



**SERMAYE PİYASASI KURULU  
KURUMSAL YATIRIMCILAR DAİRESİ**

**KOLLEKTİF YATIRIM MODELLERİNE İLİŞKİN AT VE  
ÜLKEMİZ DÜZENLEMELERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI VE  
YENİ BİR KOLLEKTİF YATIRIM MODELİ OLARAK  
DEĞİŞKEN SERMAYELİ YATIRIM ORTAKLIKLARI  
(INVESTMENT COMPANIES WITH VARIABLE CAPITAL)**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Yalçın Özge OKAT  
Uzman Yardımcısı**

**Ekim 2000  
ANKARA**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Etüt çalışmasında, kolektif yatırım modellerine ilişkin AT ve ülkemiz düzenlemelerinin karşılaştırılması ve AT Mevzuatı'nda bulunan ancak ülkemizde düzenlenmemiş “Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı” (DSYO) modelinin değerlendirilmesi amaçlanmıştır (Çalışma kapsamında DSYO'ların Türk Hukuk Sistemi'ne girmesi için bir kanun değişikliği önerisine de yer verilmektedir).

Bu çalışmada ortaya konulan değerlendirme ve sonuçlar aşağıda özetlenmektedir:

**a) Kollektif Yatırım Kuruluşu (KYK) Tipleri.** Temelde dört tip KYK bulunmaktadır:

- ❖ Sözleşmeye dayalı KYK'ler (Türkiye'deki yatırım fonları gibi)
- ❖ Trust hukukuna göre kurulan KYK'ler (Türkiye'de örneği bulunmayan, Anglo-Sakson ülkelerindeki *unit trust*'lar gibi)
- ❖ Şirket tipi açık uçlu KYK'ler (Türkiye'de örneği bulunmayan, DSYO'lar ve ABD'de kurulu *mutual fund*'lar gibi)
- ❖ Şirket tipi kapalı uçlu KYK'ler (Türkiye'deki yatırım ortaklıkları gibi).

**b) AT Düzenlemesinin Kapsamı.** AT'de açık uçlu KYK'lere ilişkin temel düzenleme 1985 yılında çıkarılan 85/611 sayılı Direktif'tir. Bu Direktif ile, sözleşmeye dayalı, trust tipi ve şirket tipi kurulabilen açık uçlu KYK'ler düzenleme konusu yapılmıştır. Kapalı uçlu KYK'ler konusunda ise AT Düzenlemesi ile standart getirilmemiştir. Bu durumda, üye ülkeler, kapalı uçlu KYK'lere ilişkin istedikleri kapsamda düzenleme yapabileceklerdir.

**c) Fon Yönetimine İlişkin Fark.** AT'de fon yönetim şirketleri sadece yatırım fonlarının portföyünü yönetebilmektedir. Türkiye'de ise fon yönetmeye yetkili kuruluşlar, fonlar dışında kurumsal ve bireysel portföyleri yönetebilmektedir. Türkiye piyasasının henüz gelişmekte olduğu dikkate alınarak şu aşamada ayrı bir fon yönetim şirketi kurma zorunluluğu getirmeye gerek bulunmadığı düşünülmektedir.

**d) Fon Varlıklarının Saklanması İlişkin Fark.** AT'de fon varlıklarının emanet edildiği kurum, saklama sorumluluğunun yanında, fon işlemlerinin kurallara uygunluğundan da sorumludur. Türkiye'de de bu sorumluluğu da taşıyan “Portföy Saklama Kuruluşları”nın kurulması uygun olacaktır. “Portföy Saklama Kuruluşları”, 4487 sayılı Kanun'la Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişiklik ile, diğer sermaye piyasası kurumları arasında sayılmıştır. Seri:VII, No:10 sayılı Yatırım Fonları Tebliği'ne yeni hükümler eklenerek Kanun hükmünün hayata geçirilmesi uygun olacaktır.

**e) Diğer Farklar.** Bu iki fark dışında kolektif yatırım kuruluşları açısından AT ve Türkiye düzenlemeleri arasında önemli bir fark bulunmamaktadır.

**f) DSYO Modeli.** AT’de ayrıca, Türkiye’de bulunmayan DSYO modeli düzenlenmiştir. Bu model, ABD’de kurulan *mutual fund*’larla (Şemsiye tipi kurulabilmesi dışında) aynı niteliktedir.

DSYO, klasik tip yatırım ortaklığının hisse senetlerini yatırımcılar talep ettiği an ihraç eden ve yine yatırımcılar istediği an geri alan (Açık uçlu) versiyonudur. Bu modelin bir özelliği de bir *Ana-Fon* altında bir çok *Alt-Fon* barındıran *Şemsiye Tipi* olarak kurulabilmesidir.

**g) DSYO Modelinin Yatırım Fonlarının ve Yatırım Ortaklıklarının Olumlu Niteliklerini Bünyesinde Toplaması.** Ülkemizde yatırım fonları, paylarının her zaman alım satıma açık olması ve geri alım fiyatının borsa dalgalanmalarından etkilenmemesi nedeniyle, yatırım ortaklıklarına göre avantaj sağlamış durumdadır. Yatırım ortaklıklarının avantajı ise, yatırımcılarına ortaklık hakları sağlamalarıdır. DSYO modeli, her iki modelin avantajlarını bünyesinde toplamaktadır.

**h) Oy Hakkının Etkili Kullanılması.** DSYO modelinde, yatırım ortaklıkları gibi, payların çoğunluğuna veya imtiyazlı paylara sahip bir büyük ortak bulunmadığı için, oy hakkı etkili bir şekilde kullanılabilir.

**i) Uluslararası Pazarlamaya Uygunluk.** DSYO’ların Şemsiye yapıları, uluslararası portföyler oluşturma ve bu portföyleri uluslararası pazarlamayı kolaylaştırmaktadır.

**j) Bürokratik İşlemlerin Kolaylaşması.** DSYO’larda, birçok alt fon için tek bir kayda alma prosedürü izlendiğinden, Kurucu için bürokratik işlemler kolaylaşmaktadır.

**k) Maliyetlerin Azalması.** Şemsiye yapı genel masrafların ortak paylaşımını sağladığından maliyetler azalmaktadır.

**l) Sermaye Piyasasının Geliştirilmesi.** Ülkemizde bu model, klasik portföyler yanında “KOBİ Hisse Senetleri”, “Belli Bir Bölgede Kurulan Şirketler Hisse senetleri”, “Girişim Şirketleri Hisse Senetleri” gibi yeni fon tiplerinin rahatlıkla kurulabilmesi, böylece hem bu kesimlere sermaye piyasasından kaynak aktarılması, hem portföy yönetim gelirlerinin artması hem de yatırımcılara değişik portföy alternatiflerine uzman portföy yöneticileri eliyle yatırım yapma imkanı sunulabilmesi açısından yararlı olabilecektir.

**m) DSYO Modelinin Dezavantajı.** DSYO modelinde, önemli kararların alınması genel kurul toplantılarında yatırımcıların onayına bağlı tutulmaktadır. Genel kurul toplantılarında gerekli katılım gerçekleşmediği takdirde önemli kararların alınamaması, böylece ortaklık faaliyetlerinin aksaması sorunu ortaya çıkabilecektir.

**n) Genel Kurula Katılımın Artırılması Önlemleri.** Bu sakıncanın ortadan kaldırılması için, ortaklık yönetimine, yatırımcıların genel kurula katılım oranını artıracak önlemleri alma yükümlülüğü verilmeli, ayrıca İnternette ya da ATM'lerden genel kurul duyurusu yapılması gibi gelişen teknik imkanlardan da yararlanılması sağlanmalıdır.

**o) Türk Ticaret Kanunu'na İstisna Getirilmesi.** DSYO modelinin Türkiye'de uygulanması, TTK'nın sermayenin belirli olması ilkesine kanunla istisna getirilmesini gerektirmektedir.

**p) Sermaye Piyasası Kanunu'na Eklemeler Yapılması.** DSYO'lara ilişkin kanuni düzenlemenin, diğer sermaye piyasası kurumlarının düzenlendiği Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılması uygun olacaktır.

## İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ .....	II
İÇİNDEKİLER.....	V
KISALTMALAR CETVELİ.....	VIII
TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ.....	IX
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM .....	3
KOLLEKTİF YATIRIM MODELLERİNİN ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ .....	3
§1. Avrupa ve ABD’de Kollektif Yatırım Modelleri.....	3
§2. Türkiye’de Kollektif Yatırım Modelleri .....	5
İKİNCİ BÖLÜM .....	6
AT VE TÜRKİYE’DE KOLLEKTİF YATIRIM MODELLERİNE İLİŞKİN DÜZENLEMELER.....	6
§1. Hukuki Altyapının Değerlendirilmesi.....	6
I.AT Düzenlemeleri .....	6
A.Genel Çerçeve.....	6
B. Direktif’in Kapsamı .....	6
II.Ülkemiz Düzenlemeleri.....	7
§2. KYK’lerin Sınıflandırılması .....	8
I. Açık Uçlu KYK’ler .....	8
A.Trust Hukukuna Göre Kurulan KYK’ler.....	8
1. Trust Kavramı.....	8
2.Unit Trust ve Unit Investment Trust’lar.....	9
B.Sözleşme Hukukuna Göre Kurulan (Contractual) KYK’ler.....	11
C.Şirket Tipi KYK’ler .....	13
II.Kapalı Uçlu KYK .....	13
III.Kavramların Ükelere Göre Karşılıklı Değerlendirmesi .....	14
§3. Yönetim Şirketlerine İlişkin Düzenlemeler.....	14
§4. Saklama Kuruluşlarına İlişkin Düzenlemeler .....	16
§5. Diğer Düzenlemeler .....	18
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM .....	19
DEĞİŞKEN SERMAYELİ YATIRIM ORTAKLIKLARI (INVESTMENT COMPANIES WITH VARIABLE CAPITAL).....	19
§1. Tanımı ve Faaliyet Esasları.....	19
I.Tanımı .....	19
II.Faaliyet Esasları .....	19
A.Genel Esaslar .....	19

B. Modelin İşleyişi ve Özellikli Noktaları .....	21
1. Organizasyon Şeması .....	21
2. DSYO'nun Yönetimi .....	23
3. DSYO Varlıklarının Saklanması .....	24
4. DSYO Paylarının Kayda Alınması .....	25
5. DSYO Pay Sahiplerinin Hakları .....	26
a) Oy Hakkı ve "Eşit Oy Hakkı İlkesi" .....	26
b) Genel Kurul Toplantıları .....	27
c) Yöneticilerin Seçilmesi .....	28
d) Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesinin Onaylanması .....	28
e) Bağımsız Denetçinin Seçimi .....	28
f) Şirket Amaçlarının Değiştirilmesi .....	29
6. Pay Sınıfları .....	29
7. Şemsiye Tipi Olarak Kurulabilmesi .....	30
8. DSYO Esas Sözleşmesine İlişkin Esaslar .....	30
C. DSYO Modelinin Diğer KYK Modelleriyle Karşılaştırılması .....	32
<b>§2. Avantaj ve Dezavantajları .....</b>	<b>34</b>
I. Avantajları .....	34
II. Dezavantajı .....	36
<b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM .....</b>	<b>37</b>
<b>DEĞİŞKEN SERMAYELİ YATIRIM ORTAKLIĞI MODELİNİN TÜRK HUKUKU İÇİNDEKİ YERİ VE MEVZUAT DEĞİŞİKLİĞİ ÖNERİSİ .....</b>	<b>37</b>
<b>§1. DSYO Modelinin Türk Hukuku İçindeki Yeri.....</b>	<b>37</b>
<b>§2. Ülkemiz Açısından DSYO Modelinin Avantaj ve Dezavantajları.....</b>	<b>38</b>
I. Avantajları .....	38
A. DSYO'nun Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıklarının Avantajlarını Taşıyan Bir Model Olması .....	38
B. DSYO'larda Oy Hakkının Yatırım Ortaklıklarından Farklı Olarak Etkili Şekilde Kullanılabilmesi .....	39
C. DSYO'ların Şemsiye Tipi Kurulabilmesi .....	39
1. Uluslararası Fon Yönetimi .....	39
2. Sermaye Piyasasının Gelişimi .....	40
3. Bürokratik İşlemlerin Kolaylaşması .....	40
II. Dezavantajları .....	40
A. Oy Hakkının Uygulamaya Geçirilmesi .....	40
B. Halen İşleyen KYK Modellerinin Varlığı .....	41
<b>§2. Mevzuat Değişikliği Önerisi.....</b>	<b>41</b>
<b>SONUÇ.....</b>	<b>43</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>46</b>
<b>EK/1.....</b>	<b>49</b>
<b>EK/2.....</b>	<b>51</b>
<b>EK/3.....</b>	<b>52</b>
<b>EK/4.....</b>	<b>53</b>
<b>EK/5.....</b>	<b>54</b>



## KISALTMALAR CETVELİ

**AT Direktifi veya Direktif:** 20.12.1985 tarih ve 85/611/EEC sayılı “Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kollektif Yatırım Kuruluşlarına ilişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Kakkında Konsey Direktifi”

**b.:** Bölüm

**DSYO:** Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı

**FSA:** Financial Services Authority (İngiltere)

**FSA Düzenlemesi:** Finansal Hizmetler (Açık Uçlu Yatırım Şirketleri) Düzenlemeleri 1997

**ICA:** Investment Company Act of 1940 (ABD)

**Komisyon:** Avrupa Komisyonu (European Commission)

**Konsey:** Avrupa Bakanlar Konseyi (European Council of Ministers)

**KYK:** Kollektif Yatırım Kuruluşu (Undertakings for collective investment-UCI)

**Lüksemburg Kanunu:** 30 Mart 1988 tarihli Kollektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun (Loi du 30 Mars 1988 Relative Aux Organismes de Placement Collectif, ing. Law Dated 30<sup>th</sup> March 1988 Relating to Undertakings for Collective Investment)

**OEICs:** Open-Ended Investment Companies

**PSK:** Portföy Saklama Kuruluşu

**SEC:** Securities and Exchange Commission (ABD)

**SPKn.:** Sermaye Piyasası Kanunu

**SPKr.:** Sermaye Piyasası Kurulu

**TTK:** Türk Ticaret Kanunu

**UCITS:** Devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan kollektif yatırım kuruluşları (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities)



## **TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ**

### **A. Tablolar**

<b>Tablo I:</b> KYK kavramlarının Őlkelere göre karşılıklı değerlendirilmesi	14
<b>Tablo II:</b> DSYO modelinin diğer açık uçlu KYK modelleriyle karşılaştırılması	32
<b>Tablo III:</b> DSYO ve Yatırım Ortaklığının karşılaştırılması	33
<b>Ekte yer alan tablo:</b> AT ve Tũrkiye Dũzenlemeleri Arasındaki Farklar	51

### **B. Şekiller**

<b>Grafik:</b> Açık uçlu KYK'lerin Őlkelere göre dağılımı	4
<b>Şema 1:</b> Unit trust sisteminin işleyişini gösteren şema	11
<b>Şema 2:</b> Sözleşmeye dayalı yatırım fonlarının işleyişini gösteren şema	13
<b>Şema3:</b> DSYO'ların işleyişini gösteren şema	21
<b>Ekte yer alan şema:</b> American Express Funds'ın işleyişini gösteren şema	52

## GİRİŞ

Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve diğer kolektif yatırım kuruluşları (KYK'ler), gelişmiş ülkelerde yüz yıldan fazla bir süreden bu yana faaliyetlerini sürdürmekte ve bu kuruluşların önemi gün geçtikçe artmaktadır. Özellikle son on yılda, KYK'lerin aktif büyüklüğü gelişmiş ülkelerde hızla tırmanmış<sup>1</sup>, gelişmekte olan ülkelerin de sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunmak veya özelleştirmeye destek olmak amacıyla giderek artan bir hızla bu sürece katılmasıyla KYK'ler dünya ekonomisinde giderek daha büyük bir önem kazanmışlardır. Ülkemizde de KYK'ler son yıllarda, giderek artan sayı ve aktif büyüklükleriyle sermaye piyasasında kalıcı bir yer edinmişlerdir.

Bu etüt çalışmasının iki amacı bulunmaktadır. Birinci amacı, ülkemiz Hukuku ile Avrupa Birliği Hukuku veya Avrupa Toplulukları Hukuku'nda<sup>2</sup> kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerin karşılaştırılmasının yapılmasıdır. Bu karşılaştırma ile öncelikle, konuya ilişkin kavramlara açıklık getirilmiş, sonra da hukuki temel, organizasyon yapısı, yönetim, saklama gibi çok temel konulardaki net benzerlik ve farklar ortaya konulmuştur. Ayrıca, AT düzenlemeleri yalnızca genel ilkelere ilişkin olduğu için, konunun somutlaştırılması amacıyla yönelik olarak, AT üyesi ülkelerin düzenlemelerinin açıklanması ihtiyacı duyulmuştur. Bu nedenle, biri Anglo-Sakson, diğeri Kıta Avrupası Hukuk sistemine dahil, İngiltere ve Lüksemburg düzenlemeleri açısından da konu değerlendirilmiştir. Ayrıca, ABD, KYK'ler açısından, hem mevzuatı, hem de Dünya pazarındaki %65'lik payı nedeniyle önemli bir yerde bulunduğundan (Alexeeva, 2000:5), AT ve Türkiye düzenlemeleri arasında karşılaştırma yapılırken, ABD düzenlemelerine de yeri geldikçe değinilmiştir.

---

<sup>1</sup> ABD'de 1992'de 1,5 trilyon ABD Doları olan (Açık uçlu) KYK'lerin toplam büyüklüğü, 1998 sonunda 5,5 trilyon ABD Dolarına yükselmiştir (Alexeeva, 2000: 8).

<sup>2</sup> Avrupa Topluluğu, Avrupa Atom Enerjisi Topluluğu ve Avrupa Kömür Çelik Topluluğu yetkili organları tarafından yaratılan hukuk için Avrupa Birliği Hukuku ve Avrupa Toplulukları Hukuku kavramları kullanılabilir. Bu çalışma kapsamında "Avrupa Toplulukları Hukuku" kavramı tercih edilecektir (Konu hakkında açıklamalar için bkz. Tekinalp, 1997:51).

Ülkemiz Mevzuatı'na çalışmanın hacmini genişletmemek için karşılaştırma amacı dışında değinilmeyecektir. AT Mevzuatıyla farklılık arz eden konularda (Fon yönetim şirketleri, portföy saklama kuruluşları gibi) ülkemiz Mevzuatı'na ilişkin değerlendirme ve önerilere de yer verilecektir. Kapalı uçlu KYK ya da (Menkul kıymet) yatırım ortaklığı modeline, gerek AT mevzuatı kapsamında ele alınmaması, gerekse ABD ve diğer gelişmiş ülke mevzuatları ile Türkiye arasında önemli bir fark bulunmaması nedenleriyle ayrıntılı bir şekilde yer verilmeyecek, ancak karşılaştırma amacıyla değinilecektir.

Etüt çalışmasının ikinci amacı, AT ve ABD Mevzuatı'nda yer alan ancak ülkemiz Mevzuatı'na girmemiş bulunan "Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı" modelinin tanıtılması, temel özelliklerinin açıklanması ve diğer KYK'lerden farklarının ortaya konulmasıdır. Bu model, hem hukuki nitelikleriyle, hem de avantaj ve dezavantajlarıyla birlikte ele alınacak, ayrıca çalışma kapsamında, Türk Hukuku'na girmesi için yapılması gerekli bir kanun değişikliği önerisine de yer verilecektir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KOLLEKTİF YATIRIM MODELLERİNİN ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ

#### §1. Avrupa ve ABD’de Kollektif Yatırım Modelleri

Gelişmiş ekonomilere sahip ülkelerde, yüz yıldan fazla bir süreden bu yana, yatırımcılara çeşitlendirilmiş yatırım portföyleri sunma görevini üstlenen uzman finansal araçlar var olmuştur (Draper, 1989: 1). Yatırım hizmeti veren şirketler de bu ilk araçlar arasında bulunmaktadır. Önceleri sabit sermayeye sahip yatırım şirketleri olarak kurulan ilk KYK’ler bazı yazarlara göre ilk olarak 1822’de Belçika’da Belçika Kralı I. William tarafından kurulmuş, başka bazı yazarlara göre ise, 1860’larda İngiltere ve İskoçya’da ortaya çıkmıştır (Anderson ve Born, 1992: 7). İlk yatırım şirketlerinin amaçları -borsaya kote olsun veya olmasın- menkul kıymetlere yatırım yapmak olup, bu şirketler, yatırımcıya iki hizmet sunuyorlardı: portföy çeşitlendirmesi ve profesyonel yönetim (Draper, 1989: 1). Bu yatırım şirketleri yatırımcılara kaynaklarını birleştirerek uzman tavsiyelerinden ve ölçek ekonomisinden yararlanma imkânını veriyordu (Yasaman, 1986: 35; Draper, 1989: 1). Bu ilk girişimlerin dışında, bugünkü anlamda ilk KYK’nin 1868 yılında Londra’da kurulan “Foreign and Colonial Government Trust” olduğu belirtilmektedir. Bu kuruluş ve sonraki yıllarda kurulan birçok KYK, bugün hala faaliyetlerini sürdürmektedir (Alexeeva, 2000:1). Bu KYK’nin başlangıçtan bu yana asıl amacı, küçük tasarruf sahiplerine de tıpkı büyük sermaye sahipleri gibi yararlar sağlamak üzere, yatırım riskini, yabancı senetlere ve devletin koloniler için çıkardığı değişik senetlere dağıtmak olmuştur. Ayrıca, o zaman da bugünkü KYK’lerde olduğu gibi, şirketin bünyesinde bankacılık ve kredi işlemlerine yer verilmemiştir (Vural, 1978: 29).

Amerika Birleşik Devletleri’nde ilk kurulan KYK ise, 1889 tarihinde kurulan “New York Stock Trust” olmuştur. Bu ülkede 1893 yılında kurulan “Boston Personal Property Trust” da bugün hala varlığını sürdürmektedir (Vural, 1978: 34). A.B.D.’nde

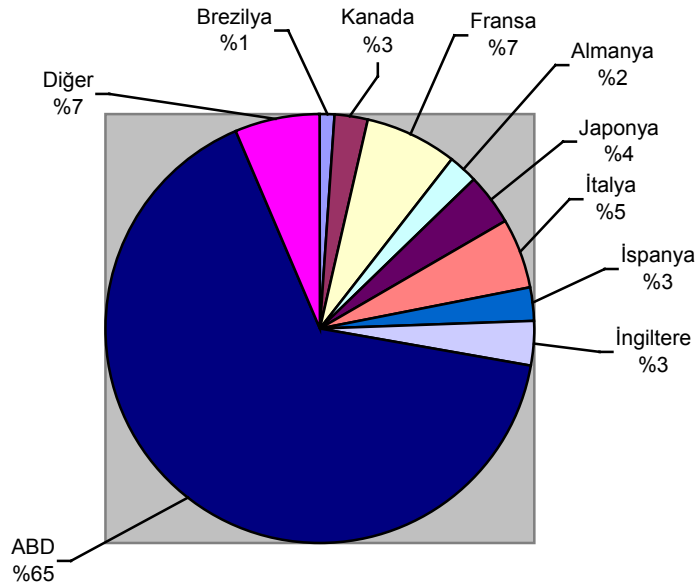
1929 bunalımından sonra çıkarılan “1933 Menkul Kıymetler Yasası” (Securities Act of 1933) ve “1940 Yatırım Şirketleri Yasası” (Investment Company Act of 1940) ile bugün faaliyette bulunan KYK’lerin çalışma kural ve düzenlemelerinin yasal çerçevesi oluşturulmuştur.

KYK’ler, Kıta Avrupası’nda 19. Yüzyılda gelişmemiş, Almanya ve Fransa’da 1920’ler, İsviçre’de ise 1930’larda ortaya çıkmıştır (Vural, 1978, s.39-64).

Kuruluşundan bu yana KYK’ler, ekonominin gelişimine paralel olarak sürekli gelişim göstermiştir. 1998 sonu itibariyle, (“Offshore” ülkelerde kurulanlar ve hedge fonlar hariç) sadece açık uçlu KYK’lerin sayısı 30.000’e, toplam değeri 8,6 trilyon ABD Doları’na ulaşmıştır (Alexeeva, 2000:5).

Açık uçlu KYK’lerin ülkelere göre dağılımı, aşağıda verilmektedir:

### GRAFİK AÇIK UÇLU KYK’LERİN ÜLKELERE GÖRE DAĞILIMI



**Kaynak: (Alexeeva, 2000:5)**

KYK'ler, gelişmiş ülkelerde, son on yıl içinde, diğer kurumsal yatırımcılar olan hayat sigortası ve emeklilik fonlarına göre de paylarını sürekli artırmışlardır. Bunun nedeni, diğer ikisiyle kıyaslandığında basit bir işleyişe sahip olmaları, masraf ve komisyonlarının düşüklüğü, alım satım kolaylığı ve etkin düzenlemeler sayesinde kamuoyuna güvenli bir görüntü vermeleridir (Alexeeva, 2000:6).

## **§2. Türkiye'de Kollektif Yatırım Modelleri**

Sermaye Piyasasının teşviki ve düzenlenmesi yoluyla, yatırımların finansmanında halkın tasarruflarından yararlanma düşüncesi kalkınma planları ile birlikte benimsenmiştir (Reisoğlu, 1982: 5).

1967 ve 1972 yıllarında T.B.M.M.'ne sunulan ancak kadük olan iki hükümet tasarısından sonra, 30.07.1981 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren bugünkü SPKn. ile yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları ilk kez yardımcı kuruluşlar olarak Türk Hukuk Sistemine girmiştir.

29.05.1992 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 3794 sayılı Kanun'la yatırım fonları ve ortaklıklarına ilişkin hükümlerde de değişiklik yapılarak sistem geliştirilmiştir.

Ülkemizde 30.09.2000 tarihi itibarıyla payları halka arz edilen veya tahsisli olarak satılan 260 yatırım fonu, 21 yatırım ortaklığı, 8 gayrimenkul yatırım ortaklığı, 1 risk sermayesi yatırım ortaklığı faaliyet göstermektedir. Kollektif yatırım kuruluşlarının toplam portföy değeri 2,6 katrilyon TL'ye (3,9 milyar ABD Doları) ulaşmıştır.

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **AT VE TÜRKİYE'DE KOLLEKTİF YATIRIM MODELLERİNE İLİŞKİN DÜZENLEMELER**

#### **§1. Hukuki Altyapının Değerlendirilmesi**

##### **I.AT Düzenlemeleri**

###### **A.Genel Çerçeve**

Kollektif yatırım modellerine ilişkin AT'de temel düzenleme Bakanlar Konseyi tarafından çıkarılan, 20.12.1985 tarih ve 85/611/EEC sayılı “Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kollektif Yatırım Kuruluşlarına ilişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Kakkında Konsey Direktifi”dir (Empel, 2000: c.4 Legislation Enacted 154-218). Üye ülkelerin ilgili bakanlarından oluşan ve AT'nin en yüksek düzenleyici mercii olan Bakanlar Konseyi tarafından çıkarılan bu Direktif tüm üye ülkeler açısından kesin olarak bağlayıcıdır. Ancak Direktifler, tüzükler gibi yayınlandığı anda üye ülkelerde doğrudan yürürlüğe girmemekte, yürürlüğe girmesi için üye ülkeler tarafından iç düzenleme yapılması gerekmektedir. Bu iç düzenlemelerin yapılması, AT'yi kuran Roma Antlaşması'nın ilgili hükümleri uyarınca zorunludur.

Bu durumda, gerek Direktif, gerek üye ülkelerin iç düzenlemeleri, konuyla ilgili mevzuatın parçalarını oluşturmaktadır.

###### **B. Direktif'in Kapsamı**

Direktif'in 1.maddesinde, üye ülkelerin, kendi sınırları içinde bulunan, “Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına” (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities–UCITS) bu Direktif hükümlerini uygulayacağı belirtilmektedir.

1. ve 2. Madde hükümleri çerçevesinde,

-tek amacı halktan toplanan paralarla devredilebilir menkul kıymetlere, riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde kolektif yatırım yapmak olan,

-paylarının karşılığı, pay sahiplerinin talebi üzerine, doğrudan veya dolaylı olarak, bu kuruluşların aktiflerinden geri alınan veya ödenen (Açık uçlu olan),

-payları halka arz suretiyle satılan,

kuruluşlar UCITS kapsamındadır.

Bu durumda aşağıdaki kolektif yatırım kuruluşları direktif kapsamı dışında bırakılmışlardır:

a) Paylarını devredilebilir menkul kıymetler dışındaki varlıklara yatıran KYK'ler (Örneğin gayrimenkul yatırım fonları)

b) Her türlü kapalı uçlu KYK (Açık uçlu olmamaları nedeniyle)

c) Payları tahsisli satılan KYK'ler (Payları halka arz edilmemesi nedeniyle)

d) UCITS olma şartlarını taşımayan diğer KYK'ler<sup>3</sup>

Direktif kapsamı dışında bırakılan bu tür KYK'ler, başka AT Direktifleri ile de düzenlenmemişlerdir. Böylece, üye ülkeler, örneğin kapalı uçlu KYK'lerle ilgili istedikleri yönde düzenleme yapabileceklerdir.

## **II.Ülkemiz Düzenlemeleri**

Ülkemizde kolektif yatırım modellerine ilişkin düzenlemeler, SPKn. ile SPKr.'nun ilgili Tebliğlerinde yer almaktadır. Bu düzenlemeler çerçevesinde, devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan iki tip KYK bulunmaktadır: “Yatırım Fonu” ve “Yatırım Ortaklığı”. Bunun dışında ülkemizde faaliyet gösteren

---

<sup>3</sup> Direktif kapsamına girmeyen önemli bir açık uçlu model, daha çok offshore ülkelerde kurulan “Ortak olma esasına dayalı” KYK'lerdir (Partnership Collective Investment Funds). Bu modelde, yönetim şirketi büyük ortaktır ve görece az sayıda yatırımcıya sınırlı ölçüde ortaklık verilmektedir. Büyük ölçekli yatırım yapan profesyonel yatırımcılara yönelik olan bu modelde halka açılma



“Gayrimenkul yatırım ortaklıkları” ve “Risk sermayesi yatırım ortaklıkları” da KYK kapsamında değerlendirilmekte, ancak portföyleri devredilebilir menkul kıymetlerden oluşmadığı<sup>4</sup> için bu kuruluşlar bir tür ara model olarak kabul edilmektedir.

Çalışmamız kapsamında sadece yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarına yer verilecek, öte yandan bu konudaki ülkemiz düzenlemeleri detaylı anlatılmayacak, ancak yeri geldikçe karşılaştırma amacıyla değinilecektir.

## **§2. KYK’lerin Sınıflandırılması**

### **I. Açık Uçlu KYK’ler**

Direktif, trust hukukuna göre kurulan, sözleşme hukukuna göre kurulan ve şirketler hukukuna göre kurulan KYK modellerini diğer şartlara uymak kaydıyla UCITS kabul etmektedir. Aşağıda incelenen bu modellerin birbirleriyle karşılaştırılmasına ilişkin bir tablo , b.3, §1., II., C’de yer almaktadır.

### **A.Trust Hukukuna Göre Kurulan KYK’ler**

#### **1. Trust Kavramı**

Trust kelimesi, dilimizde güvenmek anlamına gelmekle birlikte, hukuki bir kurum olarak *trust*’ın Türk Hukuku’nda karşılığı bulunmamaktadır<sup>5</sup>. Bu nedenle bu kurumdan söz ederken *trust* kavramı kullanılacaktır.

---

söz konusu değildir . Halka açık olmadığı için 2.madde çerçevesinde Direktif kapsamında değildir. Bkz.Alexeeva, 2000: 34.

<sup>4</sup> Gayrimenkul yatırım ortaklıkları gayrimenkule ve gayrimenkule dayalı araçlara, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ise Borsaya kote olması gerekmeyen şirketlerin paylarına yatırım yapmaktadır.

<sup>5</sup> SPKn.’nin 37.maddesinde ülkemiz yatırım fonlarının *İnançlı Mülkiyet* esasına göre kurulacağı ifade edilmektedir. İnançlı mülkiyet, trust kavramının birbir karşılığı olmayıp, müşterek mülkiyet kurumuna karşı ortaya artılan ve temelini inançlı işlemlerden alan bir hukuki kurumdur. Yatırım fonları malvarlığının mülkiyet sorununun incelenmesi için bkz. Gürsoy, 1977, Yasaman, 1980 ve Çıtak; Akbulak, 1990. İnançlı işlemlere ilişkin bkz. Özsunay, 1968.

Trust kurumu, Anglo-Sakson Hukuku'nda<sup>6</sup> uygulama alanı bulmaktadır. Bu kavram, Anglo-Sakson Hukuku'nun her alanına girmiş olup, mahkemeler bu kavrama başvurarak bir çok sorunu halletmektedirler. Hanbury'ye göre Trust, "bir şey'in, bir ya da birkaç kişi tarafından özel bir amacın gerçekleşmesi veya bazı kimselerin yararına olarak, şey'i saklamak ve yönetmek amacı ile devralınmasıdır. Burada önemli olan nokta, şey üzerinde devredenlerin sahip olduğu hakkın, yalnızca devralana karşı değil, devir konusu şey'i iktisap edebilecek herkese karşı ileri sürülebilmesidir" (Gürsoy, 1977: 8). Hakkın yalnızca devralana karşı değil, devir konusu şeyi iktisap edebilecek herkese karşı da ileri sürülebilmesi, trust hukukunun, sözleşme hukukundan farkını ifade etmektedir.

Trust hukuku, tek bir şey'in iki ayrı hukuki maliki olması ilkesine dayanmaktadır: gerçek malik veya "Yararlanıcı" (Beneficiary) ile "Güvenilen" (trustee). Güvenilen, şey'in kendisine devredildiği gerçek veya tüzel kişidir ve şey ile ilgili olarak yararlanıcının çıkarları doğrultusunda hareket etmek zorundadır (Harrison, 1999: 11; Alexeeva, 2000: 32).

## **2. Unit Trust ve Unit Investment Trust'lar**

Trust modeline göre kurulan KYK'lere İngiltere'de *unit trust*, ABD'de ise *unit investment trust* denilmektedir. Bunlar trust modeline göre kurulan KYK'lerin en yaygın biçimleri olup, trust hukukuna tabi bundan başka değişik KYK modelleri de oluşturulabilmektedir. Trust modelindeki KYK'lerin ortak noktası, Anglo-Sakson Hukuku'ndaki trust hukukunun kurallarının uygulama alanı bulmasıdır.

İngiltere'de yukarıda belirtilen *unit trust* modeli dışında mevcut bulunan ve *investment trust* veya *investment trust company* denilen model ise, ülkemizdeki yatırım ortaklıkları ile aynı içerikte, trust hukukuna göre değil, şirketler hukukuna

---

<sup>6</sup> "Anglo-Sakson Hukuku" kavramı, "Kıta Avrupası Hukuku" veya "Kara Avrupası Hukuku" kavramlarına karşılık olarak ABD, İngiltere, Avustralya ve diğer bazı ülkelerin hukuk sistemlerini anlatmak için kullanılmaktadır.

göre kurulan, kapalı uçlu, hisse senetleri borsada işlem gören bir KYK tipidir (Harrison, 1999: 100).

İngiltere’de unit trust, ABD’de unit investment trust’lar, bir *portföy yöneticisi* (veya yatırım danışmanı) ile bir *Güvenilen Kuruluş* (Trustee) arasında imzalanan bir trust belgesi veya sözleşmesi ile kurulurlar. Yatırımcı, para yatırıp karşılığında trust birimlerini satın aldığı anda trust’ın “*Yararlanıcı*”sı olur. *Güvenilen Kuruluş*, fon varlıklarını yararlanıcıların çıkarları doğrultusunda korumak zorundadır.

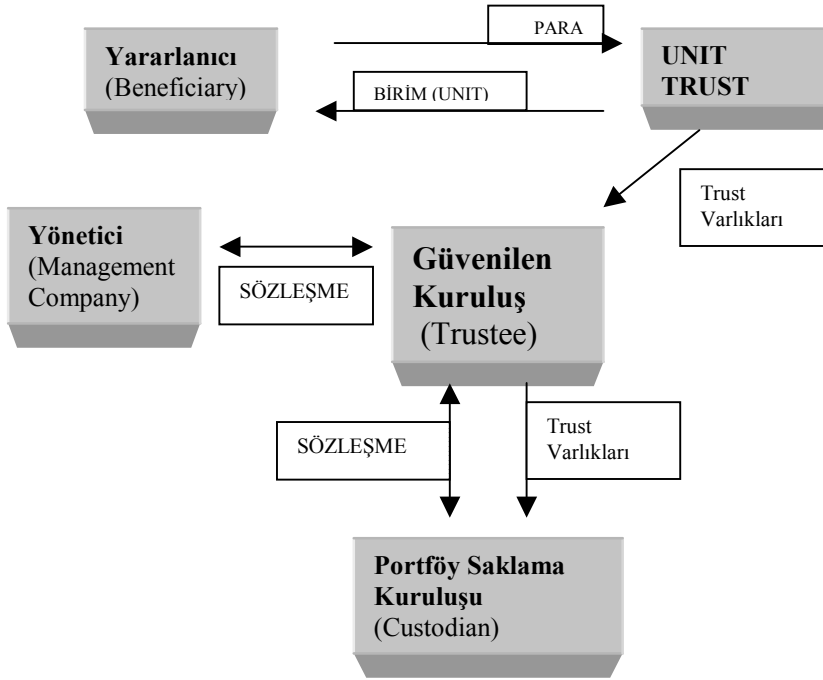
Unit trust modelinde Fon varlıkları, *Güvenilen Kuruluş* nezdinde veya *Güvenilen Kuruluş* adına bir portföy saklama kuruluşunda saklanabilir. Direktif kapsamında UCITS sayılan unit trustlarda ise, Direktif’in 7.maddesi ile, fon varlığının, portföy saklama kuruluşu nezdinde saklanması zorunlu tutulmuştur.

*Güvenilen Kuruluş*, yöneticiyi, mevzuat veya trust sözleşmesi ile belirlenen görevlerini yapmadığı takdirde azletme yetkisine sahiptir.

Yararlanıcılar, bir şirket hissedarları gibi oy hakkına sahip değildir. Ancak, belli konularda kararların alınabilmesi için, yararlanıcıların bir olağanüstü genel kurul toplantısıyla iradelerini olumlu yönde belirtmeleri şartı, trust sözleşmesiyle aranabilmektedir (Harrison, 1999: 100).

Unit trust sisteminin işleyişini gösteren açıklayıcı bir şema aşağıda sunulmaktadır.

### ŞEMA 1 Unit Trust Sisteminin İşleyişi



### B.Sözleşme Hukukuna Göre Kurulan (Contractual) KYK'ler

Tamamen Anglo-Sakson Hukuku'na özgü bir kurum olan trust'ın Kara Avrupası'nda uygulama kabiliyeti bulunmadığından, Kara Avrupası'nda Anglo-Sakson Hukuku'nun trust'ı örnek alınmış ve onun ilkeleri örnek alınarak sözleşmeye dayanan KYK'ler kurulmuştur (Yasaman, 1980: 25; Alexeeva, 2000: 29). Örneğin, Lüksemburg'da, KYK'leri düzenleyen 30 Mart 1988 tarihli Kollektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun'un (Loi du 30 Mars 1988 Relative Aux Organismes de Placement Collectif, ing. Law Dated 30<sup>th</sup> March 1988 Relating to Undertakings for Collective Investment) 3.maddesinde KYK'lerin ya sözleşme hukukuna göre ya da şirket statüsünde kurulabileceği hükme bağlanmıştır (Loesch, 1997: 13). Türkiye'de

de Seri:VII, No:10 Tebliği çerçevesinde kurulan yatırım fonları sözleşme esasına göre kurulmaktadır.

Unit trust modelinde yatırımcılar yatırdıkları paraları veya bu paralar ile satın alınan varlıkları *Güvenilen Kuruluş*'a emanet etmekte ve *Güvenilen Kuruluş* yönetici ve portföy saklama kuruluşuyla gerekli sözleşmeleri yapmaktadır. Sözleşmeye dayalı modelde ise, yatırımcı ile yönetim şirketi arasında (İltihaki nitelikte) bir sözleşme<sup>7</sup> yapılmakta ve oluşturulan yatırım havuzunun sözleşme ve KYK'nin kuruluş dökümanları çerçevesinde şirket tarafından yönetilmesi amaçlanmaktadır. Yönetim şirketi, KYK'nin kurulduğu ülkedeki düzenleyici kurumdan onay alınması aşamasında portföy saklama şirketi ile KYK'ye saklama hizmetleri verilmesi için bir sözleşme imzalamak zorunda olacaktır. Direktif çerçevesinde hem yönetim şirketi, hem de portföy saklama kuruluşu, KYK varlıklarının saklanmasından, yatırımcılara karşı sorumlu olacaktır.

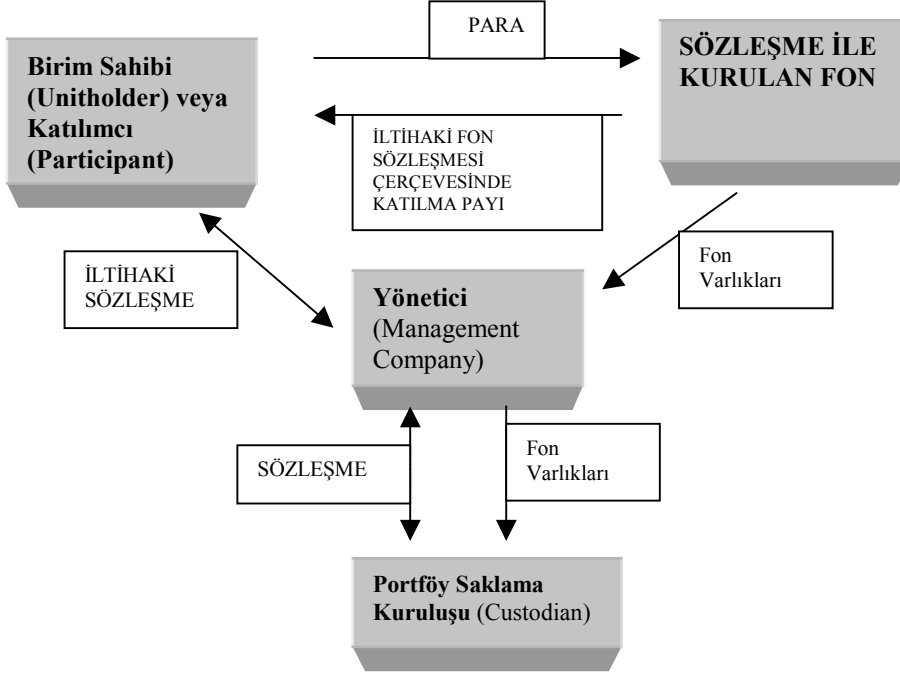
Yatırımcının KYK'den sağlayacağı menfaat, yatırdığı para ölçüsünde olacaktır. Katılımcının hakları, yönetim şirketiyle yapılan sözleşmede belirtilen haklar ve düzenleyici kuruluş tarafından getirilen (genellikle sözleşme kuralları konusunda standartlar) düzenlemelerin verdiği haklar kadardır. Sözleşme hukukuna göre kurulan KYK katılımcılarının hakları, unit trust yararlanıcıları ve aşağıda incelenen değişken sermayeli yatırım şirketleri ortaklarının haklarına göre sınırlıdır(Alexeeva, 2000: 33). Örneğin, hiçbir konuda oy hakları bulunmamaktadır.

---

<sup>7</sup> Yapılan sözleşme iltihaki nitelikte olduğu için genel işlem şartlarına ilişkin hukuk kuralları da uygulama alanı bulacaktır.

Sözleşme hukukuna göre kurulan KYK'lerin işleyişini gösteren açıklayıcı bir şema aşağıda sunulmaktadır.

## ŞEMA 2 Sözleşme Dayalı KYK Sisteminin İşleyişi



### C.Şirket Tipi KYK'ler

Açık uçlu olmasına rağmen şirket statüsünde kurulan açık uçlu şirket tipi KYK'ler veya Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları (DSYO) modeli Üçüncü Bölüm'de ayrıntılı olarak incelenecektir. Açık uçlu KYK modellerinin karşılaştırmasına da bu bölümde yer verilecektir.

### II.Kapalı Uçlu KYK

Ülkemizde kurulu, SPKr.'nin Seri:VI, No:4 Tebliği ile düzenlenmiş (Menkul kıymet) yatırım ortaklıklarını ifade eden bu model için ABD'de *investment company*, İngiltere'de *investment trust* terimleri kullanılmaktadır. Kapalı uçlu yatırım ortaklıkları modeline, AT Direktifi kapsamına alınmadığı için, bu çalışmanın sınırları

dikkate alınarak, sadece değişken sermayeli yatırım ortaklıkları ile karşılaştırmalı olarak Üçüncü Bölüm’de yer verilecektir.

### III.Kavramların Ükelere Göre Karşılıklı Değerlendirmesi

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde hazırlanan karşılaştırmalı bir tablo aşağıda sunulmaktadır:

	<b>ABD<sup>8</sup></b>	<b>İngiltere</b>	<b>Lüksemburg</b>	<b>Türkiye</b>
<b>Açık Uçlu ve Trust</b>	Var (Unit Investment Trust veya Unit Trust)	Var (Unit Trust)	Yok	Yok
<b>Açık Uçlu ve Sözleşme Hukukuna Göre Kurulmuş</b>	Yok	Yok	Var (Collective Investment Fund)	Var (Yatırım Fonu)
<b>Açık Uçlu ve Şirket</b>	Var (Open-ended Investment Company veya Mutual Fund)	Var (Open-ended Investment Company)	Var (Investment Company with Variable Capital-SICAV)	Yok
<b>Kapalı Uçlu ve Şirket</b>	Var (Investment Company)	Var (Investment Trust)	Var (Investment Company with Fixed Capital-SICAF)	Var (Yatırım Ortaklığı)

### Ş3. Yönetim Şirketlerine İlişkin Düzenlemeler

AT Hukuku’nda yatırım danışmanlarına veya portföy yönetim şirketlerine ilişkin, “Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetleri Hakkında 10 Mayıs 1993 tarih ve 93/22/EEC sayılı Konsey Direktifi” ile “Yatırım Şirketleri ve Kredi Kuruluşlarının Sermaye Yeterliliğine İlişkin 15 Mart 1993 tarih ve 93/6/EEC Sayılı Konsey Direktifi” bulunmaktadır. Ancak bu direktifler, genel olarak yatırım danışmanlarını ve portföy yönetim şirketlerini düzenlemektedir. Bizi ilgilendiren ise, kollektif yatırım kuruluşlarının yönetimi ile ilgili olarak yönetim şirketleri hakkında getirilen düzenlemelerdir. Bu düzenlemeler 85/611 sayılı UCITS'lere ilişkin Konsey Direktifi’nde belirtilmektedir.

<sup>8</sup> Tabloda yer alanlar dışında ABD’de ICA kapsamında bir de “Nominal Değerli Menkul Kıymet İhraç Eden Şirketler” (Face-amount Certificate Companies) bulunmaktadır. Bu tür KYK’ler sadece borçluluk yaratan menkul kıymetler ihraç ederler ve ihraç ettikleri menkul kıymetleri alan yatırımcılara faiz öderler (açıklamalar için bkz. Soydemir, 1986:10 ve Frankel, 1999: c.1, 254).

Anılan AT Direktifi ile, unit trust ve sözleşmeye dayalı KYK'ler için yönetim şirketi zorunluluğu getirilmiştir. DSYO'ların ise, kendi yönetim kurulu tarafından yönetilebilmesi, diğer bir deyişle "İçeriden yönetim" (Internal Management) hukuken mümkündür. Ancak uygulamada içeriden yönetim DSYO için de kullanılmamakta, bunun yerine dışarıdan yönetim (External Management) hizmeti alınması uygulaması tercih edilmektedir<sup>9</sup>.

85/611 sayılı Direktif ile getirilen başlıca ilkeler aşağıdadır:

- a) Yönetim şirketi düzenleyici otorite tarafından onaylanmalıdır (m.4/2). Düzenleyici kuruluş, yönetim şirketini, iyi bir itibara ve görevlerini yerine getirebilmesi için gerekli performansa ulaşmasını sağlayacak deneyime sahip olması açısından değerlendirir (m.4/3).
- b) Yönetim şirketi değiştirildiği takdirde de aynı şekilde düzenleyici otoritenin onayı gerekir (m.4/4).
- c) Yönetim şirketi görevini etkin şekilde yapabilecek ve sorumluluklarını yerine getirebilecek mali kaynaklara sahip olmalıdır (m.5).
- d) Yönetim şirketi KYK'nin yönetiminden başka bir işle uğraşamaz (m.6).

Ayrıca, 30.05.2000 tarih ve COM (2000) sayılı Komisyon Direktif Değişiklik Önerisi ile, Direktif'e fon yönetim şirketleriyle ilgili bazı değişiklikler getirilmek istenmektedir (<http://europe.eu.int>). Değişiklik önerisi, bu haliyle temel noktalara ilişkin olmayıp, sistemin geliştirilmesine yöneliktir. Önerilen değişikliklerle ilgili bilgiler, **EK/1**'de sunulmaktadır.

Üye ülkelerde kurulu fon yönetim şirketleri, halen yürürlükte olan 85/611 sayılı Direktif çerçevesinde faaliyet göstermektedir. Yeni Direktif, ancak Konsey'in kararını müteakip Üye ülkelerin gerekli iç düzenlemelerini yapmasıyla yürürlüğe girecektir.

---

<sup>9</sup> Dışarıdan yönetim ve içeriden yönetimin karşılaştırması için bkz.Alexeeva, 2000: 43.



Yönetim şirketlerine ilişkin ülkemiz düzenlemeleri ile AT düzenlemeleri arasında iki önemli fark bulunmaktadır. Birincisi, AT’de fonların portföylerini yöneten kurumlar, başka hiçbir portföy yönetememektedir. Türkiye’de ise fon portföylerini yönetmeye (SPKr.’ndan portföy yöneticiliği yetki belgesi alan) aracı kurumlar ile portföy yönetim şirketleri yetkilidir ve aracı kurumlar ile portföy yönetim şirketleri mevzuat dahilinde, fonlar dışında gerek kurumsal gerek bireysel diğer portföyleri de yönetebilmektedir.

İkinci fark, AT’de unit trust ve sözleşmeye dayalı KYK’ler için zorunlu olan yönetim şirketinin, DSYO’lar için zorunlu olmamasıdır. Türkiye’de bu şekilde içeriden yönetim yapabilecek açık uçlu model bulunmamaktadır.

ABD’de ise KYK portföylerinin “yatırım danışmanları” tarafından yönetilebileceği hükme bağlanmıştır. Yatırım danışmanının tanımı hem 1940 Yatırım Danışmanları Kanunu (Investment Advisers Act)’te, hem de ICA’da yapılmıştır. Her iki kanuna göre de, yatırım danışmanı, hem gerçek hem de tüzel kişi olabilir (Frankel, 1999: c.1, 150).

#### **Ş4. Saklama Kuruluşlarına İlişkin Düzenlemeler**

Kıymetli evrakın saklanması konusu, “Kapalı Saklama” ve “Açık Saklama” olmak üzere iki kısımda incelenebilir. Kapalı saklama, şahsi ve özel amaçlar için kullanılan, saklayıcının idare hakkının bulunmadığı ve sadece saklanılan şeyi aynen geri verme borcu altına girdiği saklama türüdür(Turanboy, 1998: 5-6).

Açık saklamada ise, saklayıcı kendisine teslim edilen kıymetli evrakı hem saklamak hem de idare etmek borcu altına girmektedir. Açık saklama, münferit saklama ve toplu saklama olarak ikiye ayrılmaktadır. Münferit saklamada, kıymetli evrak ayrı ve münferit olarak saklanmakta, toplu saklamada ise, aynı şirket tarafından ihraç edilmiş olup, aynı hakları veren aynı cinsten menkul kıymetler hamillerinin adına tasnif edilmeksizin toplu halde saklanmaktadır (Turanboy, 1998: 6, 14).

Yatırım fonlarında saklayıcının (Genellikle bir banka) esas olarak üç işlevi bulunmaktadır. Bu işlevler, fon malvarlığının muhafaza edilmesi, fonun maddi yönetimi ve fon işlemlerinin kurallara uygunluğunun denetimidir (Yasaman, 1980: 108). Yukarıda da ifade edildiği gibi, fon malvarlığının muhafaza edilmesi ve fonun maddi yönetimi, açık saklamanın niteliği gereği ortaya çıkan işlevlerdir. Fon işlemlerinin kurallara uygunluğunun denetimi ise, yatırım fonu sistemi ile ilgili bir işlev olarak karşımıza çıkmaktadır.

AT Direktifinde tüm KYK'lerin varlıklarının bir portföy saklama kuruluşunda (PSK) saklanması zorunlu tutulmuştur. Direktifte bu saklamanın içeriği de düzenlenmektedir.

Buna göre PSK'nın yatırım fonları malvarlığının saklanmasına ilişkin yükümlülükleri aşağıdaki gibidir:

- a) Fon paylarının satışı, ihracı, geri alımı, ödemesi ve iptalinin mevzuat ve fon içtüzüğüne uygun olarak yapılması,
- b) Fon değerinin mevzuat ve fon içtüzüğüne uygun olarak hesaplanması,
- c) Mevzuat ve fon içtüzüğüne aykırı olmadığı sürece yönetim şirketinin talimatlarını yerine getirme,
- d) Yatırım fonunun varlıklarıyla ilgili işlemlerde ilgili bedelin gerekli sürede verilmesini sağlama,
- e) Yatırım fonunun gelirinin mevzuat ve fon içtüzüğüne uygun olarak oluşumunu sağlama.

PSK, fon varlıklarını başka bir kuruluşa emanet edebilecek, ancak bu durumda, sorumluluğu aynen devam edecektir.

DSYO'lar için de bu hükümler geçerlidir. Daha ayrıntılı bilgiler 3. Bölümde verilmektedir.

Sonuç olarak, AT’de (Aynı zamanda ABD’de de) KYK’lerin malvarlığı, portföy saklama kuruluşlarında saklanmakta ve bu saklama fon malvarlığının muhafaza edilmesi, fonun maddi yönetimi ve fon işlemlerinin kurallara uygunluğunun denetimi işlevlerinin üçünü de kapsamaktadır.

Türkiye’de yatırım fonlarının malvarlığı ise, İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.’nde saklanmakta, ancak bu saklama sadece açık saklamanın da gereği olan ilk iki işlevi kapsamaktadır. Fon işlemlerinin kurallara uygunluğunu sağlama işlevi ise İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.’nda bulunmamaktadır. Ülkemizde fon varlığının saklanmasından fon kurucusu sorumlu tutularak bu sakınca giderilmeye çalışılmıştır. Öte yandan, 18.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun ile SPKn.’nun 39. Maddesinde yapılan değişiklikle portföy saklama kuruluşları “Diğer sermaye piyasası kurumları” arasında sayılarak SPKr.’na düzenleme yetkisi verilmiştir. Kanun hükmünün hayata geçirilerek AT Mevzuatı’nda ifade edilen sorumlulukları taşıyacak portföy saklama kuruluşlarının kurulması uygun olacaktır.

## **§5. Diğer Düzenlemeler**

Diğer düzenlemeler açısından, AT ve ülkemiz düzenlemeleri arasında önemli bir fark bulunmamaktadır. Yukarıdaki kısımdakilerle birlikte, diğer konulardaki farklılıklara ilişkin bir tablo, **EK/2**’de sunulmaktadır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### DEĞİŞKEN SERMAYELİ YATIRIM ORTAKLIKLARI (INVESTMENT COMPANIES WITH VARIABLE CAPITAL)

#### §1. Tanımı ve Faaliyet Esasları

##### I.Tanımı

KYK'ler, açık uçlu ve trust, açık uçlu ve sözleşmesel; kapalı uçlu ve şirket modellerine göre kurulabildiği gibi, açık uçlu ve şirket modeline göre de kurulabilmektedirler. Bu tip açık uçlu yatırım ortaklıklarına İngiltere'de *Open-Ended Investment Company*, ABD'de *Mutual Fund*, Lüksemburg'da *Societes d'Investissement a Capital Variable (SICAV-Investment Company with Variable Capital)*, denilmektedir. DSYO'lar, devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapmakta, tüm gelirleri bir havuzda toplanmakta ve açık uçlu oldukları için sermayeleri yatırımcıların arz ve talebine göre artıp azalmaktadır. Yatırımcılar, ortaklık paylarını pay başına net aktif değeri üzerinden alıp satmaktadırlar. Pay başına net aktif değerinin üzerine genellikle alım veya satım komisyonu eklenmektedir.

##### II.Faaliyet Esasları

###### A.Genel Esaslar

Dünyada en yaygın KYK modelini oluşturan değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, değişik ülkelerde genellikle ya trust, ya da sözleşmeye dayanan KYK'lerle birlikte varlıklarını sürdürmektedirler (Alexeeva, 2000:29).

AT Direktifi'nin 1. Maddesinin 3. Bendinde: “esas sözleşme ile kurulan (yatırım ortaklıkları gibi) kolektif yatırım kuruluşlarının” Direktif kapsamında olduğu belirtilmektedir. Tüm Direktifte de, trust ve sözleşmeye dayalı fonların

yanında DSYO'lar için de hükümler getirilmiştir. DSYO'ların yapısal özelliklerine, AT Direktifi'nin 4. bölümünde yer verilmektedir. Buna göre DSYO'ların yapısal özellikleri aşağıdaki gibi olacaktır:

- Alması gereken hukuki şekil üye ülkeler tarafından belirlenmelidir.
- İşini etkin olarak yapabilecek ve sorumluluklarını yerine getirebilecek ödenmiş sermayeye sahip olmalıdır.
- Tek faaliyet amacı halktan topladığı paraları riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde devredilebilir menkul kıymetlere yatırmak olmalıdır.
- Varlıkları bir portföy saklama kuruluşunda bulundurulmalıdır.
- DSYO ve portföy saklama kuruluşu aynı şirket olmamalıdır.

AT Direktifi ile ortaya konan genel ilkelerin uygulamaya geçecek şekilde somutlaştırılması için üye ülkeler de düzenlemeler yapmışlardır.

Kıta Avrupası'nda DSYO ve sözleşmeye dayalı yatırım fonları, İngiltere'de, tek açık uçlu KYK tipi olarak unit trust'lar faaliyet göstermekteyken, 1997 yılında, düzenleyici kurum Finansal Hizmetler Otoritesi (Financial Services Authority-FSA) tarafından çıkarılan "Finansal Hizmetler (Açık Uçlu Yatırım Şirketleri) Düzenlemeleri" ile konu düzenlenmiştir ([www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk), 2000). Bu tarihten sonra DSYO'lar İngiltere'de de hızla kurulmaya başlanmıştır<sup>10</sup>.

ABD'de DSYO olarak niteleyebileceğimiz *mutual fund*'lar ile *unit investment trust*'lar faaliyet göstermektedir.

DSYO'lar, kuruldukları ülkelerde yürürlükte bulunan şirketler hukukuna göre faaliyet göstermekte, ancak onları sıradan şirketlerden ayıran ve iştiğal konularından kaynaklanan ek bazı hukuki ve mali hükümlere veya istisnalara tabi olmaktadırlar

---

<sup>10</sup> DSYO'ların İngiltere'de hızla yaygınlaşmasının bir nedeni de unit trustlardan farklı olarak ayrı alım satım fiyatlarının olmamasıdır, bkz. Harrison, 1999: 104.

(Alexeeva, 2000: 29). Ülke düzenlemelerinde, DSYO'ların şirketler hukukuna tabi olduğu belirtilmekte ve ilgili yerlerde istisnai hükümlere yer verilmektedir. Bu istisnalara örnek vermek gerekirse, bu ortaklıkların portföy yöneticisi, bağımsız denetim şirketi gibi bazı kişi veya kuruluşlarla yaptıkları sözleşmelerin ortaklık genel kuruluna sunulması gerekebilmekte veya paylarının kayda alınması ilk halka arz sırasında değil de yıllık olarak yapılmaktadır.

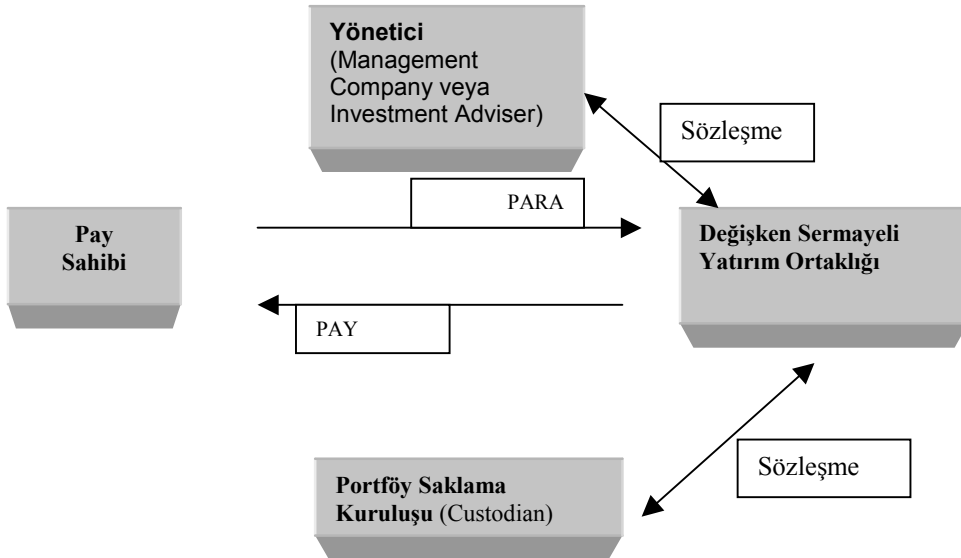
DSYO'ların bir özelliği de, değişik yatırım amaçlarına sahip, farklı alt-fonlara sahip olabilmeleridir (Harrison, 1999: 104).

## B. Modelin İşleyişi ve Özellikli Noktaları

### 1. Organizasyon Şeması

DSYO modelinin işleyişi aşağıdaki şemada gösterilmektedir:

**Şema 3**  
**DSYO Modelinin İşleyişi**



Ortaklık paylarını, pay başına net aktif değeri üzerinden satın alanlar, DSYO'nun ortağı olmaktadır. Ortaklık, kendi aktiflerini ne yönetebilmekte<sup>11</sup>, ne de saklayabilmekte, bu işlevleri yerine getirmesi için, bir yönetici ve bir portföy saklama kuruluşuyla yazılı bir sözleşme yapmak durumunda olmaktadır.

Yukarıda şema temel ilişkileri belirtmektedir. Uygulamada, DSYO'lar genellikle şemsiye tipi olarak kurulmakta ve DSYO'nu şemsiyesi altında birçok alt-fonlar yer almaktadır. Ayrıca yönetici, özellikle bu alt fonların farklı ülkelerin menkul kıymetlerine yatırım yaptığı durumlarda, her bir veya birkaç alt-fon için değişik alt-yöneticilerle anlaşmakta, aynı şekilde portföy saklama kuruluşu da değişik alt-saklama kuruluşlarıyla anlaşmalar yapmaktadır.

Portföy saklama kuruluşu ayrıca, pay sahiplerinin kayıtlarının tutulması, satılmayan hisse senetlerinin saklanması ve pay sahiplerinin alım, itfa ve değiştirme taleplerini yerine getirmesi için de bir "Kayıt ve Transfer Acentası" ile anlaşma yapmaktadır. Bu şemaya bir de "Dağıtımçı"nın eklenmesi uygun olacaktır. Dağıtımçı, DSYO paylarının dağıtımını için DSYO'yla sözleşme yapmakta ve o da, pazarlama yapacağı her bir ülkede, ayrı alt-dağıtımçılarla anlaşmaktadır.

Yapılan alt-sözleşmeler, sözleşme yapan üst kuruluşun KYK'ye karşı sorumluluğunu ortadan kaldırmadığı gibi, sözleşmeyle görevlerin devredildiği kuruluşların yürürlükteki mevzuata aykırı faaliyetlerinden de üst kuruluş sorumlu olmaktadır.

Örnek bir DSYO olarak Lüksemburg'da kurulu American Express Funds ile ilgili ayrıntılı bir şema, **EK/3**'de sunulmaktadır.

---

<sup>11</sup> Aşağıda daha detaylı inceleneceği üzere, uygulamada DSYO'lar portföylerini ayrı bir yöneticiye yönetirmekle birlikte, bu husus, genellikle mevzuatla zorunlu tutulmamıştır.

## 2.DSYO'nun Yönetimi

Ortaklığın yöneticisi dışında, ayrıca bir de kendi yönetim kurulu bulunmaktadır. Bu yönetim kurulu Ortaklık genel kurullarında seçilmektedir. Diğer şirketler gibi DSYO yönetim kurulu üyelerinin de pay sahiplerine karşı ortaklık performansına ilişkin sorumluluğu bulunmaktadır.Yönetim kurulu; yönetici (Yönetim şirketi veya yatırım danışmanı), portföy saklama kuruluşu ve ortaklığa hizmet veren diğer kuruluşlarla sözleşme yapmak konusunda genellikle hukuken sorumludur (Alexeeva, 2000: 30). “Yönetici”, Şirketi temsile yetkili kişiler ile yazılı bir sözleşme imzalamakta ve daha sonra bu sözleşme genel kurulun onayına sunulmaktadır.

Ülkemizdeki yatırım fonlarında da bir “Fon Kurulu” bulunmakta, bu “Fon Kurulu” birçok zaman Kurucu bünyesinde oluşturulabilmekte, ancak bir de bir aracı kurum veya portföy yönetim şirketiyle “Portföy yönetim sözleşmesi” imzalanarak, portföy dışarıdan bir kuruma yönettirilmektedir. DSYO'daki “Yönetim Kurulu”, ülkemiz Mevzuatı'ndaki “Fon Kurulu”na benzetilebilir. DSYO'daki Yönetici de, bizdeki yöneticiyle aynı işleve sahiptir.

AT Direktifi'nde, yatırım fonları için getirilen yönetim şirketi zorunluluğu, DSYO'lar için getirilmemiştir. DSYO'larda bu görevi, ortaklık yöneticileri yerine getirebilecektir.

Lüksemburg'da da AT düzenlemesine paralel olarak, DSYO'lar için yönetim şirketi zorunluluğu getirilmemiştir.

İngiltere'de ise bu konuda AT düzenlemesi aynen alınmamış<sup>12</sup> ve FSA Düzenlemesi'nin 6.01 maddesi ile, DSYO yöneticilerinin en az birinin, yetki verilmiş tüzel kişi (Authorised Corporate Director-ACD) olması gerektiği ifade edilmiştir.

---

<sup>12</sup> AT düzenlemelerinin üye ülke mevzuatlarına ağırlaştırılarak alınması mümkündür.



ABD’de, Investment Company Act of 1940’ın 20.maddesinde yatırım şirketlerinin yatırım danışmanı ile sürekli danışmanlık hizmeti almak üzere anlaşma yapabilecekleri hükme bağlanmıştır. Öte yandan, yatırım danışmanı zorunluluğu bulunmamaktadır<sup>13</sup>. Ancak ABD’de de uygulamada, tüm yatırım ortaklıklarının dışarıdan yönetim hizmeti aldığı belirtilmektedir (ICI Fact Book, 2000: 34).

Ülkemizde, fon kurucularının, fonlar adına yönetim şirketi ile portföy yönetim sözleşmesi yapması zorunludur. Ancak yatırım ortaklıkları için (Engel bulunmamakla birlikte) böyle bir zorunluluk yoktur. Tersine, SPKn.’nun 35.maddesi ile, yatırım ortaklıklarının, kuruluş izni alabilmeleri için portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurul’a başvurmaları zorunlu tutulmuştur.

Yönetim şirketleri açısından, ABD ve Lüksemburg düzenlemelerinin DSYO’yu yatırım ortaklığı gibi, İngiltere düzenlemesinin ise yatırım fonu gibi ele aldığı söylenebilir.

### **3.DSYO Varlıklarının Saklanması**

DSYO varlıklarının bağımsız bir portföy saklama kuruluşunda saklanması gerekmektedir. AT düzenlemeleri, DSYO varlıklarının saklanmasını, yatırım fonları ile aynı hükümlere tabi tutmuş ve kesin bir zorunluluk getirmiştir. Ancak, Direktif’in 14. maddesinin 4. fıkrası çerçevesinde, üye ülkeler, hisse senetlerinin tamamı bir veya birden fazla borsaya kote olmuş ve bu borsalarda işlem gören DSYO’ları PSK zorunluluğundan muaf tutulabilecektir. Belli bazı şartlar altında, hisse senetlerinin en az %80’i borsada işlem gören DSYO’lar da PSK zorunluluğundan muaf tutulabilecektir.

---

<sup>13</sup> Yatırım Şirketleri Kanunu’nun 10.maddesinde şirket yönetim kurulu üyelerinin en az %40’ının bağımsız olması gerektiği hükme bağlanmıştır. Bu maddeye göre dışarıdan yönetim hizmeti alınmasına benzer bir durum bir başka noktada yeniden karşımıza çıkmaktadır.

ABD’de ICA’nın 17/b/f bendinde yatırım şirketlerinin sahip oldukları menkul kıymetlerle benzer yatırımlarını bir PSK’da saklamasının zorunlu olduğu belirtilmektedir.

#### **4.DSYO Paylarının Kayda Alınması**

Bu kısımda ABD örneği üzerinden gidilerek DSYO’ların kayda alınması prosedürü üzerinde durulacaktır.

ABD’de açık uçlu yatırım şirketleri kurucuları SEC tarafından içeriğine ilişkin esaslar belirlenen Form N-1A’yı SEC’ye teslim etmekte ve böylece hem yatırım şirketi olarak tescil başvurusu, hem de 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu çerçevesinde hisse senetlerinin kayda alınması başvurusunu birlikte yapmaktadırlar. SEC tarafından 30 gün içinde formun içeriğine itiraz edilmediği takdirde, formun mevzuata uygun olarak verildiği kabul edilmektedir.

İlk kayda alınma başvurusunda şirket için herhangi bir sermaye tutarı belirlenmesi zorunluluğu bulunmamakta ve herhangi bir kayda alma ücreti alınmamaktadır ([www.sec.gov/rules/final/33-7512f.htm](http://www.sec.gov/rules/final/33-7512f.htm), 2000: 4). Ancak Şirket’in hesap döneminin bitiminde verilen Form 24F-2 ile birlikte kayda alma ücreti ödenmektedir. Ücret oranı 1933 Menkul Kıymetler Kanunu’nun 6. bölümü çerçevesinde hesaplanmaktadır ve diğer menkul kıymetlerle aynıdır (Bu hükümler için bkz. **EK/4**). Kayda alma ücreti, önceki mali yıl içindeki net hisse senedi satışları üzerinden ödenmektedir. Net hisse senedi satış rakamına ulaşılırken, toplam hisse senetleri satışlarından toplam geri alımlar ve (Geri alımların hisse senedi satışlarından çok olduğu yıllarda gerçekleşen) önceki yıllardan kalan indirimde kullanılmamış geri alım tutarları indirilmektedir. Bu hesaplama aşağıdaki şekilde formüle edilebilir:

**Kayda Alma Ücreti** = [(Geçtiğimiz mali yıl içinde satılan hisse senetlerinin bedelleri toplamı - Geçtiğimiz mali yıl içinde geri alınan hisse senetleri bedelleri

toplama) - Daha önceki yıllarda geri alınmış ve indirimde kullanılmamış hisse senetleri bedelleri toplamı)]\*1933 Act b.6 uyarınca hesaplanan çoğaltan (2000'de 0,000264).

*Mutual fund* niteliğindeki Alliance All-Asia Investment Fund Inc. unvanlı açık uçlu yatırım şirketinin 2000 yılı için yapılan resmi kayda alma ücreti hesaplamaları örnek olarak EK/5'de sunulmaktadır (www.sec.gov/ Archives/ edgar/ data/ 930438/ 0000919574-00-000048.txt).

## **5.DSYO Pay Sahiplerinin Hakları**

### **a)Oy Hakkı ve “Eşit Oy Hakkı İlkesi”**

DSYO'ların yatırım fonlarına göre önemli bir farkı yatırım havuzuna katılanların pay sahibi sıfatını almaları ve diğer anonim şirket ortakları gibi oy hakkına sahip olmalarıdır.

ABD'de ICA'nın 18/i bendi ile “(Açık veya kapalı uçlu) bir yatırım ortaklığı tarafından çıkarılan tüm hisse senetlerinin oy hakkı veren hisse senedi olarak çıkarılmasının zorunlu olduğu ve bu oy hakkının diğer oy hakkı veren hisse senetleriyle eşit olacağını” hükme bağlanmıştır<sup>14</sup>. Buna “Eşit Oy Hakkı” ilkesi denilmektedir. Bu ilke, DSYO'larda sabit uzun vadeli portföye sahip olarak kurulan unit investment trust'lerden farklı olarak “Portföy yönetimi yapılan şirketlerde yöneticilerin aldıkları yatırım kararlarıyla pay sahiplerini riske soktuğu” gerekçesine dayandırılmaktadır (Frankel, 1999: c.3, 179).

Ayrıca, ICA'nın 18/f bendinde, açık uçlu yatırım ortaklıklarının imtiyazlı menkul kıymet çıkaramayacakları hükme bağlanmıştır.

---

<sup>14</sup> SEC, somut durumlarda verdiği kararlarla, yönetim kurulunu seçme yetkisine sahip imtiyazlı yatırım şirketi ortaklarının diğer şirket ortaklarıyla eşit oy hakkına sahip olduğunu belirtmekte ve bu durumda

İngiltere’de de DSYO pay sahiplerinin hakları diğer şirketlerin pay sahiplerinin haklarıyla aynıdır. Üstelik DSYO’larda genellikle, yatırım hedefleri ve fondan alınacak ücretler gibi ilave bazı konularda yapılacak değişikliklerin de ortaklar tarafından oylanarak kabul edilmesi gerekebilmektedir (Alexeeva, 2000: 31, Ayrıca bkz. FSA Düzenlemesi m.10.05).

AT düzenlemelerinde, oy hakkına ilişkin özel hükümler bulunmamaktadır. Öte yandan esas sözleşmeler ile bu konuda her şirketin farklı düzenleme getirmesi mümkün olabilir.

### **b)Genel Kurul Toplantıları**

ICA’da genel kurul toplantılarına ilişkin bir hüküm yoktur, ancak en azından yöneticiler hizmet verebilmek için seçilmek zorunda olduğundan, bir pay sahipleri toplantısı yapılması gerektiği sonucuna varılmalıdır (Frankel, 1999, c.3, 195). Ayrıca, ICA b.13’te, yatırım politikalarının, “oy hakkı sağlayan menkul kıymetlerinin çoğunluğu tarafından onaylanmadıkça” değiştiremeyeceği hükme bağlanmıştır. B.15 (a)’da da, bir kişinin, bir yatırım ortaklığına yatırım danışmanlığı yapabilmesi için, bu kişi ile şirket arasında yapılacak kontratın mevcut oy hakkı veren menkul kıymetlerin çoğunluğunun oyuyla onaylanması gerektiği belirtilmektedir. B.15/b’de yüklenim (underwriting) sözleşmesi için de benzer bir hüküm bulunmaktadır. B.32 (a)(2) yatırım şirketlerinin bağımsız denetçisinin seçiminin, ilk genel kurul toplantısında onay veya red için pay sahiplerinin seçimine sunulacağı belirtilmektedir. Sonuç olarak, ABD’de bir olağan yıllık genel kurul toplantısının yapılması için açık bir hüküm bulunmamakla birlikte, yukarıda belirtilen tüm konuların karara bağlanması için bir genel kurul toplantısının yapılması gerektiği anlaşılmaktadır<sup>15</sup>.

---

diğer şirket ortaklarının oy hakkına sahip olmadığı bir durumda yatırım şirketi ortağının oy hakkına sahip olduğu anlamı çıkarılamayacağını ifade etmektedir.

<sup>15</sup> ABD’de yatırım danışmanlarının, yetersayı olduğu halde, kendi yönetim hedeflerini gerçekleştirebilmek için, genel kurul toplantısını erteleme durumlarının ortaya çıkması üzerine SEC

### **c)Yöneticilerin Seçilmesi**

ICA b.16(a), pay sahiplerince seçilmedikçe bir kimsenin yatırım ortaklığı yöneticisi olarak görev yapmasını yasaklamaktadır. Yukarıda açıklanan B.18 (i)'de belirtilen "Eşit oy hakkı" ilkesi çerçevesinde de, yatırımcılar, oy haklarını kullanmak suretiyle yöneticileri seçeceklerdir.

### **d)Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesinin Onaylanması**

Bir yatırım ortaklığı, dışarıdan danışmanlık (veya yönetim hizmeti) alabilecektir. ICA b.15(a) çerçevesinde bu hizmet alımı, yazılı bir sözleşmeye dayanmak zorunda olup, bu danışman ile yapılacak sözleşme, şirketin oy hakkı veren menkul kıymetlerinin çoğunluğunun onayına tabi olacaktır (Frankel, 1999: c.3, 212). Aynı madde çerçevesinde, bu sözleşme iki yıldan daha uzun süreli olabilecek, ancak bu durumda, en azından yıllık olarak ortaklık yönetim kurulu veya şirketin oy hakkı veren menkul kıymetlerinin çoğunluğu tarafından onaylanmak zorunda olacaktır.

### **e)Bağımsız Denetçinin Seçimi**

ICA b.31 (a) uyarınca, yöneticiler tarafından bağımsız denetçi seçilecek, bu seçim (Yönetim kurulunun en az %40'ını oluşturması gereken) bağımsız yönetim kurulu üyeleri tarafından onaylanacak ve nihayet seçilen bağımsız denetçi ilk genel kurul toplantısında pay sahipleri tarafından onaylanacaktır. Bağımsız denetçinin seçimin pay sahipleri tarafından onaylanması hükmünün getirilmesinin gerekçesinde: "Bağımsız denetçinin yöneticiler değil pay sahipleri adına denetim yapmasının amaçlandığı" belirtilmektedir (Frankel 1999: 214).

---

1972 yılında bir düzenleme yapmış (Rule20a-4), ve yetersayı olduğu takdirde genel kurul toplantılarının ertelenmesini yasaklamış, ancak, yetersayı olduğu halde genel kurul toplantılarının ertelenmesinin uygun olduğu durumlar ileri sürülerek SEC'e eleştiriler getirilmesi üzerine, SEC bu düzenlemesini geri almıştır. Ancak böylece, SEC'nin, genel kurul toplantılarının ertelenebilmesi

## **f)Şirket Amaçlarının Değiştirilmesi**

ICA b. 8(b) uyarınca, bir yatırım ortaklığı önemli politikalarını (Agresif mi yoksa muhafazakar bir yatırım politikası mı izleyeceği, belli bir sektöre mi yatırım yapacağı gibi) kayda alma formunda belirtmek zorundadır ve bu politikalar, ancak toplam oyların çoğunluğu ile değiştirilebilecektir.

ICA b.13(a)(1) gereğince, ortaklık, (Yine kayda alma formunda belirtmek zorunda olduğu) faaliyet göstereceği KYK tipini, ancak toplam oyların çoğunluğunun kararı ile değiştirilebilecektir.

ICA, b.13(a)(2) uyarınca, (kayıt formunda belirttiği yatırım politikalarına öncelikle uygun olmak şartıyla) borç almak ve gayrimenkullerinin ve mallarının alım satımı işlerinde, toplam oylarının çoğunluğunun onayı gerekmektedir.

ICA b. 13(a)(4) uyarınca, şirketin yatırım ortaklığı olmasına son verecek bir değişiklikte, toplam oyların çoğunluğunun bu yönde kararı gerekmektedir.

## **6.Pay Sınıfları**

DSYO'lar, aynı yatırım havuzunu temsil eden farklı sınıfta paylar ihraç edebilmektedirler. Böylece, aynı fon farklı para birimleri ile ihraç edilebilmekte veya farklı pazarlar için farklı komisyonlar uygulanabilmektedir (Hewitt, 1998: 2). Böylece, örneğin, fon yöneticisi, elindeki "Amerikan Kamu Borçlanma Senetleri Portföyü"nü (A) sınıfı payları için %5 alım ve %2 satım komisyonu ile işlem yapmakta ve elde tutma komisyonu uygulamamakta, (B) sınıfı payları için ise alım ve satım komisyonu uygulamamakta ancak bir yıldan önce elinden çıkarmak isteyenlere geri dönüşte %10 elde tutma komisyonu uygulayabilmektedir. Yönetici böylece, aynı portföyün (A) sınıfını kısa vadeli, (B) sınıfını uzun vadeli yatırımcılara satabilecektir.

---

konusunu, yatırım danışmanlarının, genel kurul toplantısını, ancak şirketin yararına olduğu zaman

Bunun dışında aynı portföy, örneğin Amerika'da %6 alım komisyonu ile, Türkiye'de ise %2 alım komisyonu ile pazarlanabilir. Bu durumda ayrı pay sınıfları uygulanması gerekli değildir.

### **7.Şemsiye Tipi Olarak Kurulabilmesi**

Şemsiye tipi olma, çeşitli alt fonları veya portföyleri (Sub-funds) bünyesinde barındırma anlamına gelmektedir. ABD'deki açık uçlu yatırım ortaklığı tipi olan Mutual Fund'lar şemsiye tipi kurulmamakta, ancak Avrupa'daki açık uçlu yatırım ortaklıkları olan OEICs ve SICAV'lar şemsiye tipinde kurulmaktadır. Bu yapıda bir DSYO örneği olarak **EK/3**'de yer alan American Express Funds örneği incelenebilir.

Bu yapı, genel masrafların ortak paylaşımı ve ek alt-fonların kurulabilmesindeki, ayrı bir fon kurmaya göre kolaylık nedeniyle tercih edilmektedir (Hewitt, 1998:3).

### **8.DSYO Esas Sözleşmesine İlişkin Esaslar**

DSYO esas sözleşmesi, ancak pay sahiplerinin oylarıyla genel kurulda değiştirilebileceğinden, hangi hususların esas sözleşmede yer alması gerektiği büyük önem taşımaktadır. Türkiye'de mevcut yatırım fonlarının içtüzükleri, SPKr.'nce hazırlanan içtüzük standardı çerçevesinde, fonla ilgili –işlem saatlerine kadar- her türlü çalışma esaslarını içermektedir. Bu durum, içtüzüğün değiştirilmesindeki kolaylık (SPKr.'ndan izin ve TTSG'ye tescil) nedeniyle uygun olmakla birlikte, DSYO Esas Sözleşmesinin değiştirilmesinin genel kurul prosedürüne tabi olması karşısında, yurt dışındaki örneklerine de paralel olarak, esas sözleşmenin daha temel konulara ilişkin olarak hazırlanması, ancak her türlü bilgiye izahnamede yer verilmesi daha uygun olabilecektir. Bu durumda esas sözleşmede bulunması gereken asgari hükümlerin belirlenmesi önem taşımaktadır.

---

erteleyebilecekleri yönünde yorumladığı anlaşılmıştır (Frankel, 1999: c.3, 196).

İlgili düzenlemelerde genellikle esas sözleşmede bulunması gereken asgari hükümlere ilişkin ayrıntılı bir düzenleme bulunmamakla beraber, FSA Düzenlemesi m.2.01’de birkaç hüküm yer almaktadır. Buna göre DSYO esas sözleşmesi;

- a) Genel olarak pay sahiplerinin veya değişik sınıf pay sahiplerinin haklarını ihlal eden hükümler içeremez.
- b) Herhangi bir kanun veya düzenlemeye aykırı olarak bir payı elinde tutan bir pay sahibinin payının, geri alınmasına veya iptal edilmesine ilişkin prosedürü düzenlemelidir.
- c) Genel kurul toplantısında geçerli oyların basit çoğunluğuyla, süresi bitmeden bir fon yöneticisinin görevden alınabileceği hükmünü getirmelidir.

Ayrıca, FSA Düzenlemesi’nin 2.01/7 bendinde, FSA Düzenlemeleri ile DSYO’lara verilen tüm yetkilerin Esas sözleşmeyle kısıtlanabileceği hükme bağlanmıştır.



### C.DSYO Modelinin Diğer KYK Modelleriyle Karşılaştırılması

Aşağıdaki tabloda DSYO modelinin diğer açık uçlu KYK modelleriyle karşılaştırılması yer almaktadır:

<b>TABLO II</b>				
<b>DSYO Modelinin Diğer Açık Uçlu KYK Modelleriyle Karşılaştırılması<sup>16</sup></b>				
	<b>DSYO</b>	<b>TRUST</b>	<b>SÖZLEŞMEYE DAYALI FON</b>	<b>TÜRKİYE-YATIRIM FONLARI</b>
<b>HUKUKİ YAPI</b>	Şirket	Trust	Bireysel menfaatleri kolektif olarak temsil eden sözleşmesel havuz	Bireysel menfaatleri kolektif olarak temsil eden sözleşmesel havuz
<b>TABİ OLDUĞU HUKUK</b>	Şirketler hukuku, KYK'ler ve borsalarla ilgili mevzuat	Trust hukuku, KYK'ler ve borsalarla ilgili mevzuat	Sözleşme hukuku, KYK'ler ve borsalarla ilgili mevzuat	SPKn.'nun ilgili hükümleri, SPKr.'nun Yatırım Fonları Tebliği, Fon İçtüzüğü, Hüküm bulunmayan hallerde Borçlar Kanunu'nun ilgili hükümleri, portföyünde bulunan menkul kıymetlerle ilgili İMKB Mevzuatı
<b>İHRAÇ ETTİĞİ MENKUL KIYMET</b>	Hisse senedi	Birim (unit)	Katılma belgesi	Katılma Belgesi
<b>VARLIKLAR ÜZERİNDEKİ HAKLAR</b>	Fon varlığı ve ondan elde edilen gelir üzerinde, dolaşımda olan paylardan sahip olunan orana göre	Fon varlığı ve ondan elde edilen gelir üzerinde, dolaşımda olan birimlerden sahip olunan orana göre	Fon varlığı ve ondan elde edilen gelir üzerinde, sahip olunan katılma belgelerinin oranına göre	Fon varlığı ve ondan elde edilen gelir üzerinde, sahip olunan katılma belgelerinin oranına göre
<b>YATIRIMCININ STATÜSÜ</b>	Ortak	Yararlanıcı	Katılımcı	Katılımcı
<b>OY HAKKI</b>	Harhangi bir şirket ortağına ek olarak, KYK düzenlemeleri ile verilebilecek haklar	Trust sözleşmesine ek olarak KYK düzenlemeleri ile verilebilecek haklar	KYK düzenlemeleri ile verilebilecek haklar dışında yoktur.	Yoktur.
<b>GENEL KURUL TOPLANTILARI</b>	Yıllık olağan ve olağanüstü	Sadece olağanüstü	KYK düzenlemeleri ile olağanüstü genel kurul toplantısı öngörülmemişse yoktur.	Yoktur.
<b>YATIRIMCILARA KARŞI GÜVENE DAYALI SORUMLULUĞU OLAN</b>	Fon yöneticileri	Güvenilen Kuruluş (Trustee)	İçtüzükte düzenlenmemişse ve KYK düzenlemeleri ile öngörülmemişse yoktur.	Kurucu
<b>FON VARLIKLARINI ELİNDE TUTAN</b>	Portföy saklama kuruluşu	Güvenilen Kuruluş veya Güvenilen Kuruluş adına portföy saklama kuruluşu	İçtüzükte düzenlenmemişse ve KYK düzenlemeleri ile öngörülmemişse yoktur.	İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
<b>VARLIKLARIN KİMİN ADINA KAYITLI OLDUĞU</b>	DSYO veya DSYO adına portföy saklama kuruluşu	Güvenilen Kuruluş veya Güvenilen Kuruluş adına portföy saklama kuruluşu	Yönetim şirketi veya fon adına portföy saklama kuruluşu	Fon
<b>KURULUŞ DOKÜMANI</b>	Esas sözleşme	Trust belgesi veya sözleşmesi	Fon içtüzüğü	Fon İçtüzüğü
<b>İHRAÇ DOKÜMANI</b>	İzahname	İzahname	İzahname	İzahname

<sup>16</sup> Bu tablo Alexeeva, 2000:35 ve BMI Europe, 1999:1'den yararlanarak hazırlanmıştır.

DSYO modelinin, kapalı uçlu KYK (yatırım ortaklığı) modeliyle karşılaştırması ise aşağıdaki tabloda sunulmaktadır:

<b>TABLO III DSYO VE YATIRIM ORTAKLIĞI'NIN KARŞILAŞTIRMASI<sup>17</sup></b>		
<b>DSYO</b>	<b>YATIRIM ORTAKLIĞI</b>	<b>TÜRKİYE-YATIRIM ORTAKLIĞI</b>
Değişken sermaye	Sabit sermaye	Sabit Sermaye
Payları devamlı olarak ihraç eder ve geri alır	Sabit bir fiyattan ilk ihraç yapıldıktan sonra yeni payların ihracı ve varolanların geri alınması Şirket yetkili organının kararına bağlıdır.	Sabit bir fiyattan ilk ihraç yapıldıktan sonra yeni payların ihracı Şirket yetkili organının kararına bağlıdır. Varolan payların geri alınması TTK çerçevesinde mümkündür.
Hisse senetleri borsaya kote değildir ve fiyatı pay başına net aktif değerine eşittir.	Hisse senetleri borsaya kotedir, ikincil piyasada işlem görür ve değeri arz ve talebe göre belirlenir.	Hisse senetleri borsaya kotedir, ikincil piyasada işlem görür ve değeri arz ve talebe göre belirlenir.
Borçlanma imkanı çok sınırlıdır.	Genellikle geniş borçlanma imkanları vardır.	Borçlanma imkanı sınırlıdır.
İçeriden yönetilmesi için genellikle hukuki engel bulunmamakla birlikte uygulamada dışarıdan yönetilir.	Dışarıdan veya içeriden yönetilir.	Ortaklığın SPKn. çerçevesinde portföy işletmeciliği için yetki alması zorunludur, bunun dışında dışarıdan yönetim hizmeti de alabilir.
En yaygın açık uçlu KYK modelidir.	Çok sınırlı örnekler dışında tek kapalı uçlu KYK modelidir.	Tek kapalı uçlu KYK modelidir.

<sup>17</sup> Bu tablo Alexeeva, 2000: 41 ve BMI Europe, 1999:1'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

## §2.Avantaj ve Dezavantajları

### I.Avantajları

DSYO modelinin, yatırım fonları ile yatırım ortaklıklarının en iyi niteliklerini bir araya getiren bir sistem olduğu ifade edilmektedir (Harrison, 1999: 105). Bu modelin avantajları aşağıda sayılmaktadır:

a) Yatırım fonlarında, yatırımcı, *Girişimci*'ye (Promoter-ülkemizde *Kurucu*, yurtdışında ise *Yönetici* veya *Güvenilen Kuruluş-Trustee*) duyduğu güvenin bir sonucu olarak, yatırımlarını fon katılma belgelerine yöneltmekte, ancak yaptığı bu yatırımla ilgili olarak hiçbir şekilde söz sahibi olamamaktadır. DSYO'larda ise, kuruluş şirket yapısında olduğu için, yatırımcının oy hakkı (ve diğer ortaklık hakları) bulunmaktadır. Bu hak, yöneticinin, portföy saklama kuruluşunun, yönetim ilkelerinin ve ortaklıkla ilgili tüm önemli konuların genel kurulda karar bağlanmasını kapsamaktadır.

Ortaklık hakları, birçok kilit konuda, hem yatırımcının güvenini artırıcı bir rol oynamakta, hem de yatırımcılar, DSYO yönetimini, saklamasını, bağımsız denetimini yapan kuruluşların denetimini sağlayan yeni bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır.

b) Yatırım ortaklıkları da yatırımcılarına ortaklık haklarını vermektedir. Ancak bu ortaklıklar sabit sermayeli olmaları nedeniyle yatırımcılar, hem istedikleri anda yatırım havuzuna girememekte, hem de paylarını istedikleri anda satıp ortaklıktan ayıramamakta, bu da olumsuz bir faktör olmaktadır. Sabit sermayeli sistem, bir yatırımcının ortaklığa girmesini, diğer bir yatırımcının çıkmayı kabul etmesine, bir yatırımcının ortaklıktan ayrılmasını ise diğer bir yatırımcının ortaklığa girmeyi kabul etmesine bağlamakta, bu sistem de geniş kitleler için uygun düşmemektedir (Alexeeva, 2000:30) Oysa DSYO'lar, açık uçlu oldukları için yatırımcılara istedikleri anda yatırım havuzuna girip çıkma imkanı vermektedirler.

c) Yatırım ortaklıkları hisse senetleri borsada işlem görmekte ve alım-satım fiyatı borsada oluşan fiyat olmaktadır. Bu durumun sonucu, pay değeri, borsadaki dalgalanmalardan etkilenmekte ve ortaklıktan ayrılmak isteyen bir yatırımcı, payını net aktif değerine göre iskontolu satma ihtimaliyle karşı karşıya kalmaktadır. Oysa DSYO yatırımcısının borsayla ilgili hiçbir risk taşımasına gerek bulunmamaktadır. Payını pay başına net aktif değeri üzerinden nakde çevirebileceğinden net aktif değeri ile borsa fiyatı arasındaki fark ortadan kalkmaktadır (Harrison, 1999, 104).

d) DSYO'lar şemsiye yapılarıyla, bünyelerinde değişik yatırım amaçlarına sahip bir çok alt-fon bulundurabilmektedir. Bu yapı, uluslararası portföyler oluşturma ve bu portföyleri uluslararası pazarlama için idealdir. Örneğin bir DSYO bünyesinde, Amerikan Küçük Şirketler Hisse Senetleri Portföyü, Malezya Kamu Borçlanma Senetleri Portföyü, Türkiye Büyük Şirketler Hisse Senetleri Portföyü isimleriyle birçok alt fon bulunabilecektir. Bu fonlar, istenilen ülkede pazarlanabilecektir.

e) DSYO'nun şemsiye sisteminde, genel masrafların ortak paylaşımı sözkonusu olduğu gibi, birçok alt fon için tek bir kayda alma prosedürü izlendiğinden, *Girişimci* için bürokratik işlemler kolaylaşmakta ve maliyetler azalabilmektedir (Hewitt, 1998:3).

f) Özellikle gelişmiş bir KYK piyasasının bulunduğu ülkelerde, yatırımcılara fona giriş çıkışlarında alım-satım komisyonu uygulandığı görülmektedir. ABD Doları bazında %2-6 civarında olan bu komisyonlar, bazen fonun yıllık getirisinden bile yüksek olabilmektedir. Komisyon uygulaması ile özellikle uzun vadeli yatırımcının kısa vadeli giriş çıkışlara karşı korunması amaçlanmaktadır. DSYO'lar, şemsiyeleri altında bulundurdukları alt fonlar arası geçiş yapan yatırımcıyı bu alım satım komisyonlarını ödemekten kurtarmaktadırlar (BMI Europe, 1999, 1).

## **II.Dezavantajı**

DSYO'ların bir dezavantajı oy hakkının kullanımında ortaya çıkmaktadır. Önemli kararlar yatırım fonlarında kurucu tarafından tek başına, yatırım ortaklıklarında ise girişimcinin elinde bulunan çoğunluk hisseleri (veya imtiyazlı paylar) sayesinde genel kurulda kolayca alınmaktadır. DSYO'larda ise, birtakım kararların alınması genel kurul toplantılarında yatırımcıların onayına bağlı olacaktır. Bu durumda, gerekli katılımın sağlanamaması sonucu bu önemli kararların alınamaması sorunu ortaya çıkabilecektir.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **DEĞİŞKEN SERMAYELİ YATIRIM ORTAKLIĞI MODELİNİN TÜRK HUKUKU İÇİNDEKİ YERİ VE MEVZUAT DEĞİŞİKLİĞİ ÖNERİSİ**

#### **Ş1.DSYO Modelinin Türk Hukuku İçindeki Yeri**

Türk Ticaret Kanunu'nun 269.maddesine göre, anonim şirketin sermayesi muayyen (Belirli, belli, saptanmış) olmalıdır. Bu muayyenlik “esas sermaye”yi ifade etmektedir. Kayıtlı sermaye sistemi, bu muayyenliğe bir istisna ifade etmekten çok, yönetim kuruluna, genel kurul kararı olmaksızın, çıkarılmış sermayeyi belirlenen kayıtlı sermaye rakamına kadar artırma yetkisi vermektedir. Poroy (1997: 220), Ticaret Kanunu'nun sermayenin muayyen ve önceden tespit edilmiş olmasını aradığını ifade ederek, sermayenin muayyenliği ilkesinin şirket alacaklılarının haklarının korunması bakımından sorumlulukla ilgili bir çözüm olduğunu belirtmektedir. Öte yandan, Poroy, “Bir çeşit yatırım ortaklıklarında ise, sermaye ihtiyaca göre artar veya azalır: değişir sermaye.” diyerek DSYO modelinden kısaca söz etmektedir.

Türk hukukunda DSYO modeli düzenleme konusu yapılmamış olmakla birlikte, 30.07.1981 tarihinde yayınlanan 2499 sayılı SPKn.'nun gerekçesinde (5.Bölüm/b/1): “(Yatırım ortaklıkları) sabit sermayeli olarak kurulabildikleri gibi, sattıkları hisse senetlerini geri alacak şekilde değişken sermayeli olarak da kurulmaktadırlar.” denilmekle birlikte bu kanun ile sadece sabit sermayeli yatırım ortaklıkları düzenlenmiş, 1992 ve 1999 yılında yapılan değişikliklerle de değişken sermayeli tip yatırım ortaklıkları konusunda düzenleme yapılmamıştır.

## **§2. Ülkemiz Açısından DSYO Modelinin Avantaj ve Dezavantajları**

### **I. Avantajları**

#### **A. DSYO'nun Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıklarının Avantajlarını Taşıyan Bir Model Olması.**

Ülkemizde yatırım fonları, paylarının her zaman alım satıma açık olması ve geri alım fiyatının borsa dalgalanmalarından etkilenmemesi nedeniyle, yatırım ortaklıklarına göre avantaj sağlamış durumdadır. Öte yandan fonlar, yatırım ortaklıklarının tersine, yatırımcılarına, bir anonim şirket ortağının sahip olduğu, oy verme, genel kurula katılma, yöneticiyi, denetçiyi seçme gibi hakların hiçbirini sağlamamaktadır. Fonların işleyişi, yatırımcıların fon kurucusuna duyduğu güven esasına dayalı olarak sürdürülmektedir. Elbette, her türlü kolektif yatırım modelinde yatırımcının Girişimci'ye olan güveni, sistemin temelini oluşturmaktadır. Ancak, fonlarda, yatırımcının güvensizliğini ya da tereddütlerini gösterebileceği tek yol, payını geri satması olabilecektir.

Nitekim bu konu, ABD Kongresinde de tartışılmıştır. ABD'de ICA'nın yürürlüğe girdiği 1940'tan önce, yatırımcıların ciddi zararlara uğramalarının önemli bir nedeni olarak yatırım fonlarının yönetimini kontrol edememeleri gösterilmiş ve bunun üzerine ABD Kongresi, sektörün, "Yatırımcıların paylarını geri almak suretiyle oy kullandıkları" itirazını dikkate almayarak (Frankel, 1999: c.3, 178), açık uçlu yatırım ortaklıkları pay sahiplerinin, diğer şirketlerin pay sahipleriyle eşit oy hakkına sahip olacağını hükme bağlamıştır.

Sonuç olarak, DSYO modeli, b.3, §I.'de de belirtildiği üzere, hem yatırım fonlarının paylarının her zaman alım satıma açık olması ve geri alım fiyatının borsa dalgalanmalarından etkilenmemesi gibi (Açık uçlu olmasıyla ilgili) özelliklerini,

hem de yatırım ortaklıklarının, yatırımcılara ortaklık haklarını sağlama özelliğini bünyesinde toplayan karma bir modeli olarak karşımıza çıkmaktadır.

## **B. DSYO'larda Oy Hakkının Yatırım Ortaklıklarından Farklı Olarak Etkili Şekilde Kullanılabilmesi**

Ülkemizde yatırım ortaklıklarının çoğunluk hisseleri genellikle, piyasada bankacılık, sermaye piyasası aracılığı, portföy yöneticiliği gibi faaliyetlerle uğraşan *Girişimci*'nin elinde bulunmaktadır. Bu durumda yatırımcıların oy hakkı, kilit kararların alınmasında belirleyici olamayacak, ya da ancak *Girişimci*'nin de yatırımcılarla aynı tarafta yer almasıyla bu hakkın kullanımı sonucu etkileyebilecektir. Ayrıca genellikle *Girişimci*'nin yönetime ilişkin imtiyazlı paylara sahip olması sözkonusudur. DSYO'larda ise, *Girişimci*'nin ortaklık paylarının çoğunluğunu elinde tutması mümkün olmadığı gibi, imtiyazlı paylar da sözkonusu olmamaktadır. Yatırımcıların oy hakkı etkili şekilde kullanılabilir. Örnek vermek gerekirse, bağımsız denetçinin seçimi, yatırım ortaklıklarında yönetici tarafından yapılacak ve yine yöneticinin çoğunluk hisselerine sahip olduğu genel kurulda onaylanacaktır. DSYO'larda ise yatırımcılar, yöneticiyi kendi menfaatleri doğrultusunda denetlemesi için bir bağımsız denetçi seçeceklerdir.

## **C. DSYO'ların Şemsiye Tipi Kurulabilmesi**

### **1. Uluslararası Fon Yönetimi**

Ülkemizde bulunan portföy yönetim kuruluşları, genellikle iç piyasaya hizmet vermektedir. Oysa DSYO modeli, şemsiye yapıya sahip olması nedeniyle, tüm Dünyada, uluslararası portföyler oluşturma ve bu portföyleri uluslararası pazarlama için kullanılmaktadır. Bu model, hem Türkiye'de faaliyet gösteren portföy yönetim sektörünün –DSYO'lar kurmak suretiyle- yurtdışına açılması için uygun olabilecek, hem de yabancı portföy yöneticilerinin ülkemize yönelmesi için hukuki altyapı güçlendirilmiş olacaktır.



## **2. Sermaye Piyasasının Gelişimi**

Şemsiye yapı, ülkemizde klasik portföyler yanında KOBİ'ler, belli bir bölgede kurulan şirketler, girişim şirketleri hisse senetleri gibi yeni fon tiplerinin kolaylıkla kurulabilmesi, böylece hem bu kesimlere sermaye piyasasından kaynak aktarılması, hem portföy yönetim gelirlerinin artması hem de yatırımcılara değişik portföy alternatiflerine uzman portföy yöneticileri eliyle yatırım yapma imkanı sunulabilmesi açılarından yararlı olabilecektir.

## **3. Bürokratik İşlemlerin Kolaylaşması**

Kurucu, yatırımcılara sunmak istediği, değişik yatırım amaçlarına sahip her bir portföy için, ayrı bir fon kurmak durumundadır. Yatırım ortaklıklarında da *Girişimci* aynı durumdadır. Oysa DSYO modelinde, kurulacak tek bir şirket payları bir kez kayda alındıktan sonra, farklı yatırım amaçlarına sahip istendiği kadar alt-fon kurulabilecektir. Böylece, bürokratik işlemler kolaylaşacağı gibi, maliyetler de azalacaktır.

## **II.Dezavantajları**

### **A. Oy Hakkının Uygulamaya Geçirilmesi**

DSYO'nun önemli bir avantajı kabul edilen oy hakkı, yatırımcılar tarafından kullanılmadığı takdirde, bir avantaj olma özelliğini yitirecek, aksine düşük katılım nedeniyle genel kurul toplantılarında şirket açısından önemli kararların alınmaması böylece ortaklık faaliyetlerinin aksaması sorunuyla karşı karşıya kalılabilecektir.

Katılımın az olacağı düşüncesiyle (Kurul düzenlemeleriyle veya esas sözleşmeyle) düşük toplantı ve karar nisaplarının belirlenmesi durumunda ise, düşük katılımı alınacak kararlar pay sahiplerinin genelinin düşüncesini yansıtmayabilecek veya belli bir amaçla hareket eden küçük bir grup, yatırımcıların genel olarak çıkarlarına uygun düşmeyen bir kararın alınmasını sağlayabilecektir.

Bu sakıncanın ortadan kaldırılması için, ortaklık yönetimine, yatırımcıların genel kurula katılım oranını artıracak önlemleri alma yükümlülüğü verilebilir. Ayrıca İnternette ya da ATM'lerden duyuru yapılması gibi gelişen teknik imkanlardan da yararlanılabilir<sup>18</sup>.

## **B. Halen İşleyen KYK Modellerinin Varlığı**

Ülkemizde halen işleyen “Yatırım Fonu” ve “Yatırım Ortaklığı” modelleri varlığını sürdürmektedir. Bu anlamda DSYO modelinin ne kadar uygulama alanı bulabileceği düşünülebilir. Ancak bu model, en başta sürekli alım satıma açık olması ve geri alım fiyatının belli olması nedenleriyle yatırım ortaklıklarıyla rekabet edebilecek, iltihaki sözleşme ilişkisi yerine doğrudan şirket ortağı olma statüsü sunmasıyla da yatırım fonlarıyla rekabet edebilecektir. Bu noktada İngiltere'deki durum ülkemizdeki duruma çok benzemektedir. Bu ülkede 1997'ye kadar unit trust'lar ve sabit sermayeli yatırım ortaklıkları faaliyetlerini sürdürürken, 1997 yılında FSA, DSYO'lara ilişkin düzenleme yaparak bu modeli İngiltere Mevzuatı'na dahil etmiştir.

## **§2.Mevzuat Değişikliği Önerisi**

TTK'nın 269.maddesindeki sermayenin muayyenliği ilkesinin aşılabilmesi, normlar hiyerarşisine göre, ancak, bu ilkenin DSYO açısından geçerli olmadığı ilkesini içerecek bir kanun hükmüyle sözkonusu olabilecektir.

DSYO modelinin, diğer kollektif yatırım modellerinin düzenlendiği SPKn.'nda düzenlenmesi uygun olacaktır. Nitekim, SPKn.'nun 2. maddesinde, sermaye piyasası kurumlarının bu Kanun kapsamı içerisinde yer aldığı belirtilmekte, anılan Kanun'un 32. Maddesinde de, yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası kurumları arasında sayılmaktadır.

---

<sup>18</sup> İnternet veya ATM'ler kullanılarak oy verilmesi de sözkonusu olabilir. Bunun dışında elektronik sistemlerle birbirine bağlı birden fazla salonda genel kurul toplantısı yapılması da ele alınabilecek önlemler arasında yer alabilir. Ancak bu önlemler için elektronik imza gibi bazı genel düzenlemelerle hukuki altyapının oluşturulması gerekebilecektir.

Ayrıca, SPKn.'nin "Çerçeve Kanun" özelliğini taşıması nedeniyle. DSYO'lara ilişkin olarak da Kanun'un geneline paralel olarak çerçeve hükümlerin getirilerek Kurul'a yetki tanınması, sermaye piyasasının gelişen koşullarına uyum sağlanması açısından yerinde olacaktır. Konunun ayrıntıları SPKr. Tarafından tebliğlerle düzenlenebilecektir.

Sonuç olarak, 4487 ve 3794 sayılı kanunlarla değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun, yatırım ortaklıklarının kuruluş ve faaliyet esaslarını düzenleyen 36.maddesinden sonra gelmek üzere, aşağıdaki maddelerin eklenmesi önerilebilir:

**Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları**

**MADDE 36/a** – Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde, sermaye piyasası araçları, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan, esas sözleşmesi uyarınca sermayesinin her zaman net aktif değerine eşit olduğu anonim ortaklıklardır. Bu portföyler müstakilen bu unsurlardan oluşabileceği gibi, karma da olabilir.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, her biri 1'inci fıkrada belirtilen esaslar çerçevesinde oluşturulacak ayrı bir portföyü içeren birden fazla alt fonu yönetmek üzere kurulabilir. Buna ilişkin esaslar Kurul'ca düzenlenir.

Türk Ticaret Kanunu'nun sermayenin muayyenliğine ilişkin hükümleri, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları için uygulanmaz.

**Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet Şartları**

**MADDE 36/b** – Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına kuruluş ve faaliyet izni verilebilmesi için;

- a) Anonim ortaklık şeklinde kurulmaları,
- b) Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,
- c) Ticaret ünvanlarında "Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması,
- d) Esas sözleşmelerinin bu Kanun hükümlerine uygun olması,
- e) Kurucularının müflis olmadığının veya yüzkıztartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının tespit edilmiş olması,

gerekir.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, Kurul'ca belirlenebilecek limitler dahilinde ve esas sözleşmesinde aksine bir hüküm olmadığı takdirde, Kurul'ca belirlenecek esaslar dahilinde her zaman hisse senetlerini ihraç edebilir ve pay sahibinin talebi üzerine geri alabilir.

Kurul,

a) Ortaklıkların ve barındıracakları alt fonların kuruluşu, asgari sermayesi, alt fon türleri itibariyle portföylerinde bulundurabilecekleri kıymetleri ve portföy sınırlamaları, değerlendirme esasları, karın tespit ve dağıtımını ile faaliyet ve yönetim ilkelerini, birleşmelerini, sona ermelerini ve tasfiyesini,

b) Ortaklık esas sözleşmesini, yönetim ve saklama sözleşmelerinin düzenlenmesini, kapsamını, değiştirilmesini, tescil ve ilanını, hisse senetlerinin değerine, ihraç ve geri satın alma fiyatlarının hesaplanmasına ve ilanına, alım satım ilkelerine ilişkin esasları,

belirler.

Ortaklık yöneticisi veya saklama kuruluşunun iflası halinde Kurul gerekli tedbirleri almaya yetkilidir.

## SONUÇ

Bu çalışmada, kollektif yatırım modellerine ilişkin AT ve ülkemiz Düzenlemelerinin karşılaştırılması ve AT düzenlemelerinde bulunan ancak ülkemizde düzenlenmemiş DSYO modelinin gerek hukuki açıdan gerekse avantaj ve dezavantajlarıyla değerlendirilerek öneride bulunulması amaçlanmıştır.

Varılan sonuçlar aşağıda sunulmaktadır:

a) Temelde dört tip KYK bulunmaktadır:

- ❖ Sözleşmeye dayalı KYK'ler (Türkiye'deki yatırım fonları gibi)
- ❖ Trust hukukuna göre kurulan KYK'ler (Türkiye'de örneği bulunmayan, Anglo-Sakson ülkelerindeki *unit trust*'lar gibi)
- ❖ Şirket tipi açık uçlu KYK'ler (Türkiye'de örneği bulunmayan, DSYO'lar ve ABD'de kurulu *mutual fund*'lar gibi)
- ❖ Şirket tipi kapalı uçlu KYK'ler (Türkiye'deki yatırım ortaklıkları gibi)

b) AT'de açık uçlu KYK'lere ilişkin temel düzenleme 1985 yılında çıkarılan 85/611 sayılı Direktif'tir. Bu Direktif ile, Şirket tipi, trust tipi ve sözleşmeye dayalı açık uçlu KYK'ler düzenleme konusu yapılmıştır. Kapalı uçlu KYK'ler konusunda ise AT Düzenlemesi ile standart getirilmemiştir. Bu durumda, üye ülkeler, kapalı uçlu KYK'lere ilişkin istedikleri kapsamda düzenleme yapabileceklerdir.

c) Anglo-Sakson Hukuk Sistemi'nin geçerli olduğu ülkelerde yatırım fonları trust hukukuna göre, Kıta Avrupası Hukuk Sistemi'nin geçerli olduğu ülkelerde ise sözleşme hukukuna göre kurulmaktadır.

d) Hukuken Türkiye'deki yatırım fonlarının muadili, Trust hukukuna göre ABD ve İngiltere'de kurulan *unit trust*'lar değil, Kıta Avrupası'nda kurulan sözleşmeye dayalı (Contractual) fonlardır.

e) Fonların yönetimi açısından AT ve Türkiye arasındaki fark şudur: AT'de fon yönetim şirketleri sadece yatırım fonlarının portföyünü yönetebilmektedir. Türkiye'de ise fon yönetmeye yetkili kuruluşlar, fonlar dışında her türlü kurumsal ve bireysel portföyü yönetebilmektedir. Türkiye piyasasının henüz gelişmekte olduğu

dikkate alınarak Şu aşamada ayrı bir fon yönetim Şirketi kurma zorunluluğu getirmeye gerek bulunmadığı düşünölmektedir.

f) Fon varlıklarının saklanması açısından AT ve Türkiye arasındaki fark Şudur: AT’de fon varlıklarının emanet edildiği kurum, saklama sorumluluğunun yanında, fon işlemlerinin kurallara uygunluğundan da sorumludur. Türkiye’de de bu sorumluluğu da taşıyan ‘‘Portföy Saklama Kuruluşları’’nın kurulması uygun olacaktır. 4487 sayılı Kanun’la SPKn.’da yapılan değişiklik ile, ‘‘Portföy Saklama Kuruluşları’’ diğer sermaye piyasası kurumları arasında sayılmıştır. Bu hususa ilişkin Yatırım Fonları Tebliği’ne yeni hükümler eklenerek konu düzenlenebilir.

g) Bu iki fark dışında kolektif yatırım modelleri açısından AT ve Türkiye düzenlemeleri arasında önemli bir fark bulunmamaktadır.

h) AT’de ayrıca, Türkiye’de bulunmayan DSYO modeli düzenlenmiştir.

i) Bu model, ABD’de kurulan *mutual fund*’larla (Şemsiye tipi kurulabilmesi dışında) aynı niteliktedir.

j) DSYO, klasik tip yatırım ortaklığının hisse senetlerini yatırımcılar talep ettiği an ihraç eden ve yine yatırımcılar istediği an geri alan (Açık uçlu) versiyonudur.

k) Bu modelin bir özelliği de bir *Ana-Fon* altında bir çok *Alt-Fon* barındıran *Şemsiye Tipi* olarak kurulabilmesidir.

l) DSYO modeli, hem yatırım fonlarının paylarının her zaman alım satıma açık olması ve geri alım fiyatının borsa dalgalanmalarından etkilenmemesi gibi (Açık uçlu olmasıyla ilgili) özelliklerini, hem de yatırım ortaklıklarının, yatırımcılara ortaklık haklarını sağlama özelliğini bünyesinde toplayan karma bir model olarak karşımıza çıkmaktadır.

m) DSYO yatırımcıları oy haklarını kullanmak suretiyle, DSYO’nun yönetimini, saklamasını, bağımsız denetimini yapan kuruluşların denetimini sağlayabileceklerdir.

n) DSYO modelinde, yatırım ortaklıkları gibi, payların çoğunluğuna veya imtiyazlı paylara sahip bir büyük ortak bulunmadığı için, oy hakkı etkili bir şekilde kullanılabilir.

o) DSYO'ların şemsiye yapıları, uluslararası portföyler oluşturma ve bu portföyleri uluslararası pazarlamayı kolaylaştırmakta, ayrıca birçok alt fon için tek bir kayda alma prosedürü izlendiğinden, *Girişimci* için bürokratik işlemler kolaylaşmakta ve maliyetler azalmaktadır.

p) Ülkemizde bu model, klasik portföyler yanında "KOBİ Hisse Senetleri", "Belli Bir Bölgede Kurulan Şirketler Hisse senetleri", "Girişim Şirketleri Hisse Senetleri" gibi yeni fon tiplerinin kolaylıkla kurulabilmesi, böylece hem bu kesimlere sermaye piyasasından kaynak aktarılması, hem portföy yönetim gelirlerinin artması hem de yatırımcılara değişik portföy alternatiflerine uzman portföy yöneticileri eliyle yatırım yapma imkanı sunulabilmesi açısından yararlı olabilecektir.

q) Öte yandan, DSYO'larda, yatırımcıların onayına bağlı önemli kararların genel kurul toplantılarına düşük katılım nedeniyle alınamaması sorunu ortaya çıkabilecektir.

r) Bu sakıncanın ortadan kaldırılması için, ortaklık yönetimine, yatırımcıların genel kurula katılım oranını artıracak önlemleri alma yükümlülüğü verilmeli, ayrıca İnternette ya da ATM'lerden genel kurul duyurusu yapılması gibi gelişen teknik imkanlardan da yararlanılması sağlanmalıdır.

s) DSYO modelinin Türkiye'de uygulanması TTK'nın sermayenin belirli olması ilkesine kanunla istisna getirilmesini gerektirmektedir.

t) DSYO'lara ilişkin kanuni düzenlemenin, diğer sermaye piyasası kurumlarının düzenlendiği SPKn.'nda yapılması uygun olacaktır.

## KAYNAKÇA

### Kitaplar

ALEXEEVA, Ekaterina ve başk.

2000 Managing Collective Investment Funds, Cadogan Financial, Londra, İngiltere.

ANDERSON, Seth C. ve BORN, Jeffrey A.

1992 Closed-end Investment Companies- Issues and Answers, Kluwer Academic Publishers, Norwell, Massachusetts, ABD.

ÇITAK, Serdar ve AKBULAK, Yavuz

1990 İnançlı Mülkiyet İlkesi ve Menkul Kıymet Yatırım Fonları Açısından İncelenmesi, Yayınlanmamış SPK Araştırma Raporu, Ankara.

DRAPER, Paul

1989 The Investment Trust Industry in the UK: an Emprical Analysis, Gower Publishing Company Limited, Hampshire, İngiltere.

EMPEL, Martijn Van

2000 Financial Services and EC Law, Materials and Cases, Kluwer Amsterdam Financial Series.

ESER, Rüya ve FITAROĞLU, Bahşayış

2000 Avrupa Topluluğu'nda Sermaye Piyasası ile İlgili Düzenlemeler ve Türk Mevzuatı'nın Durumu, Yayınlanmamış SPK Araştırma Raporu, Ankara.

FRANKEL, Tamar

1978 The Regulation of Money Managers, Aspen Publishers Inc., ABD.

1999 Supplement, Aspen Publishers Inc., ABD.

GÜRSOY, Kemal Tahir,  
1977 Mukayeseli Hukukda, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü yy., Ankara.

HARRISON, Debbie  
1999 Personel Financial Planner, Financial Times Pitman Publishing, Londra, İngiltere.

...

2000 Investment Company Institute 2000 Fact Book, www.ici.org.

LOESCH, WOLTER

1997 Undertakings for Collective Investment, Lüksemburg.

ÖZSUNAY, Ergun,

1968 Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler, Cezaevi Matbaası, İstanbul.

POROY, Reha ve başk.

1997 Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul.

REİSOĞLU, Seza

1982 Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Bankalar, Aracılık Faaliyetleri, Yatırım Fonları, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara.

SOYDEMİR, Selim

1986, ABD, İsviçre, Kore ve Türk Hukuku'nda Yatırım Fonları ve Para Piyasası Fonlarının Türkiye'de Olabilirliği, Yayınlanmamış SPK Yeterlik Etüdü, Ankara.



TEKİNALP, Gülören ve başk.

1997 Avrupa Birliği Hukuku, Beta Basım yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul.

VURAL, Güven

1985 Yatırım Ortaklıkları, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi yy., Ankara.

TURANBOY, Asuman,

1998 Varakasız Kıymetli Evrak, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Ankara.

YASAMAN, Hamdi,

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

### **Makale**

YASAMAN, Hamdi,

Kasım 1986 “Yatırım Fonlarının Hukuki Niteliği ve Katılma Belgesi Sahiplerinin Hakları”, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, İstanbul.

### **İnternet Siteleri**

1998, <http://www.aima.org/aimasite/articles/Dec98/oeics.htm>

<http://www.bmieurope.com/investment/oeics.html>

2000, <http://www.sec.gov>

2000, 30.05.2000, COM (2000), Proposal of Commission, <http://europe.eu.int>

2000, The Financial Services (Open-ended Investment Companies) Regulations 1997, <http://www.fsa.gov.uk>

**30.05.2000 tarih ve COM (2000) sayılı Komisyon Direktif Değişiklik  
Önerisi ile Fon Yönetim Şirketlerine İlişkin Getirilen Değişiklikler**

a) Yönetim şirketinin kayıtlı merkezinin bulunduğu ülkedeki yetkili otorite tarafından verilecek resmi onay, tüm üye ülkeler için geçerlidir.

b) Yetkili otorite, yönetim şirketini onaylarken, sadece itibar ve deneyime göre değil, itibar ve deneyim yanında, yönetim şirketleriyle ilgili tüm önkoşullar çerçevesinde değerlendirme yapacaktır.

c) Yönetim şirketi KYK'nin yönetiminden başka bir işle uğraşamaz ancak,

- Direktif kapsamına girmeyen ve üye ülkelerde satışı yapılamayacak KYK'lerin yönetimiyle uğraşabilir.
- Üye ülkeler, yönetim şirketlerinin yatırımcılar tarafından isteğe bağlı olarak verilen emirler çerçevesinde, her bir müşteri bazında, emeklilik fonları tarafından sahip olunanlar dahil, yatırım portföylerinin yönetimi ile uğraşmasına izin verebilirler. (Ancak bu portföyler Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin Ek'inin (B) bölümünde sayılan menkul kıymetlerden oluşmalıdır. Bu Direktif'in Ek'inin (B) bölümünde aşağıdaki menkul kıymetler sayılmaktadır:

-devredilebilir menkul kıymetler

-KYK payları

-Para piyasası araçları

-Finansal vadeli işlem sözleşmeleri

-Faiz oranına dayalı forward sözleşmeleri

-Faiz oranı, döviz ve hisse senedi swapleri

-Döviz ve faiz oranları ile birlikte, yukarıda sayılan araçlar için yapılan alım ve satım opsiyonları)

- Asıl hizmet olarak ele alınmamak kaydıyla, yukarıda sayılan menkul kıymetlere ilişkin yatırım danışmanlığı,
- Yine asıl hizmet olmaması kaydıyla, yönettiği KYK'lerin paylarının saklanması ve idaresi.

Yönetim şirketi, yatırım portföylerinin yönetimi için yetkilendirilmeden, diğer iki husus için yetkilendirilemeyecektir.

d) Yönetim şirketinin 125.000 Euro başlangıç sermayesi olmalıdır.(Eğer şirketin, devredilebilir menkul kıymetler dışındaki araçlara yatırım yapan KYK'leri yönetiyorsa, yönetimi altındaki UCITS portföyünün %0,05'i kadar (en fazla 10 milyon Euro) sermaye daha eklenir.

e) Eğer yönetim şirketi yukarıda belirtilen yatırım portföylerinin yönetimini yapıyorsa, 125.000 Euro daha sermaye eklenir (Eğer yönetim şirketinin elinde müşteri nakit veya menkul kıymetlerini tutuma yetkisi yoksa üye ülkeler 50.000 Euro'ya kadar bunu indirebilir.).

f) Yönetim şirketinin yöneticilerinin en az ikisi, UCITS yönetimi konusunda iyi itibara ve yeterli deneyime sahip olmalıdır.

g) Başvuru sahibi, eksiksiz bir başvuru yapıldıktan sonra altı ay içinde başvurunun kabul edilip edilmediği konusunda bilgilendirilmek zorundadır. Red, gerekçeli olmak zorundadır.

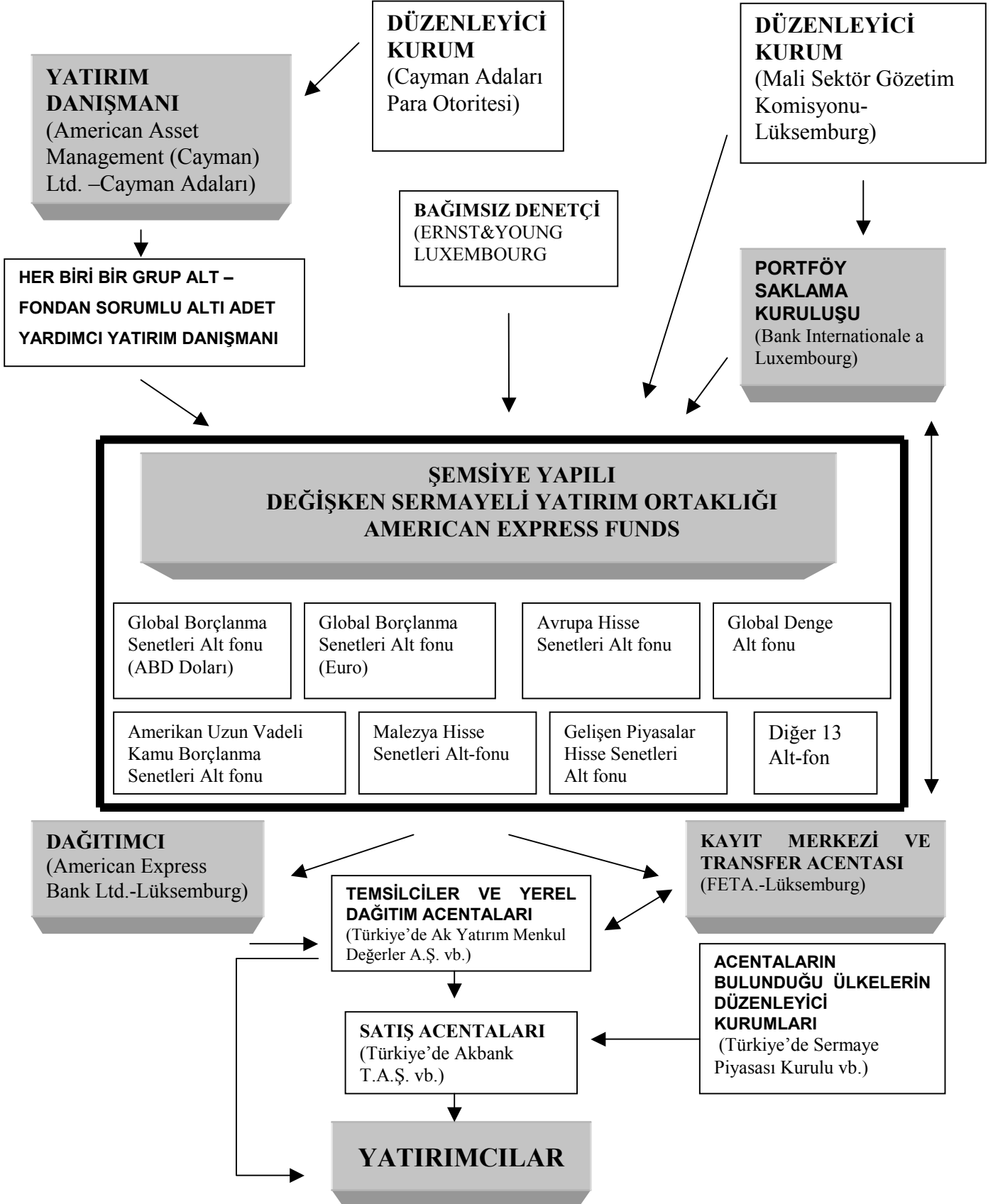
h) Yetkili otoriteler, ülkelerinde kurulu yönetim şirketlerinin, KYK varlıklarının yönetiminin fon içtüzüğü veya esas sözleşmeye uygun olarak yapıldığını kontrol edecek iç denetim mekanizmalarına sahip olmalarını sağlayacaklardır.

i) Yönetim şirketleri, birlikte çalıştıkları PSK'ların portföylerini yönetemez.

Üye ülkeler, yukarıda belirtilen şartlara ek başka şartlar arayabileceklerdir.

<b>TABLO</b> <b>AT ve Türkiye Düzenlemelerinin Karşılaştırılması (Eser ve Fıratoğlu, 2000:52)</b>		
	<b>AT</b>	<b>Türkiye-Açık Uçlu</b>
Yatırım Araçları	Menkul kıymetler	Menkul kıymetler ile altın ve diğer kıymetli madenler
KYK Yapısı	Unit trust, sözleşmeye dayalı fon ve DSYO	Sözleşmeye dayalı
Yönetim ilkeleri	Fon yönetim şirketi fon portföyü dışında portföy yönetemez	Fonların portföyünü yöneten kurumlar bireysel ve kurumsal portföyler yönetebilirler.
Yatırım Politikaları	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Tek bir ihraççı tarafından çıkarılan menkul kıymetler fon aktiflerinin %5'ini geçemez (Üye devletler bazı istisnalar getirebilir-bu sınır %10'a çıkabilir. Bu durumda bu tip menkul kıymetlerin toplam tutarı aktiflerin %40'ını geçemez)</li> <li>❖ Yönetici şirket ihraççı şirketin yönetiminde etkin rol oynayabileceği şekilde oy hakkı veren hisse senetlerini ele geçiremez.</li> <li>❖ Fonlar: <ul style="list-style-type: none"> <li>-Tek bir ihraççıya ait oy hakkı vermeyen hisse senetlerinin %10'undan,</li> <li>-Tek bir ihraççının sabit getirili menkul kıymetlerinin %10'undan,</li> <li>-Direktif kapsamına giren diğer kollektif yatırım kuruluşlarının katılma belgelerinin %10'undan fazlasını ele geçiremez. (Devlet garantisi ile veya uluslararası kuruluşlar tarafından ihraç edilen menkul kıymetler için bu sınırlar uygulanmayabilir.)</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Tek bir ortaklık tarafından çıkarılan menkul kıymetler fon portföyünün %10'unu geçemez (Kamu menkul kıymetleri için bu sınır uygulanmaz)</li> <li>❖ Bir fona ihraççı şirkette oy haklarının %9'undan fazlasını saplayacak hisse senedi alınmaz.</li> <li>❖ Bir yöneticinin yönetimindeki bir kurucuya ait fonlar toplu olarak hiçbir ortaklığın %20'sinden fazla sermaye veya oy hakkına sahip olamaz.</li> <li>❖ Portföye kurucunun ve yöneticinin hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetleri alınmaz.</li> <li>❖ Kurucu ve yöneticinin %10'dan fazla pay sahibi olduğu kuruluşlar ve diğer yöneticilerin ayrı veya toptan %20'den fazla paya sahip olduğu kuruluşların hisse senetleri portföyün %20'sini aşamaz.</li> <li>❖ Açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapılamaz.</li> </ul>
Kamuyu aydınlatma	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ İzahname (Fon tüzüğü veya Şirket esas sözleşmesi ile birlikte)</li> <li>❖ Yıllık rapor (4 ay içinde yayınlanır.)</li> <li>❖ Altı aylık rapor (2 ay içinde) hem yatırımcılara hem de yetkili otoritenin bilgisine sunulur.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Fon içtüzüğü kuruluşta, günlük raporlar takip eden işgünü Kurul'a, aylık raporlar takip eden 15 gün içinde Kurul ve yatırımcılara bildirilir.</li> <li>❖ Yıllık rapor (3 ay içinde yayınlanır).</li> <li>❖ Altı aylık rapor (5 hafta içinde) Kurul'a gönderilir ve yatırımcıların bilgisine sunulur.</li> </ul>

EK/3



### **ABD’de Kayda Alma Ücreti Hakkında Mevzuat**

ABD’de kayda alma ücreti, açık uçlu yatırım ortaklıkları dahil, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu’nun (Securities Act of 1933) 6. bölümü çerçevesinde hesaplanmaktadır. Bu bölüm çerçevesinde kayda alma ücreti, iki kısma ayrılmıştır ve iki kısım ayrı ayrı hesaplanmaktadır.

6. bölümün b/3 bendine göre: 1.ücret oranı; 2007 yılına kadar 200/1.000.000, 2007 yılından itibaren 67/1.000.000 olacaktır.

6. bölümün b/4. bendine göre, 2.ücret oranı aşağıdaki gibi olacaktır:

<b>1998</b>	:	95	/1.000.000
<b>1999</b>	:	78	/1.000.000
<b>2000</b>	:	64	/1.000.000
<b>2001</b>	:	50	/1.000.000
<b>2002</b>	:	39	/1.000.000
<b>2003</b>	:	28	/1.000.000
<b>2004</b>	:	9	/1.000.000
<b>2005</b>	:	5	/1.000.000
<b>2006 ve takip eden yıllar</b>	:	0	/1.000.000

Her iki ücret birarada alınacaktır.

**Örnek:** 2000 yılında kayda alma ücreti oranı=

$200/1.000.000+64/1.000.000 =264/1.000.000$  (0,000264) olacaktır.

**ABD'DE KAYDA ALMA ÜCRETİNİN HESAPLANMASI ÖRNEĞİ**

<b>TABLO</b>		
<b>ABD'DE AÇIK UÇLU YATIRIM ŞİRKETLERİ İÇİN KAYDA ALMA ÜCRETİNİN HESAPLANMASI ÖRNEĞİ (ABD Doları)</b>		
<b>Şirket Adı</b>	<b>:</b>	<b>Alliance All-Asia Investment Fund Inc.</b>
<b>Yıl</b>	<b>:</b>	<b>2000</b>
A. Geçtiğimiz mali yıl içinde satılan hisse senetlerinin bedelleri toplamı	:	114.287.371
B. Geçtiğimiz mali yıl içinde geri alınan hisse senetleri bedelleri toplamı	:	59.742.849
C. Daha önceki yıllarda geri alınmış ve SEC tarafından indirimde kullanılmamış hisse senetleri bedelleri toplamı	:	9.670.422
D. İndirimde kullanılacak toplam geri alımlar(D=B+C)	:	69.413.271
E. Net satışlar (E=A-D)	:	44.874.100
F. Gelecek mali yıllarda indirimde kullanılabilecek geri alım tutarı	:	0
G.1933 Act b.6 uyarınca hesaplanan çoğaltan	:	0,000264
H. Kayda alma ücreti (H=G*E)	:	11.846,76
I.Faiz tutarı (Mali yılın bitiminden sonra 90 gün içinde formun verilmemesinden dolayı tahakkuk ettirilen gecikme faizi)	:	0
İ.Toplam kayda alma ücreti (H+I)	:	11.846,76