrıntılara, kurucunun hukuki sorumluluğu bağlamında, aşağıda Bölüm 3'te yer verilmektedir.

II.4.2.2. Sadakat Borcu

Kurucu, BK m.390 dolayısıyla görevlerini sadakat ile yapmak zorundadır. Buna göre, kurucu fonu yatırımcıların çıkarları gözeterek yönetmek zorunda olup, işi dolayısıyla sahip olduğu yatırımcılara ilişkin bilgilerle ilgili olarak, hem işin devamı süresince hem de işin sona ermesinden sonra, sır saklama yükümlülüğü vardır. Sadakat ve sır saklama yükümlülüğüne aykırılık halinde kurucunun yatırımcıların

maddi ve manevi zararlarını tazmin yükümlülüğü söz konusu olur. Öte yandan, anılan yükümlülüğün ihlali güveni kötüye kullanma suçuna da neden olabilir.

Sadakat borcu vekilin her durumda müvekkilin menfaatine uygun hareket etmesini gerektirir; vekil, davranışlarını güven ilkesi gereğince göz önünde tutulması gereken edim amacına yönlendirmekle ve kendi menfaatini müvekkilinkine tabi kılmakla yükümlüdür. Buna göre, vekil, sadakat yükümü gereğince, müvekkilin yararına olacak davranışlarda bulunmak ve ona zarar verecek davranışlardan kaçınmakla yükümlüdür. Vekil, sadakat yükümü gereğince, akdin devamı veya işin görülmesi esnasında müvekkile bilgi vermek, onu uyarmak veya dikkati çekmek, koruma yükümlerini yerine getirmek zorundadır. (Aral: 417-418) Vekil öncelikle vekil edenin gerçek ve muhtemel iradesini sonra da yararını daima göz önünde tutmak zorundadır. Sadakat borcu vekile, vekil edenin yararını kendi çıkarından önce tutma, vekil edenin yararı ile bağdaşmayan üçüncü kişinin işini görmeme, değişen koşullara göre vekâlete en uygun biçimde yerine getirme borçlarını da içerir. (Özkaya: 387). Ancak yatırım fonlarında kurucunun sadakat borcu yatırımcıların muhtemel iradelerinden ziyade onların menfaatini öncelikle korumaktır. Zira yatırım fonları bir kolektif yatırım kuruluşu olarak çok sayıda kişinin tasarruflarının toplandığı bir havuz niteliğinde olduğundan bunların muhtemel iradelerinden ziyade menfaatlerinin en iyi şekilde korunması hedeflenmelidir. Zira burada yatırımcıların amacı bir işi gördürmekten ziyade riskin dağıtılması ve profesyonel hizmet ilkeleri doğrultusunda en yüksek geliri elde etmektir.

Sadakat borcunun doğal sonucu vekilin (kurucunun) “müvekkilin (yatırımcının) menfaatlerini koruması borcu”dur. Bu borç, vekilin kapsamlı bir şekilde müvekkilin menfaatleri korumakla ve kendi menfaatleri karşısında müvekkilin menfaatlerine öncelik tanımakla yükümlü olması ilkelerine dayanır (Kaplan, 1998: 141). Ancak SPKn ve Tebliğ’de yatırımcı menfaatlerine öncelik tanınacağına ilişkin bir hüküm yoktur. Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: V, No: 59) böyle bir hüküm getirdiğinden yatırımcı yöneticinin bu yükümü dolayısıyla kurucu ve yöneticiye gidebilir. Ancak yatırım fonunun idaresi ile ilgili diğer hususlarda böyle bir açık yüküm bulunmamaktadır. Öte yandan alt vekalet ilişkisi dolayısıyla yatırımcının, portföy yöneticisinden, fonun menfaatlerine öncelik tanıyarak davranmasını talep etmesi mümkündür. Ancak bu halde dahi yatırımcı sadece portföy yönetimine ilişkin hususlarla ilgili olarak böyle bir talep hakkına sahip

olmaktadır. SPKn m.37/2 kurucunun yatırımcıların menfaatlerine öncelik tanıyacağına dair bir yükümlülük öngörmemiş, kurucunun fonu yatırımcıların haklarını koruyacak şekilde yöneteceğini hüküm altına almakla yetinmiştir.

Vekilin sadakat ve özen borcu ile ilgili olarak muhtelif Yargıtay kararlarına aşağıda yer verilmektedir.

“..Vekil, vekil edenin yararına ve iradesine uygun hareket etme, onu zararlandıracak davranışlardan kaçınma yükümlülüğü altındadır. Kendi çıkarını gözeterek vekil edenin yararı ile bağdaşmayan bir davranış içerisinde bulunan vekil, aynı Kanununun (BK) 390/1. maddesine göre sorumlu olur.” (Yargıtay Hukuk Genel Kurulu 05.05.1993 T., 1993/1-79 E., 1993/195 K.)

“Vekil; vekil edenin yararına ve iradesine uygun hareket etmek, onu zararlandırıcı davranışlardan kaçınmakla yükümlü olup, vekil edenin yararı ile bağdaşmayacak bir eylem veya işlem yapan vekil, BK'nin 390/1. maddesi uyarınca sorumludur.

Öte yandan, vekil ile sözleşme yapan üçüncü şahıs, MK'nin 3. maddesi anlamında iyi niyetli ise; vekilin, vekâlet görevini kötüye kullansa dahi bu husus vekil ile vekâlet veren arasındaki bir iç sorun olarak kalır. Ne var ki, üçüncü kişi vekil ile çıkar ve işbirliği içerisinde ise, veya kötü niyetli olup, vekilin vekalet görevini kötüye kullandığını biliyor veya bilmesi gerekiyorsa, vekil edenin bu sözleşme ile bağlı sayılmaması dürüstlük kuralının doğal sonucudur.” (Yargıtay 1. Hukuk Dairesi 02.10.1995 T., 1995/11443 E., 1995/12592 K.)

III.5. Kolektif Yatırım Sözleşmesinin Sona Ermesi

Yatırımcının elinde bulundurduğu fon paylarını fona iade etmesi ile sözleşme feshedilmiş olmaktadır. Yatırımcının elindeki fon paylarının tamamını değil bir kısmını fona iade etmesi halinde, sözleşme sona ermez, sadece yatırımcının katılım payı değişmektedir.

Kurucunun ise yukarıda anılan şekilde, sözleşmeyi feshetme hakkı bulunmamaktadır. Ancak, Tebliğ m.53/1-b'ye göre kurucunun 6 ay önceden feshi ihbar ederek fonu sona erdirmesi halinde, dolaylı olarak Kolektif Yatırım Sözleşmesi de sona erecektir. Öte yandan, Tebliğ'de m.53'te yer verilen yatırım fonunun diğer sona erme hallerinin (sürenin dolması, kurucunun fon kurma şartlarını yitirmesi, fonun devamının yatırımcılar yararına olmayacağı Kurulca tespiti) vukuu halinde

de sözleşme feshedilmiş olacaktır. Bir kurucunun, kurucusu bulunduğu fonları Tebliğ m.52'ye göre tasfiyesi ile m.54'e göre birleştirmesi de bir fesih nedenidir.

Bölüm 2: Yatırım Fonlarında Kurucunun Hukuki Sorumluluğu

Yatırım fonlarında yatırımcının korunması idari ve cezai müeyyideler yanında hukuki müeyyidelerin uygulanması yoluyla da sağlanabilir. Hukukumuzda yatırım fonlarında kurucunun sorumluluğu, SPKn. m.37'de “...Kurucu, fonu, yatırım fonu katılma belgesi sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsil eder, yönetir veya yönetimini denetler. Fon varlığının korunması ve saklanması kurucu sorumludur. Kurucu ile katılma belgesi sahipleri arasındaki ilişkilere bu Kanunda ve ilgili mevzuatta hüküm bulunmayan hallerde Borçlar Kanununun Vekalet Akdi hükümleri uygulanır.” hükmü ile düzenlenmiş bulunmaktadır.

Kurucunun sorumluluğuna ilişkin Tebliğ hükmü ise m.6'dır. Buna göre “...fonun... katılma belgesi sahiplerinin hakların koruyacak şekilde yönetim, temsil ve saklanmasından, Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca kurucu sorumludur.” Yatırım fonlarında kurucunun sorumluluğu, inançlı işlemi de içeren Kolektif Yatırım Sözleşmesinden kaynaklanan sözleşmeye dayanan sorumluluktur.

Tebliğ m.7'ye göre fon kurucunun belirleyeceği bir yönetici tarafından portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde yönetilir. Görüleceği üzere, fon portföyünü kurucu bizzat yönetmeyecek, ancak yöneticinin işlemlerinden SPKn m.37/2 ve Tebliğ m.6 gereği sorumlu olacaktır. Aynı durum, Tebliğ m.8 hükmü doğrultusunda saklayıcının vereceği saklama hizmetinden kaynaklanabilecek zararlar için de geçerli olacaktır.

Yatırım fonlarında yatırımcının bir ifa davası açma hakkının bulunup bulunmadığı hususunda hukukumuzda açık bir hüküm bulunmamaktadır. Fakat İsviçre Hukuku yatırımcılara ifa davası açma hakkı tanımıştır. Buna göre, İYFK m.27 doğrultusunda, yatırımcının, yatırım fonu katılma belgesinde temsil olunan ifayı talep hakkı bulunmakta olup, yönetici ve saklayıcının kendilerine düşen yükümlülüklerini hiç ya da gereği gibi yerine getirmemeleri halinde, yatırımcı ifa davası açabilmektedir. Hukukumuzda böyle bir dava açıkça düzenlenmemekle birlikte SPKn m.37/2, Tebliğ m.18 gereği hüküm bulunmayan hallerde Borçlar Kanununun vekâlet akdine ilişkin hükümleri Kolektif Yatırım Sözleşmesinde uygulama alanı bulacağından, vekilin borcunu gereği gibi ifa etmemesine ilişkin BK

m.390–392 hükümleri Kolektif Yatırım Sözleşmesinde de uygulama alanı bulabilecektir. Böylelikle İsviçre Hukukunda düzenlenmiş ifayı talep hakkının dolaylı olarak hukukumuzda uygulanması mümkündür. (Destanoğlu, 2004: 137).

Öte yandan, bir diğer mesele ise böyle bir dava açılması halinde, bir yatırımcı için verilen kararın diğer yatırımcıları etkileyip etkilemeyeceğidir. Bir kısım görüş, bu yönde bir kanun hükmü bulunmadığından bunun mümkün olmadığını belirtmekte, diğer bir kısım görüş ise Kolektif Yatırım Sözleşmesinin bireyler üstü edimler içermesini gerekçe göstererek bir yatırımcı için verilecek yargısal hükmün diğer yatırımcıları da etkileyeceği yönündedir. (Destanoğlu, 2004: 122, Yasaman, 1980: 77). İYFK m.27'ye göre bir yatırımcının açmış olduğu ifa davası neticesinde alınacak karar diğer yatırımcıları da etkileyecektir. İYFK m.27/2'ye göre, fon yönetim şirketi, saklayıcı veya üçüncü kişilerin, kendi veya bağlantılı kişilerin lehlerine olmak üzere, fon varlıklarını hukuka aykırı olarak çekmeleri (withdraw) veya fona ait finansal menfaatleri fondan ayırmaları (withhold) yahut başka yollarla sayılan kişilere fon aleyhine olmak üzere ayrıcalık sağlamaları hallerinin vukuunda, ifa davası fon tarafından da açılabilir. İYFK m.28'de ise hâkimin, fona tazminat ödenebileceğine dair iddiaların varlığı kuvvetli bir şekilde ispat edilirse, yatırımcılar adına hareket edecek bir temsilci atayabileceği, bu temsilcinin yatırımcılarla aynı haklara, hukuki imkânlarla sahip olduğu, temsilcinin dava açmış olması halinde, yatırımcıların aynı hususa ilişkin davalarının dinlenmeyeceği, temsilci masraflarının, mahkemenin başka türlü bir yolla giderime karar vermemesi halinde, fondan karşılanacağı hüküm altına alınmıştır.

İngiltere'de Finansal Hizmetler Kanunu (Financial Services Act) m.62'de yatırımcıların bireysel dava açma hakkı düzenlenmiştir. Yatırımcıların genel hükümlere göre akde aykırılık, inancılı sözleşme veya vekalet sözleşmesine dayanan dava imkanları yanında anılan hüküm ile yatırımcılara özel bir tazminat davası açma imkanı tanınmıştır. Ancak bu imkân sadece bireysel yatırımcılar için söz konusudur. Bu özel dava hakkı ile yatırımcıların korunması amaçlanmaktadır. İngiliz sisteminde, ABD hukukunun aksine, hukuki yaptırımlardan ziyade cezalandırma yolunun seçilmesi önemli bir eksiklik olarak görülmüş ve eleştirilmiş, bu nedenle böyle bir hakkın tanınması yoluna gidilmiştir. Anılan hakkın kullanım şartları, aracı kurumun mevzuata aykırı hareketi, bundan dolayı yatırımcının zarara uğraması ve illiyet bağıdır (Sumer: 537).

Kolektif Yatırım Sözleşmesinden kurucunun akde aykırılıktan dolayı sorumlu tutularak tazminata mahkûm edilebilmesinin şartları şu şekilde sıralanabilir; (a) Kurucunun sözleşme ile üstlendiği özen borcunu yerine getirmemesi yani akde aykırı davranması ve bunun yatırımcı tarafından ispatlanması. (b) Bunun sonucunda fiili bir zarara ya da kar mahrumiyetine uğranılması. (c) Zarar ile akde aykırı davranış arasında uygun illiyet bağı bulunması. (d) BK m.96 gereği akde aykırı davranışın varlığı, kurucunun kusurlu davranışına karine teşkil ettiğinden, kusursuzluğunu kanıtlayamamış olması.

Kurucu sadakat ve özen borcu ile yükümlü olmakla birlikte yapmış olduğu işten dolayı yatırımcılara karşı somut kar sağlamakla yükümlü değildir, somut bir sonuç üstlenmez.

Yatırım fonlarında kurucunun sorumluluğuna ilişkin bir diğer mesele ise kurucunun göstereceği özenin derecesidir. SPKn m.37/2 vekâlet akdine atıf yapmış olduğundan vekâlet akdinde cari özen hükümlerine bakılmak gerekir ki burada da kanun koyucu işgörme sözleşmelerine atıf yaparak işçinin göstereceği özeni esas almıştır. İşçinin göstereceği özen kısmen objektif kısmen de sübjektif nitelik arz etmektedir. Fakat mevzuatımızda, ancak belirli kişi ve kurumlar kurucu olabildiğinden, bunlar uzman kişiler sayılmak gerekir, bu nedenle sorumluluklarının tayininde objektif ölçüt katı bir şekilde esas alınmalıdır (Battal, 2001:275, Kaplan:149). Objektif ölçütte, görülecek işin çeşidi, güçlüğü, gerektirdiği öğrenim ve mesleki bilgi derecesi dikkate alınırken, sübjektif ölçütte; iş görenin bilinen veya bilinmesi gereken bilgi derecesi, yetenekleri ve diğer yetenekleri hesaba katılır (Aral, 2003: 419). Buna göre yatırım fonlarında kurucunun göstereceği özen objektif ölçütlere göre belirlenmek gerekir. Dolayısıyla, kurucu dikkatli ve basiretli bir kurucunun aynı şartlar altında göstereceği hareket tarzına uygun surette dikkat ve özen göstermelidir. (Yasaman, 1980:106)

Kurucunun Kolektif Yatırım Sözleşmesine derç edeceği sorumsuzluk kayıtları, yatırım fonu kuruculuğu hükümetçe verilen bir imtiyaza dayandığından BK m. 99 gereği geçerli olmaz. Zira Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin 04.04.1996 tarih ve 1791/2433 sayılı kararına konu olayda davacı, davalı bankaya hesabındaki para ile yatırım fonu katılma belgesi alım talimatı vermiş, banka bu talimatı gecikerek ve farklı yatırım yaparak yerine getirmiş, davacının tazminat talebi üzerine sözleşmedeki bankanın talimatını süresinde yerine getirememesinden sorumlu

olmayacağına dair sorumsuzluk kaydı dikkate alınmadan davalı banka %40 oranında kusurlu bulunarak tazminata mahkûm edilmiştir (zikreden; Battal, 2001: 276).

Kurucu, fon çalışanlarının yatırımcılara vereceği zararlardan Borçlar Kanunu m.100 gereği sorumlu olacaktır. Anılan hüküm gereği kurucunun çalışanın işlemlerinden doğan sorumluluktan kurtulma imkânı ancak hafif kusura dayanan borca aykırılıklar için geçerli olacaktır.

Bir diğer husus ise zamanaşımıdır. Hukukumuzda vekâlet sözleşmesinden doğan davalarda zamanaşımı BK m.126/4'e göre 5 yıllık zamanaşımına tabidir. Kolektif yatırım sözleşmesi için de SPKn 37/2'den hareketle 5 yıllık zamanaşımının geçerli olacağı söylenebilir.

Yatırım fonlarında fonun yönetim, temsil ve saklama hizmetlerinden kurucunun sorumlu olduğu Tebliğ m.5'te hüküm altına alındığı belirtilmişti. Yukarıda Bölüm II.3.1.3.'de Kolektif Yatırım Sözleşmesine yönetici ve saklayıcının taraf olup olmamasına ilişkin tartışmalara yer verilmiştir. Yatırımcı ile bahsi geçenler arasında doğrudan sözleşmesel bir ilişki bulunmamakla birlikte hukuki bir bağ bulunmaktadır. Kaldı ki, bunlar vekâlet akdi hükümleri doğrultusunda alt vekil konumundadır. Dolayısıyla, yatırımcı, herhangi bir zarara uğraması halinde kurucu yanında alt vekil sıfatı taşıyan yöneticiye de başvurabilir. (Kaplan, 1998: 140) Yatırımcı ile yönetici ve saklayıcı arasında doğrudan bir sözleşmesel ilişki bulunmadığından bunların kurucu ile birlikte yatırımcıya karşı müteselsilen sorumlu olduğu söylenmesi güç olmakla birlikte yatırımcı bu kişilere karşı alt vekâlet ilişkisine dayanarak başvurabilir. Ancak yönetici ve saklayıcı, yatırımcılara karşı BK m.50–51 gereği haksız fiillerinden dolayı müteselsilen sorumlu olabilir. Yeni SPKn Tasarısı m.53'te saklayıcının, tasarı da kurucu kavramı kaldırılmış olduğu göz önünde bulundurularak, yöneticiye ve yatırımcılara karşı, kendisine yüklenen görevlerin yerine getirilmemesinden ötürü, müteselsilen sorumlu olduğu öngörülmüştür.

Aşağıda yer verilecek menfaat çatışmaları açısından; yatırım fonlarında kurucu kendi veya kendisiyle bağlantılı kişi veya kuruluşların menfaatinin yatırım fonu ile çatıştığı hallerde yatırım fonunun menfaatinin öncelikle gözetmek zorundadır. Bu hususta kurucu somut olayda kendi aleyhine karar verdiğini ispatlamalıdır. Yatırım fonu ve dolayısıyla yatırımcıların menfaatinin bir üçüncü kişi ile çatışması halinde ise kurucunun menfaatleri koruma yükümüne, özen borcuna aykırı davrandığını yatırımcıların ispatlaması gerekir. Bir yatırım fonuna katılmış

yatırımcılardan bir kısmı lehine diğer kısmı aleyhine kurucunun eylemleri mevcut ise burada da kurucunun sözleşmeye aykırı davrandığının ispatı yatırımcıya düşer.

Bölüm 3: Yatırım Fonlarında Kurucunun Cezai Sorumluluğu

TCK m.155'e göre; *“Başkasına ait olup da, muhafaza etmek veya belli bir şekilde kullanmak üzere zilyetliği kendisine devredilmiş mal üzerinde, kendisinin veya başkasının yararına olarak, zilyetliğin devri amacı dışında tasarrufta bulunan veya bu devir olgusunu inkâr eden kişi”* cezalandırılır. Burada, başkasının taşınır malı üzerinde onun sahibiymiş gibi davranan zilyet cezalandırılmaktadır. Zilyetlik ile birlikte malın mülkiyetinin de devredilmiş olduğu hallerde bu suç işlenemez (Toroslu, 2005: 159 vd.). Bu hüküm doğrultusunda kurucu, inanç sözleşmesi gereği malik sıfatını haiz olduğundan, vekâlet akdinin kötüye kullanımı yolu bir an için düşünülse dahi, TCKn açısından güveni kötüye kullanma suçunun faili olamaz. SPKn m. 47/A-5.'de öngörülen güveni kötüye kullanma suçunun özel hali ise TCK'daki gibi zilyetlik unsurunu aramayarak suçun faili olabilecekleri genişletmiştir. Bu kapsamda, yatırım fonları kurucuları açısından da SPKn. 47/A-5'te öngörülen güveni kötüye kullanma suçu gündeme gelebilecektir.

Öte yandan, fon varlıklarının dolaylı yollardan, bağlantılılara aktarılması da mümkün olabilir. Mesela, fonların yapmış olduğu menkul kıymet işlemlerinden ötürü bağlantılı aracı kurumlara, aşırı komisyon ücreti ödenmesi yoluyla fon varlığı bağlantılı kişilere aktarılabilir. Ancak böyle bir durumda mevzuatımızda, halka açık şirketlerdeki özel kazanç aktarımına benzer mahiyette, doğrudan bir cezai hüküm bulunmamaktadır. Mevcut durum, yatırımcıların ve piyasanın güvenliği açısından yeterli değildir, zira SPKn. m.15/6'da halka açık şirketlerde örtülü kazanç aktarımı suçu düzenlemiştir. Bir kolektif yatırım kuruluşu ve de halka açık anonim ortaklık olan yatırım ortaklıkları açısından bu suç söz konusu olabilecektir. Fakat bir başka kolektif yatırım kuruluşu olan yatırım fonları açısından ise bu suç gündeme gelemeyecektir. Bu halde, iki kolektif yatırım kuruluşundan yatırım fonu yatırımcıları, yatırım ortaklığı yatırımcılarına göre daha düşük seviyede bir hukuki himaye sağlanmış olup bu eşitliklilik sağlayın durumun giderilmesi uygun olacaktır. Belirtilen nedenlerle SPKn. 15/6'da öngörülen örtülü kazanç aktarımı suçunun yatırım fonları açısından da uygulama alanı bulabilmesi için Yeni SPKn Tasarısına anılan yönde bir hüküm eklenmesi uygun olacaktır.

Bölüm 4: Yatırım Fonlarında Potansiyel Çıkar Çatışmaları

Yatırım fonlarında kurucu ile yatırımcıların menfaatlerinin çatıştığı hususlar çok yönlü ve çeşitlidir. Menfaat çatışmalarının bir kısmı kurucunun suiistimalinden bir kısmı ise faaliyetleri esnasında kendi menfaati ile yatırımcının, yatırımcı ile üçüncü kişinin veya bir yatırımcı ile bir başka yatırımcının menfaatlerinin çatışması hallerinden kaynaklanabilir. Aşağıda başlıklar halinde muhtemel çatışma hallerine yer verilmektedir. Yatırım fonlarında, menfaat çatışmalarında, öncelikle kurucunun sadakat borcu ve ondan kaynaklanan müşteri menfaatini koruma borcu gündeme gelir. (Bakınız: Bölüm 2)

Menfaat çatışmalarının çözümünde göz önünde bulundurulacak çeşitli ilkeler söz konusu olmaktadır. Bunlar, “yatırımcının korunması ilkesi”, “yatırımcı menfaatinin önceliği ilkesi”, “menfaatler dengesi ilkesi” ve “menfaatlerin korunması ilkesi” olarak sayılabilir. (Kaplan, 1998: 143 vd.) Ancak yatırım fonları için en temel ilke yatırımcı menfaatlerinin önceliği ilkesi olmalıdır. Zira uluslararası kaynaklar da dikkate alındığında yatırım fonlarında temel ilke en iyi bir şekilde yatırımcının menfaatine göre davranılmasıdır. Zira bir OECD raporunda yatırımcıların yatırım fonu yönetiminin sadece kendi menfaatlerine gerçekleştirilmesi hakları bulunduğu belirtilmektedir. (OECD White Paper, 2004: 147). IOSCO’nun bir raporunda ise kolektif yatırım kuruluşlarının tek amacının, fon varlıklarının yatırımcıların doğrudan menfaatine olacak şekilde yatırıma yönlendirilmesi olduğu belirtilmiştir (Examination of Governance, 2005: 5). Neticede yatırım fonlarında kurucu sadakat, iyi niyet, özen, dikkat ilkeleri çerçevesinde yatırımcıların menfaatini en iyi bir şekilde temsil ederek fonu yönetmek veya yönetimini denetlemekle yükümlüdür. Yatırımcı menfaatleri ilkesinin doğal sonucu ise yatırımcıyı zarara uğratma yasağıdır. Bir yatırım fonunun yatırımcıların menfaatlerinin çatışması da söz konusu olabilir. Burada bir başka ilke gündeme gelir, o da, yatırımcılara eşit muamele ilkesidir (OECD White Paper, 2004: 148).

I. Piyasa Zamanlaması (Market Timing)

Yatırımcıların, fon varlıklarının piyasasındaki son hareketleri tam olarak yansıtmayan güncelliğini yitirmiş fiyatlarla (stale prices) yapılan değerlendirme işlemleri neticesinde belirlenmiş pay fiyatı üzerinden pay alım satım işlemi yapmalarına Piyasa Zamanlaması denmektedir. Etkin olmayan yatırım fonu fiyatlamaları kısa dönemli pay alım satımları ile ortaya çıkmaktadır. Bu yola başvuranlar avantajlı pay

alım satımları için, bir önceki pay fiyatına tam olarak yansıtılmayan piyasa hareketlerine ilişkin bilgileri kullanarak kazanç sağlamayı hedeflemektedirler. (Mahoney, 2004: 173 vd.) Yabancı menkul kıymetlere yatırım yapan fonların sahip olduğu kıymetlerin işlem gördüğü ilgili piyasa, genelde yerel piyasadan saatler önce kapanmaktadır. Bazı hallerde yerli bir menkul kıymetin piyasası dahi piyasanın genel kapanış saatinden daha evvel kapanmış olabilir. Bu husus özellikle, şirket tahvilleri veya düşük kapitilizasyonu olan hisse senetleri gibi çok likit olmayan varlıklar için geçerlidir. Güncelliğini yitirmiş fiyatların fon portföyünün değerlemesinde kullanımı, piyasalar tekrar açıldıktan sonra fiyatların nasıl değişeceği bilgisine dayanarak, yabancı menkul kıymet ya da diğer varlıklardaki son işlemin ardından ve fakat genel piyasa kapanış saatinden önce işlem yapanlara, ulaşan bilginin sağladığı avantajlardan yararlanmana imkânı tanır.

“Market timer” denen bu kişiler, pay alım-satımları vasıtasıyla, fonun yatırım yaptığı piyasalardaki zaman dilimlerindeki farklılıklardan faydalanmaktadırlar. Dolayısıyla bu uygulama daha önce belirtildiği gibi yabancı menkul kıymetlere yatırım yapan fonlar için önem arz eder. Fon pay alım satım işlemlerinin kapanmasından önce ve fakat fonun yatırım yaptığı piyasalardan bazılarının –ancak tamamı değil- kapanmasından sonra ulaşan piyasaya etki edici bilgi, tüm ilgili piyasalar kapanıp pay fiyatı kesinleştiğinde, doğru olmayan bir pay değeri hesaplamasına yol açmaktadır.

Ancak yatırımcıların bütün işlemleri caiz olmayan bir Piyasa Zamanlaması olarak nitelendirilemez. Bilinçli olmayan ya da uzmanlaşmamış herhangi bir yatırımcı şans eseri avantajlı bir anda emir vererek, güncelliğini yitirmiş bir fiyattan işlem yaparak kar sağlayabilir veya zarardan kurtulabilir. Nadiren ve tesadüfi bir şekilde yararlanarak, güncelliğini yitirmiş fiyattan kasti girişimlerle işlem yapmak, caiz olan Piyasa Zamanlaması olarak nitelendirilmektedir.

Caiz olmayan Piyasa Zamanlaması ise, fon içinde ve fon dışında kısa bir zamana dilimi içerisinde yüksek miktarda pay alım satımı yapılmasıdır. Yüksek miktardaki bu tür işlemlerin ardındaki amaç ne olursa olsun, uzun dönemli yatırım yapan yatırımcının sırtına yüklenen bir maliyettir. Ancak, fon paylarının alım satımında aşırı işlem yapılmasına ilişkin olarak ülkemiz ve ABD mevzuatında herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Ancak, belirli bir süreden önce fondan çıkanlardan fon lehine olmak üzere ayrıca bir komisyonun alındığı fon türleri bulunmaktadır. Fon paylarının belli bir kişinin elinde yoğunlaşmasına dair öngörülen

sınırlamaların bulunması hususu bu noktada dolaylı olarak önleyici bir tedbir olarak düşünülebilir.

Ülkemizde yatırım fonları sektörünün yatırım yaptığı menkul kıymetlerin ağırlıklı olarak devlet iç borçlanma senetleri olduğu dikkate alındığında Tahvil ve Bono Piyasası'nın işleyişi ve bunun fon birim pay değerinin hesaplanması yani fon değerlendirme işlemlerine etkisi göz önünde bulundurulmak gerekir. Zira İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Tahvil ve Bono Piyasası işlem saatleri şu şekildedir:

- Aynı gün valörlü işlemler; 09.30–12.00, 13.00–14.00
- İleri valörlü işlemler; 09:30–12:00, 13:00–17:00

Yatırım fonları ise diğer yatırımcılardan farklı olarak 17.00'ye kadar işlem gerçekleştirebilmektedirler⁸.

Öte yandan bilindiği üzere Hisse Senetleri Piyasası ise 16.30'da kapanmaktadır. Görüleceği üzere yatırım fonlarının en çok işlem gerçekleştirdiği piyasaları işlem saatleri arasında farklılıklar bulunmaktadır. Burada, genel piyasa uygulamaları çerçevesinde A tipi fonlarda talimata esas birim pay fiyatının tespitinde saat 12:00, B tipi fonlarda ise (likit fonlar hariç olmak üzere) saat 13:30 eşik saat olarak esas alınmaktadır. Esasen işlem saatleri esas alındığında ileri fiyatlama dolayısıyla yatırımcıların piyasa zamanlaması yapma ihtimallerinin bulunmadığı düşünülebilir. Ancak, işlem hacmi düşük hisse senetleri veya tahvil ve bonolarda sabah saatlerinde ulaşan bir haber nedeniyle faiz düşüşleri veya hisse senedinin tavan fiyata yükselmesi, yatırımcının öğleden sonraki kapanış fiyatını bir ölçüde tahmin edebilmesi sonucunu doğurabilir. Böylece yatırımcı talimat verilmesinde eşik saati göz önünde bulundurarak alım veya olumsuz bir haber olması halinde satım talimatı vererek söz konusu haberlerden yararlanabilir. Esasen, bu durum mevzuata aykırı olmayıp tüm yatırımcıların böyle bir durumdan faydalanmaları mümkündür. Ancak, bu tür hareketlerden yararlanarak kısa zamanlı alım satımlar yapılması aşağıda yer verilecek sonuçları doğurabilecektir. Belirtilen nedenlerle de kısa süreli pay alım satımlarında ek komisyon alınması gibi öneriler gündeme getirilmektedir.

Piyasa Zamanlaması, yatırımcılar arasında adil işlem ilkesinin ihlal etmekte ve uzun dönemli yatırımcıları kısa dönemliler lehine dezavantajlı konuma sokarak fon varlıklarını aşındırmaktadır. Piyasa Zamanlaması operasyonlarından kaynaklanan yüksek orandaki pay alım satım talimatları;

⁸ Yatırım fonları SPK'nın 2004/9 ve 2004/11 sayılı Haftalık Bültenlerinde yayınlanan kararları uyarınca saat 14:00 sonrası işlemler ile hazine ihaleleri dışında ileri valörlü alım yapamazlar.

- Fon portföyünde yüksek miktarda nakit tutulması ve sonuçta başka varlık sınıflarına yatırım imkânının kısıtlanmasına,

- “Market timer”lar tarafından etki edilen bir değerin oluşması sonucunda yüksek nakit bulundurulması gibi nedenlerle birim pay fiyatında belirli bir aşınmaya (dilution) yol açar.

Kurucu tarafından sınırlanmadan bazı yatırımcılar lehine diğerlerinin aleyhine sistematik bir piyasa zamanlamasına izin verilmesi fon faaliyet, yatırımcı menfaatine hareket etme, dürüstlük ve sadakat ilkelerine de aykırılık teşkil eder.

Avrupa Menkul Kıymet Otoriteleri Komisyonu-CESR öncülüğünde Avrupa Birliği çapında üye ülkelerce konuya ilişkin olarak yapılan soruşturmalarda;

- Pay alım satım emirleri nasıl gerçekleştirildiği, net varlık değeri nasıl hesaplandığı, pay alım satım fiyatlamasının nasıl organize edildiği,

- Geç İşlem, Piyasa Zamanlaması ve diğer risklere tabi fonların ve risk noktalarının belirlenmesi,

- Yöneticinin risklerin bilincinde olması ile kişi ve sektör bazında bu risklerin kontrol altına alınmasına yönelik olarak alınan tedbirlerin değerlendirilmesi.

- Yöneticilerden bu tip ilgili şüpheli işlemlerin denetleyici otoriteye raporlanmasının istenmesi,

- Bazı yöneticilerce bunlara imkân tanınıyor olması halinde, yöneticilerce yönetilecek veya gerçekleştirecek Geç İşlem ve Piyasa Zamanlaması gibi suiistimleri önleyici süreçlere ilişkin uygulamaların oluşturulması, gibi hususlar incelenmiş ve gündeme gelmiştir.

Soruşturmalar neticesinde, büyük çaplı suiistimallere rastlanmamıştır. Ancak, bir kısım fon yöneticilerinin iç süreçlerindeki yetersizlikleri gösteren bazı bulgularla karşılaşmıştır. Örneğin kayıt tutulmasındaki yetersizlikler yüzünden, zaman limitlerine (pay alım satım talimatlarının uygulanacağı fiyata ilişkin olarak) uyum bütün incelemelerde kontrol edilememiş ve fon arz ve geri satımındaki iç süreçlerin, suiistimal riskini ortadan kaldırmak için yeterli düzeyde olmadığı belirlenmemiştir.

Anılan incelemeler kapsamında CESR üyesi devletlerin geliştirdiği tedbir ve uygulamaların bazıları şunlardır:

- a. Gözetim programları ve günlük pay alım satım işlem yığınları arasındaki şüpheli durumları belirlemeye yardımcı ölçütleri tanımlayıcı araçlar geliştirilmesi,

- b. Yatırımcıların menfaatlerinin korunması için önceden uyarıcı ve muhtemel suiistimleri gösterici bir iç kontrol sistemine sahip olunması,

c. Yatırımcıların bilinen bir fiyattan alım satımının önlenmesi için fon varlık değerlendirme süreci ile arz ve geri satım süreçlerinin incelenmesi (Bu konuyla ilgili olarak, halen birçok ülkede uygulanan ileri fiyatlandırma yanında, dayanak fiyatlardaki olası değişimlerde en iyi fiyatın kullanımı anlamına gelen makul değer fiyatlandırması (fair value pricing) yönteminin uygulanması tartışılmaktadır.)

Çeşitli Avrupa ülkelerinde suiistimalleri önlemeye dönük olarak kullanılan araç ve piyasa uygulamaları aşağıdaki tedbirleri kapsamaktadır:

- Emirlerin gerçekleştirilmesinde ve net varlık değeri hesaplamasında Avrupa Birliği çapında uyumlaştırma.

- Süreçlerin güvenliğinin sağlanması için, arz ve geri satım süreçlerine dâhil olan çeşitli “distribütör”lerin rol ve sorumluluklarının belirlenmesi.

- Kurumsal yatırımcılar veya kurucunun çalışanlarınca iletilen emirler, arz ve geri satım süreçleri, net varlık değeri bilgisinin kamuya açıklanmadan önce iç kullanımı ile ilgili olarak iç kontrol sisteminin geliştirilmesi.

- Kuruculardan, Geç İşlem’i önleyecek sistemler oluşturması ve rutin kontrollerin iyileştirilmesine ilişkin belgelerin talep edilmesi.

- Bütün kurucular için katı alım satım talimatı saati uygulamalarının empoze edilmesi,

- İletim veya değerlendirme saatinden sonra alınan emirlerin yerine getirilmesinde zaman sınırlarına ilişkin katı süreçlerinin tanımlanması.

- Aylık raporlar halinde yönetici tarafından Geç İşlem mahiyetindeki talimatların kaydedilerek bir dosya halinde iç denetçiye sunulması.

- Büyük montanlı alım satım talimatlarının gerçekleştirilmesinde özel iç süreçlerin oluşturulması.

- Zaman dilimi arbitrajına karşı uygun önlemler alınması, özellikle emirlerin uygulanmasında-verilmesinde uygun zaman sınırlamaları ve fon varlıkları için uygun değerlendirme yapılması.

- Kurucuya gün içinde fon kurallarından sapan fon net varlık değerini yeniden değerlendirme imkânı verilmesi. (Bu hususun piyasalardaki ani değişimler olması ve böylece pay fiyatı fon varlıklarının makul fiyatlarının yansıtması halinde güncel olmayan fiyatları önleyeceği belirtilmektedir.)

- ‘Market timer’lar ile ilgili politikaların fon içtüzüklerine konması.

- Pay alım ve satım işlemlerinde komisyon uygulaması. (Ülkemizde bu uygulama zorunlu değildir)
- Payını belli süreden evvel satan yatırımcıya fon lehine olmak üzere ayrıca bir ücret uygulanması (örneğin yatırımcının 3 günden daha erken sürede payının geri satması halinde daha yüksek bir geri satım komisyonu uygulanması. Bu tür uygulama yapan yatırım fonları ülkemizde bulunmaktadır.). (The Committee Of European Securities Regulators: 2004, Mahoney: 2004, IOSCO Best Practice Standartds: 2005)

II. Geç İşlemler (Late Trading)

Fon yöneticisinin belirli yatırımcılardan talimat saatlerinin sonrasında pay alım/satım emirlerini alması ve gerçekleştirmesidir. Bu şekilde işlem yapmasına imkân tanınan yatırımcılar değerlendirme noktasından sonra ve böylelikle bilinen bir fiyattan fona girebilmekte veya fondan çıkabilmektedirler. Bu durum, anılan yatırımcılara, fon kapandıktan sonra ulaşan bilgidен yararlanma imkânı tanır ve bu da onlara piyasa üzerinde etki sahibi olma fırsatı sağlar. Geç İşlem, fon yöneticisi ile müşteri arasında işbirliği bulunmasını gerektirir. Böylelikle, yatırım fonlarının temel ilkesi olarak pay sahipleri arasından eşit işlem ilkesine aykırı olarak, bazı yatırımcılara diğerlerinin aleyhine menfaat sağlanması anlamına gelmektedir. Bu açıdan Geç İşlem birçok ülkede yasadışı bir fiildir.

Burada, suiistimal, aracı kurum müşterisine fon pay alım satım işlemleri kapandıktan sonra, aynı günkü net varlık değerine dayanan bir fiyattan emir vermelerine izin vermeleri ile meydana gelmektedir. ABD’de son dönemlerdeki bu hususa ilişkin skandallar dikkat çekicidir. ABD Yatırım Şirketleri Kanunu m. 22c-1, ülkemizdeki gibi ileri fiyatlama modelini hüküm altına almaktadır. İleri fiyatlama, yatırımcının, bir önceki fiyattan işlem gerçekleştirmesine imkân tanınarak risksiz işlem gerçekleştirerek kazanç elde etmesini önlemektedir. Ancak, ABD Menkul Kıymetler Komisyonu SEC’in konuya ilişkin rehberine göre, aracı kuruma veya diğer aracılar emir iletildiğinde fon alım satım talimatı verilmiş olmaktadır. Böylece, aracı kuruma son talimat verme saatinin sonrasında emir verildiğinde dahi, bu emir talimat saatleri içinde verilmiş diğer emirlerle birlikte saat 17:00’de aracı kurumdan yöneticiye veya kurucuya iletildiğinde, emir aynı günkü net varlık değerine göre işleme alınacaktır. Zira aracı kurum emri saat 16:00’dan (fon alım satım aracının toplu emir iletimini gerçekleştireceği saat) önce almıştır. Bu durumda

ileri fiyatlama da etkisini yitirmektedir. Bu uygulama ile aracı kurumların ayrıcalıklı müşterilerine son talimat verme saatinden sonra ve fakat aynı günkü fiyattan emir verme imkânı tanımalarına yol açabilmektedir. ABD’de, Bank of America’nın Canary yatırım fonlarına geç işlem imkânı tanınması SEC denetimlerine konu olan bir örnektir. Bu imkânın tanınması karşılığında, Canary, uzun dönemli olarak Bank of America tarafından yapılandırılmış yatırım araçlarına yatırım yapmak ve Bank of America aracılığıyla yapılan yatırımların belli bir yüzdesi oranında yıllık bir ücret ödemek konusunda anlaşmışlardır. Banka fonlarına yatırım yapılması ve belli bir ücret ödenmesi bankanın fon yönetimi ve de bağlı aracıları için gelir kalemi oluşturmuştur. Aynı zamanda, geç işlemler, diğer yatırımcıların paylarını aşındırmaktadır (dilution). Piyasanın kapanışından sonra ulaşan bilgiye dayanarak çok düşük/yüksek fiyattan alım/satım yapılmasına izin verilerek aracı kurum, Canary’ye, diğer pay sahiplerinin zararına, o günkü kapanış fiyatı üzerinden ve fakat kapanıştan bir ya da birkaç saat sonra emir verilebilecek şekilde serbest al veya sat opsiyonu tanımaktadır. (Mahoney, 2004: 173)

Ülkemizde bu yönde uygulamalarla ilgili olgunlaşmış bir tartışma ortamı bulunmamaktadır. Ancak, örneğin bir A tipi yatırım fonunda standart içtüzük metnine göre o gün saat 12:00’den önce verilecek emirler ilk hesaplanacak pay değeri üzerinden yerinde getirilmekte, ilk pay hesaplaması ise o gün akşam piyasalar kapandıktan sonra akşam saatlerinde yapılmaktadır. Kurucu saat 12:00’den sonra almış olduğu emirleri saat 12:00’den önce almış gibi gösterebilir. Burada mevzuatımızdaki talimatlarda müteselsil sıra numarası bulunması zorunluluğu bulunmasına dair kural önleyici bir faktör olabilir, ancak yeterli değildir zira bu sıra numaralarının verilmesi uygulamasının nasıl gerçekleştirileceği hususu yine kurucunun inisiyatifindedir. Ancak, mevzuatımızda yatırımcı fon payı alım satım talimatlarının nasıl verileceği, nasıl kaydedileceğine gibi hususlarda hiçbir hüküm yoktur. Örneğin Kanada’da, Kanada Yatırım Fonları Enstitüsü’nün kurallarına göre, yatırım fonu işlemleri –alım satım talimatları- ancak yetkilendirilmiş bankalar ve de iki kurum (şirket) tarafından işlenebilmektedir. Enstitü kurallarına göre, bu yetkili kurumların muhtemel geç işlemleri önleyici sıkı zaman mührü (time-stamping) protokolleri bulunmaktadır. Buna göre Kanada’da yatırım fonu alım satım talimatları belirli kurumlarca işlenmekte, bunlarda sıkı zaman mührü kuralları bulunmakta, toplanan emirlerin bir bütün olarak iletilmesi de yine belli kurumlarca sıkı kurallara göre gerçekleştirilmektedir. Böylelikle Kanada bu tür uygulamaların

gerçekleştirilmesi ihtimalinin ABD'ye göre çok daha düşük olduğu belirtilmektedir. (Erlichman, Current Legal Developments, 2004: 3) Ülkemizde, belirtildiği üzere talimat veriliş, işlenmesi gibi hususlarla kurucu dışında fon pay alım satımı yapanların (distributor) söz konusu talimatlarının nasıl gerçekleştireceklerine ilişkin ayrıntılı düzenlemeler bulunmamaktadır. Son dönemlerde ülkemizde bir kurucunun yatırım fonlarının paylarının başka kurumlarca satışına da başlandığı, bunun yaygınlık kazandığı görülmektedir. Bu nedenle, yatırımcıların alım satım talimatlarının veriliş sürecine ilişkin olarak hisse senetlerindeki benzer ayrıntılı usuller öngörülmalıdır. Öte yandan, Avrupa Topluluğu Komisyonu, Green Paper adlı raporda, Avrupa'da pay alım satım talimatlarının işlenmesinde Avrupa'daki durumun parçalı olduğunu, bunun yüksek operasyonel maliyete ve riske neden olduğunu belirterek, yüksek bir önem derecesiyle anılan hususa ilişkin olmak üzere sektöre fon idaresinin organizasyonunda geliştirici tedbirler alınmasını tavsiye etmiştir (The Commission of European Community, Green Paper, 2005: 7). Belirtilen hususla ilişkili olarak, ülkemizde yargıya intikal etmiş yatırımcı talimatlarına ilişkin ihtilafların bulunduğundan Bölüm 2'de bahsedilmiştir. (The Committee Of European Securities Regulators: 2004, Mahoney: 2004, IOSCO Best Practice Standartds: 2005)

III. Yönlendirilmiş Aracılık (Directed Brokerage)

Bir yatırım fonu, broker-aracı kuruma portföy işlemlerinin gerçekleştirmesi ve araştırma hizmeti sağlaması karşılığında ödeme yapar. Aynı zamanda, aynı broker nihai müşteriye o yatırım fonunun paylarını satın alması için tavsiyede bulunabilir. Yatırım fonunun portföy işlemlerini gerçekleştireceği aracı kurumu seçerken, fon payı pazarlamasındaki çabalarını dikkate almasına yönelik uygulamaya “directed brokerage” denmektedir. Bu uygulama, iki tür menfaat çatışmasına yol açmaktadır;

a. Aracı Kurum, yatırım fonundan daha fazla komisyon geliri elde etmek ile hangi fonun en uygun olduğu hususunda yatırımcılara yansız tavsiyelerde bulunmak hususunda bir çıkar çatışması ile yüz yüze kalabilir.

b. Yönetici ise, fon payı satışlarının maksimizasyonu ile en uygun fiyat ve en iyi kalitede aracılık hizmeti temini hususları arasında bir çıkar çatışmasına maruz kalabilir. (Mahoney: 171 vd.)

IV. Soft Comissions

Aracı kurumlar menkul kıymet işlemlerine aracılıkla birlikte genellikle araştırma hizmeti de sunmaktadırlar. “Soft-dollar” uygulamaları olarak da adlandırılan uygulama ile, komisyon ücretleri ile birlikte araştırma hizmetleri ücretleri de, komisyon ücreti adı altında tahsil edilebilmektedir. Araştırma hizmetleri, işlem terminalleri ve telefon hattı sağlanması gibi genel amaçlı hizmetleri de içerebilir. Bu uygulamaları, yatırım danışmanları -ülkemizde genellikle portföy yöneticileri veya kurucu- araştırma maliyetlerini kendi kaynaklarından karşılamak yerine fondan karşılanması için kullanabilmektedir.

Amerikan Aracı Kuruluşlar Birliği-NASD kuralları, aracı kurumların, müşterilerin yatırım fonu tavsiyesinde bulunurken, fon portföy işlemlerinden alacağı komisyonları hesaba katmalarını yasaklamıştır. Anılan kurallar aracı kurumları, ayrıca, yatırım fonu müşterilerine en iyi hizmeti sağlamakla yükümlü tutmaktadır. Benzer şekilde, SEC de “soft dollar” uygulamalarının kabul edilebilir olduğu durumlara ilişkin yorumlayıcı bir rehber oluşturmuştur. Bununla birlikte ABD’deki yürürlükte olan kuralların tam olarak etkili olmadığı ileri sürülmektedir. (Mahoney: 172)

V. Yatırım Fonunun Yatırım Sürecinde Karşılaşılabilecek Hususlar

Kurucuların yatırım alternatifleri arasında seçim yaparken karşılaşılabilecekleri çıkar çatışmalarına yol açan durumlar, fon ile bağlı kuruluşlar arasında, bağlı kuruluşların aracılığıyla ya da katılımıyla gerçekleştirilen işlemlerde ortaya çıkmaktadır.

Yatırım fonunun yatırım yapması esnasında çeşitli yatırım seçenekleri arasında vereceği kararlar menfaat çatışmalarına neden olabilmektedir. Yatırım fonu kurucusunun bağlı kuruluşlarla yahut bu tür kuruluşlar aracılığıyla ya da bunların da yatırıma dâhil olması ile menfaat çatışmaları ortaya çıkabilmektedir. Bu tür muhtemel çatışma noktalarından bir kısmına aşağıda yer verilmektedir. (Conflicts of Interests of CIS Operators, 2000, Ada, 2002)

a- Fon ile Kurucuya Bağlı Kuruluşlar Arasında Gerçekleşen İşlemler

Aşağıda fon ile bağlı kuruluşlar arasında yapılacak işlemler neticesinde doğması muhtemel çıkar çatışmalarına yer verilmektedir.

Bir bağlı kuruluşun;

- Menkul kıymetlerinin gerçek değerinden daha yüksek bir fiyatla ya da fonun yatırım stratejisine aykırı şekilde satın alınması.
- Aracılık yüklenimi yapılan menkul kıymetlerin gerçek değerinden daha yüksek bir fiyatla ya da fonun yatırım stratejisine aykırı şekilde satın alınması.
- Diğer yükümlülüklerinin yerine getirilmesi amacıyla, fonun portföyünde bulunan menkul kıymetlerin ya da diğer varlıkların gerçek değerinin altındaki bir fiyatla satılması.
- Yanlış fiyatlanmış, likit olmayan ya da fonun yatırım stratejisine uygun olmayan menkul kıymetlerinin fon ile karşılıklı olarak alınıp satılması.
- Menkul kıymetleri üzerinde, menkul kıymetlerin fiyatını etkileyebilecek bir bilgiye sahip olunması nedeniyle işlem yapılması.
- Lehine sonuç verecek şekilde fon kurucu veya yöneticileri tarafından işlem yapılması.

b- Bağlı Kuruluşların Aracılığı ile Gerçekleşen İşlemler

Burada sözü edilen aracılık, bağlı kuruluşun acentası, broker-aracı kurumu, yöneticisi ya da saklayıcı kuruluşu gibi bir tarafın işleme konu olmasından kaynaklanmaktadır.

- Fon portföyünden yapılan menkul kıymet alım satımı veya diğer yatırımlar yoluyla bağlı aracı kuruluşu aşırı ücret veya komisyon ödenmesi.
- Fon portföyünden yapılan menkul kıymet alım satım işlemleri veya yapılan diğer yatırımlarda bağlı aracı kuruluşun kullanılması yoluyla elde edilen komisyon ve diğer menfaatlerin kurucu ile bağlı aracı kuruluş arasında paylaşılması.
- Kurucunun yönetim işlevlerini tevkil etmesi halinde, vekil yöneticinin fon işlemlerini kendi veya ilişkili olduğu kişilerin üzerinden geçirmek suretiyle fona çifte veya daha fazla komisyon ücreti yüklemesi,
- Fonun acentesi olan bağlı aracı kuruluşun, fon adına yapmış olduğu işlemlerin karşı tarafından komisyon alması.
- Grup içi ilişkili aracı kuruluşların komisyon gelirlerini artırmak amacıyla portföyde gereğinden fazla veya uygun olmayan alım satım işlemleri yapılması (churning).

- Kurucu ile bağılı aracı kuruluş arasında yeterli Çin Seddi⁹ uygulamalarının bulunmaması halinde bu durumun bağılı aracı kuruluşu ön alım (Front Running) yapma fırsatı doğurması (ön alıma ilişkin ayrıntı bilgi aşağıda verilmektedir).

c- Bağılı Kuruluşların Katılımıyla Gerçekleşen İşlemler

Burada kurucu ve bağılı kuruluşlar (yönetici, saklayıcı kuruluş vb.) üçüncü bir tarafla işlem gerçekleştirmektedir.

- Bağılı kuruluşun, işlem koşullarını fonun aleyhine ve kendi lehine olacak şekilde üçüncü tarafla anlaşarak belirlemesi,
- Bağılı kuruluşun aracısının (örneğin broker), işlem koşullarını fonun değil, kurucunun ya da bağılı kuruluşunun lehine olacak şekilde düzenlemesi,
- Kurucu ve bağılı kuruluşun hedef seçtiği bir şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin portföyde tutulması durumunda, bağılı kuruluşun aracısının (örneğin portföy yöneticisi) hedef şirketteki kontrol hakkını fonun çıkarlarına aykırı şekilde kullanması,
- Bağılı kuruluşun, uygun olmayan ilişkili yatırım kararlarını desteklemesi.

VI. Yatırım Fonunun İdaresi Sürecinde Karşılaşılabilecek Hususlar

Fon portföyünün yönetimi dışındaki fon idaresine ilişkin muhtemel çıkar çatışması noktalarından aşağıda bahsedilmektedir. (Conflicts of Interests of CIS Operators, 2000, Ada, 2002)

a. Kurucu Tarafından Alınan Ücret ve Diğer Giderler

Portföy yöneticileri, sundukları yönetim hizmeti karşılığında aldıkları ücretler dolayısıyla şu hususlar çıkar çatışması olarak gündeme gelebilir.

- Performansa dayalı ücretlendirme yapılan durumlarda, yöneticinin fon performansını ve dolayısıyla yönetim ücretlerini artırabilmek için aşırı risk üstlenmesi,
- Fona ilişkin idari hizmetlerin (kayıtların tutulması, araştırma, kayda alma gibi) kurucu veya yöneticinin bağılı kuruluşu tarafından gerçekleştirilmesi durumunda, bunlara sunulan hizmetler için daha düşük kalitede hizmet için mümkün olan en yüksek ücreti fondan tahsil etmesi,

⁹ Çin Seddi (Chinese Walls) bir birim tarafından elde edilen gizliliğe haiz bilgilerin kullanılmaması ve şirket içinde yayılmasının engellenmesi amacına hizmet eden kural ve düzenlemeler bütünüdür. Aracı kuruluşlar Çin Seddini başlangıçta gönüllü politikaları ve prosedürleri olarak benimsemişken, SEC daha sonra bu sistemlerin oluşturulmasını şirketler için zorunlu hale getirmiştir. (Aslan, 2004: 17 vd.)

- Kurucunun, gerçekleştirmekle yükümlü olduğu yönetim faaliyetlerini bir başka yöneticiye özellikle de bağlı kuruluşuna devretmesi halinde, yönetim faaliyetleri için çift ücret ödenmesi,

- Kurucunun üçüncü bir kuruluştan kendisi için ya da hem kendisi hem de fon için mal ve hizmet satın alması durumunda, söz konusu mal ve hizmetlerin bedellerini tamamen fona yansıtması,

- Kurucu ve ilgili kişilere, fonun gelirlerinden karşılanmak üzere tazminat alma hakkı tanınması durumunda, söz konusu kişilerin tazminat alabilmek için bilinçli olarak yanlış kararlar alması ya da dikkatsiz davranması.

b. Fon Paylarının Pazarlanması İçin Fon Varlıklarının Kullanılması

Fon paylarının pazarlama faaliyetleri için yapılan giderlerin fon varlıklarından karşılanması durumunda, kurucu pazarlama için olması gerekenden daha büyük bir bütçe ayırmak suretiyle fonu zarara uğratabilir. Fon paylarının pazarlanmasına ilişkin olarak ortaya çıkabilecek çıkar çatışmaları arasında şunlar sayılabilir.

- Pazarlama harcamalarının yüksek tutulması sonucunda fon portföyünün genişletilmesi ve buna bağlı olarak kurucu ve portföy yöneticisine ödenen yönetim ücretlerinin artmasının sağlanması,

- Pazarlama harcamalarının yüksek tutulması sonucunda yeni pay satışlarının kurucunun tahsil ettiği satış, hizmet ve yönetim komisyonlarını artırması,

- Pazarlama hizmetinin alındığı kişi ya da kuruluşlardan doğrudan ya da dolaylı olarak menfaat (komisyon vb.) sağlanması ve bu menfaatlerin fona yansıtılmaması.

c. Kurucu ile Fon Çalışanlarının Kendi Nam ve Hesaplarına Yaptıkları İşlemler

Kurucu ile çalışanlarının kendi nam ve hesaplarına gerçekleştirdikleri işlemler konusunda yeterli kontrol mekanizmalarının oluşturulmaması durumunda, yatırımcılarına zarar verebilecek çıkar çatışmaları ortaya çıkabilir. Kurucu ile çalışanlarının kendi nam ve hesaplarına işlem yapmaları durumunda ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarına ilişkin olarak şu hususlar gündeme gelebilir.

- **Ön Alım (Front Running):** Yönetici ya da çalışanlar fon adına alınacak bir hisse senedini önce kendi adına satın almakta, fonun yüksek tutarlı alış işlemiyle hisse senedinin fiyatını yapay olarak yükseltmekte, ardından da kendi hisselerini bu yükselişten hemen sonra satarak haksız kar elde etmektedir.

• **İçeriden Öğrenenlerin Ticareti (Insider Trading):** Yatırım fonları, hisse senetlerine büyük miktarlarda yatırım yapmaları ve kurumsal yatırımcı olmaları nedeniyle, fiyatı etkileyebilecek nitelikte önemli bilgileri kamuya açıklanmadan önce öğrenebilirler. Bu durum, kurucu ile çalışanlarının, kendi nam ve hesaplarına işlem yaparak avantajlı duruma gelmelerini sağlayabilir. (Ada, 2002: 8 vd.)

d. Kurucuyla Bağlantılı Portföy Yöneticileri ve Saklayıcıların Seçilmesi

Kurucudan bağımsız olmayan portföy yöneticileri ve saklayıcı kuruluşların seçilmesi durumunda, bu kişi ya da kuruluşlar yatırımcıların ve fonun haklarını korumak yerine, kurucunun menfaatleri doğrultusunda faaliyet gösterebilirler.

e. Kurucunun Birden Çok Fon Kurmuş Olması, Portföy Yöneticisinin Birden Çok Bireysel veya Kurumsal Portföy Yönetmesi

Kurucu veya portföy yöneticisinin birden fazla bireysel ve kurumsal müşteriye hizmet sunduğu durumlarda ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarına aşağıda yer verilmektedir.

• Talebin arzdan fazla olduğu yüksek performans beklenen menkul kıymet halka arzlarında, kurucunun karşılanan talepleri gerçek talep sahipleri olan fon yerine belirli hatırlı müşterilerin hesaplarına dağıtması,

• Kurucu veya portföy yöneticisinin gün içinde müşteriler adına gerçekleştirilen işlemleri gün içerisindeki piyasa hareketlerini göz önüne alarak müşteri hesapları arasında dağıtması yoluyla fiyat hareketlerinin beklenen yönde gerçekleşmesi halinde yapılan işlemlerin hatırlı müşterilerin hesaplarına, aksi durumda ise fon hesaplarına yansıtılması,

• Bir menkul kıymete ilişkin olarak gerçekleştirilen toplu emirlerde, gerçekleşen işlemlerin kurucu veya portföy yöneticisi tarafından müşteri hesaplarına ortalama fiyattan yansıtılmaması, en yüksek fiyattan gerçekleşen satım emirleri ile en düşük fiyattan gerçekleşen alım emirlerinin gerçek işlem sahipleri olan fon yerine hatırlı müşterilerin hesabına yansıtılması. ((Conflicts of Interests of CIS Operators, 2000, Ada, 2002: 8)

Bölüm 5: Değerlendirme, Sonuç ve Öneriler

Yatırım fonlarından kurucu ile yatırımcı arasındaki ilişki kolektif yatırım sözleşmesi adı verilen bir sözleşmeye dayanmaktadır. Kolektif yatırım sözleşmesi içeriğini genel işlem şartları niteliğindeki fon içtüzüğünden almaktadır. Yatırımcı ile

yönetici ve saklayıcı arasında doğrudan sözleşmesel bir ilişki bulunmamaktadır. Ancak, bunlar ile yatırımcı arasındaki hukuki bağ, SPKn'nin yollaması dolayısıyla vekalet akdindeki alt vekalet kurumu ile kurulabilir. Yatırımcıların kurucuya karşı sahip oldukları yegane hak esas itibariyle fon paylarını geri satma hakkıdır. Ancak bunun dışında yatırımcı ile kurucu arasında sözleşme ilişkisi bulunması, bu sözleşmenin koşullarının yerine getirilmemesi halinde sözleşme hukukuna başvurulmasını da gündeme getirebilecektir. Hukukumuzda İsviçre ve AB mevzuatının aksine saklayıcı ve yönetici sözleşmeye taraf olarak sayılmamıştır, bunlarla kurucu arasında BK m.390-391'e göre yatırımcıdan bağımsız bir ilişki vardır. Ancak Tebliğ, İçtüzük ve BK dolayısıyla bunlarla yatırımcı arasında bir hukuki bir bağ bulunmaktadır. Yönetici ve saklayıcı BK m.390 vd.'ye göre alt vekil sıfatı taşıdığından kurucunun alt vekil olarak yönetici ve saklayıcıya karşı sahip olduğu bütün hakları yatırımcılar da doğrudan saklayıcı veya yöneticiye karşı ileri sürebilmektedir. Sözleşme herhangi bir şekil şartına tabi değildir.

Yatırım fonlarının tüzel kişiliği bulunmamakla birlikte kurucunununkinden ayrı bir malvarlığıdır. Kurucunun inançlı mülkiyet ilkesi doğrultusunda fon malvarlığı üzerinde mülkiyet hakkı vardır. Söz konusu mülkiyet, inanç sözleşmesi ve buna dayanan devir işleminden kaynaklanır. Yukarıda anılan devir işlemi ile mülkiyet kurucuya geçer, inanç sözleşmesi ise bu devrin hukuki sebebinin oluşturmaktadır. Devir ile esas itibariyle kurucu fonun maliki olur ve mülkiyet hakkının ona sağladığı tüm imkanları kullanabilir. İnanç sözleşmesini ise yatırım fonları açısından kolektif yatırım sözleşmesi teşkil etmektedir. Yatırım fonlarındaki inançlı işlem saf inançlı işlemlerden olup buna göre, inanılan, şeyi yalnızca inananın veya inanan tarafından belirlenen bir yararlananın talimatı doğrultusunda kullanır. Buna göre kurucu, fonu, sözleşme koşullarına uygun olarak, yatırımcılar yararına saklar, kullanır, idare eder, başkasına satar. Netice itibariyle, fona kurucu malik olup, yatırımcının sözleşme dolayısıyla ancak şahsi hakkı bulunmaktadır.

İçtüzük esas itibariyle kurucu ile yatırımcı arasındaki kolektif yatırım sözleşmesinin kurallarını içeren genel işlem şartları niteliğindedir. Genel işlem şartları, sözleşmenin bir tarafının ileride yapacağı sözleşmelerin karşı taraflarına sunmak için, önceden, tek yanlı olarak belirlemiş olduğu sözleşme şartlarıdır. Yatırımcının parasını kurucuya tesliminin ardından yatırımcının fon katılma belgesi iktisabı ile kurucu ile yatırımcı arasında yukarıdaki hükümlerde belirtilen içtüzükten ayrı ama içeriğini ondan alan ve kolektif yatırım sözleşmesi olarak

isimlendirilebilecek bir sözleşme yapılmış olmaktadır. Kolektif olmakla birlikte yatırımcıların akdetmiş oldukları bu sözleşmeler aynı içerikte ve fakat birbirlerinden bağımsızdır. Kolektif yatırım sözleşmesi, vekâlet sözleşmesine büyük ölçüde benzemekle birlikte, sözleşmeyi feshetme hakkının tek bir tarafa tanınmış olması ve yatırımcının kurucuya talimat verememesi hususları açısından ondan ayrılmaktadır. Yatırım fonu içtüzüğü, Kolektif Yatırım Sözleşmesi yanında, yatırım fonu portföy yönetim sözleşmesine ve de yatırım fonu portföy saklama sözleşmesine ve dolayısıyla yönetici ve saklayıcıya ilişkin hükümler de taşımakta ve onlar açısından da genel işlem şartları niteliği taşımaktadır. Kurucunun izahname yayınlaması icaba davet, kurucunun izahnameye istinaden fon payı alım talimatı vermesi icap, bunun gerçekleştirilmesi ise kabul anlamı taşır ve bunların gerçekleşmesi ile sözleşme kurulmuş olur. Sözleşmenin tarafları kurucu ile yatırımcıdır.

Yatırımcının sözleşmeden kaynaklanan temel hakları, fon payını geri satım hakkı, bilgi edinme hakkı, kar payı alma haklarıdır. Öte yandan kurucunun, vekalet sözleşmesinin kaynaklanan iki temel borcu bulunmaktadır. Bunlar sadakat ve özen borçlarıdır. Sadakat borcu gereği kurucu yatırımcıların menfaatlerini en iyi şekilde korumak zorundadır. Ancak mevzuatımızda bu yönde açık bir yükümlülük öngörülmemiştir. Kurucunun özen borcu ise objektif nitelikte olup buna göre, kurucu dikkatli ve basiretli bir kurucunun aynı şartlar altında göstereceği hareket tarzına uygun surette dikkat ve özen göstermelidir.

Yatırım fonlarında kurucunun inanca malik olması, fon malvarlıklarından yatırım yaparken, kendi menfaati ile fonun menfaatlerinin yarışması sorununu doğurmaktadır. Kurucunun menfaatleri yanında dolaylı yollarla bağlı kişi ve kuruluşlar ile üçüncü kişilere de fon aleyhine olarak menfaat temini gündeme gelebilmektedir. Daha önce belirtildiği gibi, günümüzde özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde Piyasa Zamanlaması (Market Timing) ve Geç İşlemler (Late Trading) çok sıklıkla rastlanan suiistimal ve dolayısıyla çıkar çatışması noktaları olarak ön plana çıkmış gerek mahkemeler gerekse SEC nezdinde dava ve soruşturmalara konu olmuştur. Ülkemizde söz konusu uygulamaların bulunduğu dair somut olarak bir soruşturmaya rastlanmamıştır. Ancak, yatırımcıların fon pay alım satım talimatlarının zamanında yerine getirilmemesi dolayısıyla yatırımcılar tarafından açılan tazminat davalarının bulunduğu bilinmektedir.

Aşağıda maddeler halinde, gerek kurucunun hukuki sorumluluğuna gerekse çıkar çatışmalarının önlenmesine yönelik olarak öngörülmesinin mümkün ve uygun olacağı düşünülen öneriler sıralanmıştır.

I. Yatırımcı Menfaatinin Önceliği İlkesi

Mevzuatta kurucunun yatırımcıların en lehine olacak şekilde davranmakla yükümlü olduğuna dair herhangi açık bir hüküm bulunmamaktadır. Halbuki, kurucunun yükümlülüğüne ilişkin olarak uluslararası kaynaklarda “*in the best interest of.*”, “*..sole interest..*” şeklinde ifadeler bulunmaktadır. Mevzuatımızda ise, SPKn m.37/2’de kurucunun “*yatırımcıların menfaatini koruyacak şekilde*” davranacağı, Tebliğ m.41/1-e’de yöneticinin kendi veya üçüncü kişiler lehine fon varlıklarının alım satımının yapamayacağı hüküm altına alınmıştır. Ancak anılan düzenlemeler yeterli değildir. Zira, kurucunun kolektif yatırım sözleşmesinden kaynaklanan sadakat yükümlülüğünün niteliği açık bir şekilde ortaya konmak zorundadır. Dolayısıyla, Yeni SPK Tasarısında ve Tebliğ’de, kurucunun veya yeni düzenlemeye göre yöneticinin, müşteri menfaatlerini kendi menfaatlerinden önce tutmak zorunda olduğuna dair bir hüküm eklenmek gerekmektedir.

II. Fon Çalışanları Lisanslamaya Tabi Tutulması

Mevzuatımıza göre, sermaye piyasalarında çalışanlar SPK tarafından yapılan lisanslama sınavlarına girerek lisans almak zorundadırlar. Ancak yatırım fonları çalışanları için böyle bir açık zorunluluk bulunmamaktadır. Halbuki bunlar çok sayıda küçük yatırımcının hakları üzerinde belirleyici görevler –fon varlıklarının değerlemesi, fon birim pay değerinin hesaplanması gibi- ifa etmektedirler. Bu bakımdan, fon müdürlerinin, fon hizmet birimi çalışanlarının ve fon denetçilerinin lisanslamaya tabi tutulması uygun olacaktır. Nitekim IOSCO’nun Şubat 2005 tarihli bir raporunda yatırım fonu idaresi ve pazarlamasında yer alacakların lisanslanmalarına ilişkin düzenleyici sistemin standartlar oluşturması gerekliliği vurgulanmıştır (IOSCO, Best Practise Standarts, 2005: 5).

III. Geç İşlemlerinin Önlenmesi İçin Fon Payı Alım Satım Talimatlarının Gerçekleştirilmesine Yönelik Düzenlemeler

Mevzuatımızda yatırımcıların fon payı alım satım talimatların nasıl gerçekleştirileceğine ilişkin herhangi bir hüküm, talimatlara müteselsil sıra numarası verileceği kuralı dışında, bulunmamaktadır. Yurt dışında özellikle geç işlemlere ilişkin suiistimaller de göz önünde bulundurularak, fon payı alım satım talimatlarının

veriliş, sıraya ve işleme konma usul ve esaslarının öngörülmesi, A tipi fonlar ile likit fonlar dışındaki B tipi likit fonlarda talimat saatleri işlemin gerçekleşme anı ve fiyatını etkilediğinden talimat veriliş saatinin de gösterileceği ordino veya yerine geçebilecek belgelere, kurucu dışında pay alım satımı yapılmasına ilişkin düzenlemeler yapılması, geç işlemlere ilişkin olarak Tebliğ'de açık bir yasak öngörülerek kurucu ve ilgili diğer kişilerin idari açıdan cezai müeyyide tabi kılınması, X. no'lu maddede yer verilen cezai sorumluluğa ilişkin tartışmalar yanında, etkin ve hızlı çözümler alınabilmesi açısından uygun olacaktır. Nitekim Avrupa Topluluğu Komisyonu 12.07.2005 tarihli bir belgesinde bu konuya ilişkin olarak benzer mahiyette tavsiyelerde bulunmuştur (Green Paper, 2005:7).

IV. Fonların Yapmış Oldukları Mevzuata Aykırı İşlemleri Belirli Aralıklarla SPK'ya Raporlaması

İngiltere Pensions Act 2004 ile mesleki emeklilik sistemini (work-based pension schemes) düzenlenmiştir. Söz konusu kanunun 70. paragrafında fon yöneticileri ve diğer ilgili kişilere (saklayıcı, denetçi, hukuk danışmanı sigorta şirketi gibi) fonun idaresine ilişkin konulardaki (yatırım stratejisi, portföy yönetimi, fon varlıklarının saklanması gibi hususlardaki) mevzuat ihlallerinin bulunduğu dair makul bir şüpheleri bulunması halinde, bunların İngiliz Emeklilik Otoritesine (The Pensions Regulator) raporlanmasına ilişkin bir yükümlülük öngörülmüş, bu görevin ihlali para cezası yaptırımına tabi kılınmıştır.¹⁰ Anılan şekilde bir yükümlülüğün yatırım fonlarında da öngörülmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Zira böylelikle halihazırda genel olarak ülkemizde etkin olmayan fon iç kontrol sistemleri etkinlik kazanabilecektir. Mevzuat ihlallerinin SPK'ya raporlanması hem fon iç kontrol görevlileri ve denetçileri hem de fon çalışanları açısından, düzenleyici ve denetleyici otoriteye bir raporlama söz konusu olması nedeniyle iç kontrol sistemine etkinlik kazandırabilecektir. Öte yandan, böyle bir raporla, düzenleyici otoritenin ve saklayıcının gözetim işlevleri açısından da çapraz şekilde bir kontrol testi mahiyetinde olacaktır.

V. Fon Malvarlığının Kurucunun İflası Halinde Ayrı Tutulması

SPKn m.37/2'de fon malvarlığının kurucununkinden ayrı olduğu, m. 38/52'te ise rehnedilemeyeceği, teminat gösterilemeyeceği ve üçüncü kişilerce haczedilemeyeceği hüküm altına alınmıştır. Kanunda her ne kadar fon malvarlığının

¹⁰ Bakınız: <http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/pdfs/12175.pdf> (July 2005 Briefing: Fund Managers – New duty to report breaches of law) Son Ulaşım Tarihi: 01.11.2004

kurucununkinden ayrı olduğu belirtilmiş olsa da, söz konusu malvarlığına kurucu inanlı olarak maliktir. Kurucunun iflası halinde malvarlığının iflasta ayrı tutulmasına ilişkin tereddüde yer bırakmayacak şekilde Kanun'da açık bir hüküm bulunması yatırımcının korunması açısından uygun olacaktır. İYFK m.16/1.'de anılan hususa ilişkin olarak açık bir düzenleme bulunmaktadır. Nitekim Yeni SPKn. Tasarısı m.53'te fon malvarlıklarının saklayıcının iflası halinde iflas masasına dâhil olmayacağı öngörülmüştür.

VI. Tebliğ ile Kolektif Yatırım Sözleşmesinin Düzenlenmesi

Kurucu ile yatırımcı arasında bir kolektif yatırım sözleşmesi düzenlenmektedir. Ancak mevzuatta bu sözleşmeye ilişkin herhangi bir hüküm bulunmamakta ve fakat fon içtüzüğüne bu sözleşmeyi de etkileyen genel işlem şartları niteliğinde olduğu belirtilmektedir. Bununla birlikte, fon içtüzüğü genel işlem şartları niteliğinde olduğundan saklayıcı ile yönetici anılan sözleşmeye taraf olmamaktadır. Bu nedenle Tebliğ'de yapılacak düzenleme ile kolektif yatırım sözleşmesinin düzenlenmesi, saklayıcı ve yöneticinin de sözleşmeye taraf olduğu hüküm altına alınarak bunların yatırımcıya karşı görevleri bağlamında hukuki sorumluluğunun açık bir şekilde belirtilmesi uygun olacaktır.

VII. İfa Davası

İsviçre ve İngiltere'de yatırımcılara kolektif yatırım sözleşmesi dolayısıyla genel hükümlerden ayrı olarak özel bir düzenleme ile ifa davası açma hakkı tanınmıştır. Ayrıca, İsviçre'de bu ifa davasının sonuçlarının diğer bütün yatırımcıları etkileyeceği hüküm altına alınmıştır. Ülkemizde doktrinde böyle bir davanın genel hükümlerden hareketle açılabilmesi kabul edilmekle birlikte, anılan davanın sonuçlarının diğer yatırımcılara etkisi tartışılmaktadır. Yeni SPKn Tasarısında da benzer yönde bir hüküm getirilmesi ve anılan davanın sonuçlarının diğer yatırımcıları da etkileyeceğinin hüküm altına alınması yatırım fonu yatırımcılarının menfaati ve "Usul Ekonomisi" açısından uygun olacaktır.

VIII. Saklayıcının Görev Tanımlarının Yapılması ve Bunlara İşlerlik Kazandırılması

Menkul kıymet yatırım fonlarında saklayıcının görevleri tanımlanmamış, salt fon varlıklarının saklanması ibaret olarak belirlenmiştir. Halbuki emeklilik yatırım fonlarında saklayıcının görevleri ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Buna benzer şekilde yatırım fonları için de saklayıcıya görevler yüklenmelidir. Bu hususa ilişkin olarak Yeni SPKn.Tasarısı m.53'te saklama esasları öngörülerek saklayıcıya

emeklilik fonlarındakine benzer görevler yüklenmiş, saklayıcının, yönetici ile birlikte görevlerini yerine getirmemesi halinde yatırımcıya karşı müteselsilen sorumlu olacağı hüküm altına alınmıştır. Ancak, söz konusu tasarının yasalaşması beklenmeden Tebliğ ile bir düzenleme yapılması, ülkemizde emeklilik yatırım fonları açısından saklama hizmetlerini yürüten İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'nin büyük ölçüde oturmuş bir sistemi bulunduğundan, Takasbank'ın bu görevi yatırım fonları açısından da gerçekleştirmesi uygun olacaktır.

IX. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Dünyada yatırım fonları endüstrisinde artık sadece düzenleyici faaliyetlerle sektörü yönlendirmenin mümkün ve yeterli olmayacağı yönünde bir eğilim bulunmaktadır. Bu husus kurumsal yatırımcılar açısından da, halka açık şirketlerde olduğu gibi Kurumsal Yönetim İlkelerini gündeme getirmiştir. Buna ilişkin olarak, öz düzenleyici kuruluşlarca etik kuralların, faaliyet ilkelerinin oluşturulması önerilmektedir.¹¹

X.Kurucunun Cezai Sorumluluğuna İlişkin Düzenlemeler

Mevzuatımızda yatırım fonlarından cezai sorumluluğa ilişkin açık bir düzenleme bulunmamaktadır. Özellikle menfaat çatışmaları ve suiistimaller açısından kurucunun cezai sorumluluğu önem taşımaktadır. SPKn m.47/A-5.'de güvenini kötüye kullanma suçunun özel hali düzenlenmiş olmakla birlikte, yatırım fonlarından kurucunun inançlı malik olması hususunun, bu maddenin uygulamasında tereddütler doğurabileceği dikkate alınarak SPKn m.15/6'da halka açık anonim ortaklıklar için öngörülen örtülü kazanç aktarımı suçu yatırım fonlarını kapsamına alacak şekilde düzenlenmelidir. Zira mevcut durumda, bir kolektif yatırım kuruluşu olan yatırım ortaklıkları için açık bir cezai hüküm öngörülmüşken, bir diğer kolektif yatırım kuruluşu için böyle bir cezai düzenleme yapılmaması yatırımcının korunması ilkesi açısından önemli bir eksikliklerdir.

¹¹ Ayrıntılı bilgi için Bakınız: Esra ADA, Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal Yönetim, Ankara-2002, SPK Yeterlik Etüdü.

KAYNAKÇA

- ADA, Esra
2002 Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal Yönetim, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara.
- ARAL, Fahrettin
2003 Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Yetkin Yayınları, Ankara
- ATAMER, Yeşim M.
2005 Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi, Borçlar Kanunu Tasarısı Paneli, Hukuki Perspektifler Dergisi (s.109-115), Sayı:4, Ağustos 2005
- BAŞPINAR, Veysel
2004 Vekilin (Avukatın, Hekimin, Mimarın, Bankanın) Özen Borcundan Doğan Sorumluluğu, Yetkin Yayınları, Ankara
- BATTAL, Ahmet
2001 Güven Kurumu Nitelemesi Işığında Bankaların Hukuki Sorumluluğu, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları Türkiye İş Bankası Vakfı Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Ankara
- Commission Of The European Communities
2005 Green Paper: On The Enhancement Of The EU Framework For Investment Funds (SEC(2005)947)
- ÇITAK, Serdar-AKBULAK, Yavuz
1990 İnançlı Mülkiyet İlkesi ve Menkul Kıymet Yatırım Fonları Açısından İncelenmesi, Yayınlanmamış SPK Araştırma Raporu, Ankara.
- DESTANOĞLU, Burçak Yıldız
2004 Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları Türkiye İş Bankası Vakfı Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Ankara
- EREN, Fikret
2001 Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Beta Yayınları, İstanbul
- ERCHLICHMAN, Stephen I.
2004 Current Legal Developments In The Mutual Fund Industry: Abuses and Governance
- ERCHLICHMAN, Stephen I.
1997 Fiduciary Duties And Conflicts Of Interest In The Canadian Mutual Fund Industry,

ERCHLICHMAN, Stephen I.

1993 Managing Potential Conflict Of Interest

Freshfields Bruckhaus Deringer

2005 Fund Managers: New Duty to Report Breaches of The Law
(www.freshfields.com)

International Organization of Securities Commissions

2000 Conflicts of Interest of CIS Operators, A Report By The Technical
Committee of the International Organization of Securities
Commissions

International Organization of Securities Commissions

2005 Exemination Of Governance For Collective Investment Schemes:
Consultation Report, Technical Committee of the International
Organization of Securities Commissions

International Organization of Securities Commissions

2005 Best Practice Standards On Anti Market Timing and Associated Issues
For CIS: Consultation Report, Technical Committee of the
International Organization of Securities Commissions

KARAKAŞ, Tülay

2000 Portföy Yönetimi Sözleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma
Enstitüsü Yayınları Türkiye İş Bankası Vakfı Ankara Üniversitesi
Hukuk Fakültesi, Ankara

KAPLAN, İbrahim

1998 Portföy Yönetimi Sözleşmesi-Menfaat Çatışmaları ve Sorumluluk, 15.
Yıl Sempozyumu (s.119–163), SPK Yayınları, No:119, Ankara

KILIÇOĞLU, Ahmet

2002 Borçlar Hukuku, Genel Hükümler, 2.Baskı, Ankara

OECD

2005 White Paper On Governance of Collective Investment Schemes

ÖZTÜRK, Gülay

1998 İnançlı İşlemler, Yetkin Yayınları, Ankara.

ÖZKAYA, Eraslan

1997 Vekâlet Sözleşmesi ve Kötüye Kullanılması, Seçkin Yayınevi, Ankara

MAHONEY, Paul G.

2004 Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds

NOMER, Füsün N.

- 2002 Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahibi ile Kurucu Arasındaki Hukuki İlişki ve Katılma Belgesi Sahibinin Hukuki Durumu, Prof. Dr. Ömer Teoman'a 55. Yaşgünü Armağanı (s.595–622), C.I. İstanbul

SOYASLAN, Doğan

- 2002 Ceza Hukuku, Özel Hükümler, Yetkin Yayınları, Ankara

SUMER, Ayşe

- 1998 Portföy Yönetim Şirketlerinin Hukuki Sorumluluğu ve Sorumluluk Davaları, Prof.Dr. Oğuz İmregün'e Armağan (s.525-550), İstanbul

The Committee Of European Securities Regulators

- 2004 Investigations of Mis-practises In The European Investment Fund Industry, Report of The Investigations By CESR's Members

TOROSLU, Nevzat

- 2005 Ceza Hukuku Özel Kısım, Savaş Yayınları, Ankara

YASAMAN, Hamdi

- 1980 İsviçre ve Fransız Hukuklarında Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkânları, Fakülteler Matbaası, İstanbul

Faydalanılan İnternet Siteleri

- 1- www.freshfields.com
- 2- www.kyd.org.tr
- 3- www.kpmg.ch
- 4- www.oecd.org
- 5- www.spk.gov.tr
- 6- www.fsa.gov.uk
- 7- www.sec.gov
- 8- <http://dictionary.law.com>
- 9- www.investopedia.com
- 10- <http://europa.eu.int/eur-lex/en/index.html>
- 11- <http://www.ici.org/>
- 12- www.iosco.org
- 13- www.cesr-eu.org
- 14- www.yargitay.gov.tr
- 15- www.thepensionsregulator.gov.uk
- 16- www.sfb.admin.ch/