



**T.C.
ERCIYES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**HUKUKİ AÇIDAN MENKUL KIYMET YATIRIM
ORTAKLIKLARI VE BORSADA İŞLEM GÖREN
YATIRIM FONLARI**

**Hazırlayan
Nilüfer ÖZER ŞEKER**

**Danışman
Prof. Dr. Burak ADIGÜZEL**

Doktora Tezi

Şubat 2026, KAYSERİ

**T.C.
ERCIYES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**HUKUKİ AÇIDAN MENKUL KIYMET YATIRIM
ORTAKLIKLARI VE BORSADA İŞLEM GÖREN
YATIRIM FONLARI**

(Doktora Tezi)

**Hazırlayan
Nilüfer ÖZER ŞEKER**

**Danışman
Prof. Dr. Burak ADIGÜZEL**

Şubat 2026, KAYSERİ

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

Nilüfer ÖZER ŞEKER





**T.C.
ERCIYES ÜNİVERSİTESİ**

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Anabilim Dalı : Özel Hukuk
Program Adı : Doktora
Tez Başlığı : Hukuki Açıdan Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ve Borsada İşlem Gören Borsa Yatırım Fonları

Yukarıda bilgileri verilen tez çalışmasının a) Giriş, b) Ana bölümler ve c) Sonuç kısımlarından oluşan (Kapak, Ön söz, Özet, İçindekiler ve Kaynakça hariç) toplam sayfalık kısmına ilişkin 16.02.2026 tarihinde **Turnitin** intihal programından aşağıda belirtilen filtreleme uygulanarak alınmış olan özgünlük raporuna göre tezin benzerlik oranı: **% 28'** dir.

Filtrelemeye **alıntılar dahil** edilmiştir. Filtrelemede **yedi (7) kelimeden daha az** örtüşme içeren metin kısımları hariç tutulmuştur.

Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez İntihal Raporu Uygulama Esaslarını inceledim ve bu uygulama esaslarında belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmasının herhangi bir intihal içermediğini, aksinin tespit edilmesi durumunda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini bilgilerinize arz ederim. 16.02.2026

Danışman

Prof. Dr. Burak ADIGÜZEL

Hazırlayan

Nilüfer ÖZER ŞEKER

KILAVUZA UYGUNLUK

“Hukuki Açıdan Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ve Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları” başlıklı Doktora Tezi, Erciyes Üniversitesi Lisansüstü Tez Önerisi ve Tez Yazma Yönergesine uygun olarak hazırlanmıştır.

Hazırlayan

Nilüfer ÖZER ŞEKER

Danışman

Prof. Dr. Burak ADIGÜZEL

Özel Hukuk ABD Başkanı

Prof. Dr. Murat Doğan

KABUL VE ONAY TUTANAĞI

Prof. Dr. Burak ADIGÜZEL danışmanlığında **Nilüfer ÖZER ŞEKER** tarafından hazırlanan “**Hukuki Açıdan Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ve Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları**” adlı bu çalışma jürimiz tarafından Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü **Özel Hukuk** Anabilim Dalı’nda **Doktora** tezi olarak kabul edilmiştir.

30/12/2025

JÜRİ:

Danışman : **Prof. Dr. Burak ADIGÜZEL**

Üye : **Prof. Dr. Murat Doğan**

Üye : **Doç. Dr. Burçak Yıldız**

Üye : **Doç. Dr. Özlem İlbasmış Hızlısoy**

Üye : **Dr. Öğr. Üyesi Buket Çatakoğlu Aydın**

ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulu'nun /.... /..... tarih ve sayılı kararı ile onaylanmıştır.

..... /..... /

Prof. Dr. Atabey KILIÇ

Enstitü Müdürü

HUKUKİ AÇIDAN MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI VE BORSADA İŞLEM GÖREN YATIRIM FONLARI

Nilüfer ÖZER ŞEKER

Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

Doktora Tezi, Şubat 2026

Danışman: Prof. Dr. Burak ADIGÜZEL

ÖZET

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve borsa yatırım fonları (BYF), yatırımcı güveninin sağlanması ve sermaye piyasalarının kurumsallaşması açısından önemli bir rol oynamaktadır. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, anonim ortaklık statüsünde olup sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyleri pay karşılığında yatırımcılara sunarak ortaklık ilişkisi kurar. BYF’ler ise borsada işlem gören, yüksek likiditeye ve anlık değerlendirme özelliğine sahip yatırım fonlardır. Bu fonlar geleneksel fonlardan farklı olarak, menkul kıymetlerle klasik fonlar arasında geçiş niteliği taşır.

Bu tez çalışmasında, öncelikle menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve BYF’lerin tarihsel gelişimi, hukuki dayanakları, kuruluş süreçleri, portföy yönetimi ilkeleri ve yatırımcı ilişkileri detaylı şekilde ele alınmıştır. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK) başta olmak üzere, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) düzenlemeleri temel alınarak değerlendirilmeler yapılmıştır. Hukukumuzda yeni sayılabilecek bir yapı olan değişken sermayeli yatırım ortaklıkları hakkında literatürde yer alan kaynaklar çerçevesinde incelemelerde bulunulmuştur. BYF’lerle ilgili olarak “*katılma payı*” kavramı öğretide yer alan görüşler doğrultusunda açıklanmaya çalışılmıştır. Ayrıca BYF’ler açısından sona erme konusu, karşılaştırmalı hukuk yöntemiyle Avrupa Birliği’nin Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) ve Alternative Investment Fund Managers (AIFMD) direktifleri, ABD’deki Investment Company Act (1940, ICA), Almanya’daki Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) ve İsviçre’deki Collective Investment Schemes Act (CISA) gibi uluslararası düzenlemeler ışığında ele alınarak, Türk hukuk sistemine ilişkin benzerlikler ve farklılıkları ortaya konulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı, Borsa Yatırım Fonları, Sermaye Piyasası Kurulu, Katılma Payı, Sona Erme ve Tasfiye.

LEGAL ASPECT of SECURITIES INVESTMENT TRUSTS and EXCHANGE-TRADED FUNDS

Nilüfer ÖZER ŞEKER

Erciyes University, Graduate School of Social Sciences
PhD Thesis, February 2026
Supervisor: Prof. Burak ADIGÜZEL

ABSTRACT

Securities Investment Trusts and Exchange-Traded Funds (ETFs) play a significant role in fostering investor confidence and contributing to the institutionalization of capital markets. Securities investment trusts operate as joint-stock companies and establish a shareholder relationship with investors by offering portfolios composed of capital market instruments in exchange for shares. ETFs, on the other hand, are investment funds that are traded on stock exchanges, offering high liquidity and real-time valuation features. Unlike traditional funds, ETFs serve as a transitional instrument between conventional investment funds and securities.

In this thesis study, the historical development, legal grounds, establishment procedures, portfolio management principles, and investor relations of securities investment trusts and ETFs are examined in detail. Evaluations are made primarily based on the Capital Markets Law No. 6362 and the regulations of the Capital Markets Board (CMB). Within the framework of sources found in the literature, examination have been conducted regarding variable capital investment trust, which are relatively new structure in Turkish legal system. Regarding ETFs, the concept of “*participation shares*” is explained in accordance with scholarly opinions in legal doctrine.

In addition, the issue of termination with respect to ETFs is discussed through a comparative legal approach, taking into consideration international frameworks such as the European Union’s Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) and Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), the United States’ Investment Company Act of 1940 (ICA), Germany’s Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), and Switzerland’s Collective Investment Schemes Act (CISA), thereby identifying similarities and differences with the Turkish legal system.

Keywords: Securities Investment Partnership, Exchange-Traded Funds, Capital Markets Board, Participation Shares, Termination and Liquidation.

İÇİNDEKİLER

HUKUKİ AÇIDAN MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI VE BORSADA İŞLEM GÖREN YATIRIM FONLARI

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK.....	i
TEZ ÖZGÜNLÜK SAYFASI.....	ii
KILAVUZA UYGUNLUK	iii
KABUL VE ONAY TUTANAĞI	iv
ÖZET	v
ABSTRACT.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
SİMGELER ve KISALTMALAR LİSTESİ	xiv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

YATIRIM ORTAKLIKLARININ VE BORSA YATIRIM FONLARININ TANIMI, TÜRLERİ VE GELİŞİMİ

1.1. Kolektif Yatırım, Türleri ve Hukuki Yapısı	5
1.1.1. Açık Tür Şeklinde Kurulabilen Kolektif Yatırım Kuruluşları.....	11
1.1.2. Kapalı Tür Şeklinde Kurulabilen Kolektif Yatırım Kuruluşları.....	13
1.1.3. Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Hukuki Yapısı.....	14
1.2. Yatırım Ortaklıklarının Tanımı ve Özellikleri	16
1.2.1. Yatırım Ortaklıklarının Türleri	20
1.2.1.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	21
1.2.1.1.1. Ortaklığın Tanımı ve Genel Nitelikleri	21
1.2.1.1.2. Ortaklığın Yönetimi ve Yapısı	23
1.2.1.2. Girişim (Risk) Sermayesi Yatırım Ortaklığı.....	24
1.2.1.2.1. Ortaklığın Tanımı ve Genel Nitelikleri	24
1.2.1.2.2. Ortaklığın Yönetimi ve Yapısı	26
1.2.1.3. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları.....	27
1.2.2. Yatırım Ortaklıklarının Ortaya Çıkışı ve Karşılaştırmalı Hukuktaki Gelişim Süreci.....	29
1.2.2.1. Yabancı Hukukta Gelişimi	29

1.2.2.1.1. Alman Hukukunda.....	30
1.2.2.1.2. İngiliz Hukukunda	31
1.2.2.1.3. Avrupa Birliği Hukukunda	33
1.2.2.1.4. Amerikan Hukukunda.....	36
1.2.2.2. Türk Hukukunda Gelişimi	38
1.3. Yatırım Fonlarının Tanımı Özellikleri ve Türleri.....	39
1.3.1. Kolektif Yatırım Sözleşmesi ve İçtüzük.....	42
1.3.2. Yatırım Fonlarının Temel İlkeleri	45
1.3.2.1. Menkul Kıymet Portföyleri Üzerinden Gelir Sağlama	45
1.3.2.2. İnançlı Mülkiyet ve İnançlı İşlem Özelliği.....	45
1.3.2.2.1. Devir işlemi	47
1.3.2.2.2. İnanç Sözleşmesi	48
1.3.2.3. Mal Varlığının Korunması.....	53
1.3.3. Yatırım Fonlarının Avrupa Birliği ve Yabancı Hukukta Gelişimi	54
1.3.4. Yatırım Fonlarının Türk Hukukunda Gelişimi	55
1.3.5. Yatırım Fonlarının Türleri	56
1.3.5.1. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları.....	56
1.3.5.1.1. Açık Uçlu Fonlar	57
1.3.5.1.2. Kapalı Uçlu Fonlar	58
1.3.5.2. Tipine Göre Yatırım Fonları	59
1.3.5.2.1. A Tipi Fonlar	59
1.3.5.2.2. B Tipi Fonlar	60
1.3.5.3. Şemsiye Fon.....	60
1.4. Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları	61
1.4.1. Genel Olarak	61
1.4.2. Borsa Yatırım Fonunun Tanımı.....	62
1.4.3. Borsa Yatırım Fonları ile İlgili Bazı Kavramlar	64
1.4.3.1. Fon İçtüzüğü	64
1.4.3.2. Fon Katılma Payı	64
1.4.3.3. İnançlı Mülkiyet ve İnançlı İşlem.....	66
1.4.4. Borsa Yatırım Fonlarının Tarihi ve Hukuki Gelişimi.....	68
1.4.4.1. ABD’de Tarihi ve Hukuki Gelişimi	68

1.4.4.2. Türkiye’de Tarihi Gelişimi	76

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARININ VE BORSADA İŞLEM GÖREN YATIRIM FONLARININ HUKUKİ YAPISI VE İŞLEYİŞİ

2.1.Genel Olarak.....	78
2.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Hukuki Yapısı ve Türleri	84
2.2.1. Sabit Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	86
2.2.1.1.Ortaklığın Tanımı	87
2.2.1.2.Kuruluş Şartları ve Yönetim Yapısı	88
2.2.1.3.Kurucuların Nitelikleri ve Kuruluş İşlemleri.....	88
2.2.1.4. Lider Sermayedar Kavramı.....	89
2.2.2.Değişken Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	93
2.2.2.1.Ortaklığın Tanımı ve Özellikleri	94
2.2.2.2. Ortaklığın Yönetimi.....	99
2.2.2.3. Ortaklığın Kuruluşu ve Kuruluş Şartları.....	101
2.2.2.4. Ortaklığın Faaliyet ve İşlemleri	103
2.2.2.5. Kurucuların Nitelikleri ve Kuruluşa Dair İşlemler	104
2.2.2.6. Payların Türleri ve İtfası	105
2.2.2.6.1. Kurucu Payları	106
2.2.2.6.2.Yatırımcı Payları.....	107
2.2.2.6.3. Payların İtfası.....	110
2.2.2.6.4. Payların Geri Alınması ile İlgili Temel Düzenlemeler.....	111
2.2.2.7. Denetim Sistemi.....	116
2.2.2.8. Ortaklık Portföyüne İlişkin Durumlar	118
2.2.2.9. Ortaklık Statüsünden Ayrılma	120
2.3.Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının İşleyişi	121
2.3.1. Ortaklığın Genel Özellikleri	121
2.3.2. Ortaklığın Yönetimi ve Yapısı.....	123
2.3.2.1. Ortaklığın Merkezi.....	124
2.3.2.2. Ortaklığın Gayesi ve Konusu.....	124
2.3.3. Ortaklıkta Sermaye Sistemi	125
2.3.3.1.Kayıtlı Sermaye Sistemi	128

2.3.3.1.1. Genel Olarak.....	128
2.3.3.1.2. Tanımı ve Özellikleri.....	129
2.3.4. Ortaklığın Portföy Yapısı ve Sınırlamalar	131
2.3.5. Ortaklığın Yapamayacağı İşler	133
2.4. BYF’lerin Türkiye’deki Hukuki Yapısı	134
2.4.1. Genel Olarak.....	134
2.4.2. Borsa Yatırım Fonlarının Kuruluşu	136
2.4.2.1. Fonun Kurulması ve Fon Kurucusu.....	136
2.4.2.2. Fonun Unvanı	139
2.4.2.2.1. Fon Unvanında Olmaması Gereken Hususlar	139
2.4.2.2.2. Fon Unvanında Olması Uygun Bulunan Hususlar	139
2.4.2.3 Borsa Yatırım Fonlarında Fon İçtüzüğü	140
2.4.2.3.1. Borsa Yatırım Fonları Açısından İnançlı İşlem.....	144
2.4.2.3.2. Borsa Yatırım Fonları Açısından Vekâlet Sözleşmesi	144
2.4.2.4. Fon Kuruluş İzni ve Katılma paylarının Halka Arzına İlişkin İzahname	147
2.4.2.4.1. Genel Olarak.....	147
2.4.2.4.2. Fon Katılma Paylarının Halka Arzı	148
2.4.3. Borsa Yatırım Fonu Portföyü	149
2.4.3.1. Portföy Yönetiminin Temel Özellikleri.....	150
2.4.3.2. Portföy Yönetim Sözleşmesi	151
2.4.3.3. Portföy Yönetimi ve Portföy Yönetim Ortaklıklarının Değerlendirilmesi	153
2.4.4. Borsa Yatırım Fonlarının Portföyünün Oluşturulması	154
2.4.4.1. Fonun BIST’te İşlem Görmesi ve Aracılık.....	155
2.4.4.1.1. Fonun BIST’te İşlem Görmesi	155
2.4.4.1.2. Aracılık Yüklenimi Sözleşmesi	155
2.4.5. Borsa Yatırım Fonlarının İşleyiş Yapısı	156
2.4.5.1. Genel olarak.....	156
2.4.5.2. Fonun Birincil ve İkincil Piyasa İşlemleri	159
2.4.5.3. Borsa Yatırım Fonları Katılma Payları.....	160
2.4.5.3.1. Fon Katılma Paylarının Oluşturulması	160

2.4.5.3.2. Fon Katılma Paylarının Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Niteliği ile Buna Bağlı Özellikleri.....	161
2.4.5.3.3. Katılma Paylarının Temel Özellikleri	166
2.4.5.3.3.1. Katılma Paylarının İtibari Değeri	166
2.4.5.3.3.2. Katılma Paylarının Kaydi Özelliği	166
2.4.5.3.3.3. Katılma Paylarının Kıymetli Evrak Özelliği	169
2.4.5.3.4. Fon Katılma Paylarının Geri Alınması.....	174
2.4.5.3.5. Katılma Paylarının Fiyatı ve Değeri.....	175
2.4.5.3.6. Olağanüstü Durumlarda Katılma Payı İşlemleri.....	176
2.4.6. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ve BYF'lerin Temel Hususlarının Karşılaştırılması	176

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARININ VE BORSA YATIRIM FONLARININ SONA ERMESİ

3.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Sona Ermesi	179
3.1.1. Genel Olarak.....	179
3.1.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı açısından III-48.5 sayılı Tebliğ ve Sermaye Piyasası Mevzuatındaki Sona Erme Halleri	180
3.1.2.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı açısından III-48.5 sayılı Tebliğde Yer Alan Genel Sona Erme Halleri	183
3.1.2.1.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Esas Sözleşmesinde Bir Süre Kabul Edilmişse Bu Sürenin Sona Ermesi	184
3.1.2.1.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Süresiz Şekilde Kurulmuşsa Altı Ay Sonrası İçin Feshi İhbar Etmesi.....	188
3.1.2.1.3. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Kurucu Paylarının Değerinin Düşmesi Haricindeki Kuruluş Koşullarının Kaybedilmesi	190
3.1.2.1.4. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığının İflas Etmesi.....	191
3.1.2.1.5. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığının Sürdürülmesinin Yatırımcıların Yararına Olmayacağına SPK Tarafından Belirlenmiş Olması.....	197
3.1.2.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Açısından III-48.5 Sayılı Tebliğde Yer Alan Diğer Sona Erme Halleri	197

3.1.2.2.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığının Ekonomik ve Mali Durumunun Bozulması.....	198
3.1.2.2.1.1. Asgari Kurucu Pay Tutarına İlişkin Mali Durum Bozukluğu Halleri	198
3.1.2.2.1.2. Ortaklığın Mali Durumunun Sorumluluklarını Karşılayamama Hali	201
3.1.2.2.2. Ortaklığın Sermayesinin Tüzel Kişiliğin Kazanılmasından İtibaren Altı Ay İçinde Net Aktif Değere Varabilecek Biçimde Artırılabilmesi.....	202
3.1.2.2.3. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığının Haklı Sebeplerle Feshi ..	205
3.1.2.2.4. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığının Organ Eksikliği Nedeniyle Sona Ermesi.....	211
3.1.2.2.4.1. Genel Kurulun Eksikliği	212
3.1.2.2.4.2. Yönetim Kurulunun Eksikliği.....	214
3.1.2.2.4.2.1. Kendiliğinden Sona Erme.....	215
3.1.2.2.4.2.2. İstifa ve Azil	216
3.1.2.2.4.2.3. Yönetim Kurulunun Görev Süresinin Sona Ermesi....	217
3.1.2.2.5. Dönüşüm Yoluyla Sona Erme	220
3.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarında Ortaklığın Tasfiye Edilmesi	221
3.2.1. Genel Olarak	221
3.2.2. Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıklarında Tasfiye	221
3.3. BYF'lerin Sona Ermesi	223
3.3.1. Genel Olarak	223
3.3.1.1. Avrupa Birliğinde Yatırım Fonlarının Sona Ermesi.....	224
3.3.1.1.1. UCITS Direktifi ve AIFMD Çerçevesinde Sona Erme	226
3.3.1.1.2. AIFMD II Çerçevesinde Sona Erme	227
3.3.1.2. Almanya'da Yatırım Fonlarının Sona Ermesi	228
3.3.1.3. Fransa'da Yatırım Fonlarının Sona Ermesi	232
3.3.1.4. İsviçre'de Yatırım Fonlarının Sona Ermesi.....	236
3.3.1.5. ABD Mevzuatında Yatırım Fonlarının Sona Ermesi ve Tasfiye Aşaması	240
3.3.1.5.1. Sona Erme Nedenleri ve Karar Alma Süreci.....	240

3.3.1.5.2. Tasfiye Prosedürleri ve Yatırımcı Hakları.....	242
3.3.1.5.3. Fon Yöneticilerinin Sorumlulukları.....	245
3.3.1.5.3.1. Portföyün Tasfiye Planına Uygun Yönetimi	246
3.3.1.5.3.2. Masraf ve Borçların Ödenmesi	247
3.3.1.5.3.3. Yatırımcı İletişimi ve Eşit Muamele.....	247
3.3.1.5.3.4. SEC'e Yasal Bildirimlerin Yapılması	248
3.3.1.6. BYF'lerin Türk Hukukunda Sona Erme Nedenleri	248
3.3.1.6.1. Belirli Süre Sonunda Sona Erme	249
3.3.1.6.2. Feshin İhbar Edilmesi ile Sona Erme	249
3.3.1.6.3. Faaliyet Şartlarının Yitirilmesi ile Sona Erme	249
3.3.1.6.4. Kurucunun Mali Durumunun Bozulması ile Sona Erme	249
3.3.1.6.5. SPK'nın Kararı ile Sona Erme.....	250
3.3.1.7. Fonun Tasfiye Aşaması	250
3.3.1.7.1. SPK Bildirimi ve Kamuya İhbar	251
3.3.1.7.2. Yeni Katılma Payı İhracının Durdurulması.....	251
3.3.1.7.3. Yatırımcıların Ayrılma Hakkı (İtfalar).....	252
3.3.1.7.4. Tasfiye Anı ve Portföyün Nakde Çevrilmesi	252
3.3.1.7.5. Ödemelerin Yatırımcılara Yapılması	253
3.3.1.7.6. Unutulan Paylar ve Emanet Hesabı	253
3.3.1.7.7. Tescil ve Kaldırma İşlemleri	253
3.3.1.8. Fonların Sona Ermesinin Karşılaştırılmalı Hukuk Açısından Değerlendirilmesi	255
3.3.1.9. Türkiye-ABD Açısından Fonların Sona Ermesinin Değerlendirilmesi	256
3.3.1.10. Türk Mevzuatı Açısından Reform Önerileri.....	263
SONUÇ	265
KAYNAKÇA.....	283

SİMGELER ve KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AIC	: The Association of Investment Companies
AIFMD	: Alternative Investment Fund Managers
AMEX	: American Stock Exchange
AMF	: Autorité des marchés financiers
A Ş.	: Anonim Şirket
BaFin	: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bkz	: bakınız
BIST	: Borsa İstanbul
BYF	: Borsa Yatırım Fonu
BVI	: British Virgin Islands
CFTC	: Commodity Futures Trading Commission
CISA	: Collective Investment Schemes Act (İsviçre)
E	: Esas
EFT	: Exchange Traded Funds (Borsa Yatırım Fonu)
ESMA	: European Securities and Markets Authority
ET	: Erişim Tarihi
FCA	: Financial Conduct Authority
FCP	: Fonds Commun de Placement
FinIA	: Finanzinstitutsgesetz
FINMA	: Swiss Financial Market Supervisory Authority
FINRA	: Financial Industry Regulatory Authority
FINSA	: Federal Act on Financial Services
FinSA	: Finanzdienstleistungsgesetz
FSA	: Financial Services Authority
FSB	: Finansal İstikrar Kurulu
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
HD	: Hukuk Dairesi
HGK	: Hukuk Genel Kurulu
ICA	: Investment Company Act

ICI	: Investment Company Institute
IMF	: International Monetary Fund
IOSCO	: International Organization of Securities Commissions
IPS	: Index Participation Shares
İİK	: İcra ve İflas Kanunu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
K.	: Karar
KAGB	: Kapitalanlagegesetzbuch (Almanya Yatırım Kuruluşları Kanunu)
KVG	: Kieler Verkehrsgesellschaft mbH
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
m	: madde
MiFID	: Markets in Financial Instruments Directive
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
OGAW	: Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OEIC	: Open-ended investment companies
PLC	: Public Limited Company
RG	: Resmi Gazete
S.	: Sayı
SEC	: Securities and Exchange Commission
SerPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
SICAV	: Société d'Investissement à Capital Variable (Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı – AB modeli)
SIPC	: Securities Investor Protection Corporation
SPDR	: Standard & Poor's Depositary Receipts
S&P	: Standard & Poor's
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
T.	: Tarih
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TBK	: Türk Borçlar Kanunu
TEFAS	: Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu
TIPS	: Toronto Exchange Index Participation Shares
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi

UCITS	: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (Menkul Kıymetlere Dayalı Kolektif Yatırım Girişimleri)
UKLR	: United Kingdom Listing Rules
Vb.	: ve benzeri
Vd.	: ve devamı
Vol.	: Volume
YTM	: Yatırımcı Tazmin Merkezi



GİRİŞ

Finans sistemleri, yatırımcıların sermaye piyasası araçlarına etkin ve güvenli bir şekilde ulaşmasını sağlayan kurumsal yapılardır. Bu yapılar, ulusal ve uluslararası düzeyde finansal sistemin temelini oluşturmaktadır. Bu çerçevede, kolektif yatırım kuruluşları; uzman portföy yönetimi sayesinde bireysel ve kurumsal yatırımcıların kaynaklarını, riskin dağıtılması ilkesine bağlı olarak profesyonel bir biçimde değerlendirme imkânı sunar. Ayrıca bu kuruluşlar, söz konusu kaynakları değerlendirirken sermayenin tabana yayılması, likiditenin artırılması ve şeffaflık ilkesine uygun olarak piyasaların etkin bir biçimde işletilmesi gibi önemli görevleri de yerine getirir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve borsa yatırım fonları (BYF), yatırımcı güveninin sağlanması ve sermaye piyasalarının kurumsallaşması açısından önemli bir yere sahiptir. Anonim ortaklık statüsündeki menkul kıymet yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçlarından oluşan portföylerini yatırımcılara pay karşılığında sunarak ortaklık ilişkisi kurar. BYF'ler ise borsada işlem gören, yüksek likiditeye ve anlık değerlendirme özelliğine sahip yatırım fonlarıdır. Çeşitlendirilmiş yapıları, düşük maliyetleri ve şeffaflık ilkesine bağlı olmaları sayesinde yatırımcılarına çeşitli avantajlar sunar.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının gelişimi, 20. yüzyılın ortalarında başta Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve İngiltere olmak üzere Anglo-Sakson hukuk sistemine sahip ülkelerde başlamıştır. ABD'de yatırım ortaklıklarına ilişkin hukuki temeller, 1940 tarihli Investment Company Act (ICA) ile atılmış; bu kanun ile sermaye piyasasına yönelik düzenlemeler oluşturulmuştur. Avrupa Birliği'nde (AB) ise 1985 tarihli Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) direktifleri ile yatırım fonlarının faaliyet esasları belirlenmiş ve yatırımcıların korunmasına yönelik standartlar geliştirilmiştir. Bununla birlikte, Avrupa ülkeleri kendi ulusal mevzuatlarıyla da yatırım ortaklarına ilişkin özel düzenlemeler getirmiştir. Örneğin, Almanya'da

Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) ve İsviçre’de Collective Investment Schemes Act (CISA), yatırım ortaklıklarını ve fonlarını kapsamlı olarak ele almıştır. Avrupa ülkelerinde her ne kadar yatırım ortaklıklarının düzenlenmesine ilişkin bazı farklılıklar olsa da UCITS direktiflerine uyum büyük ölçüde sağlanmıştır. Bu sistemlerin ortak özelliği olarak; yatırımcıların korunması, portföylerin sınırlandırılması, kamuoyunun aydınlatılması ve yönetim-denetim yapılarına ilişkin sıkı kurallar öne çıkmaktadır.

Türkiye’de menkul kıymet yatırım ortaklıklarının gelişimi, 1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK) ile başlamıştır. Ancak bu ortaklıklara ilişkin ilk uygulamalar, 1992 yılında yayımlanan Seri: VI No:4 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Tebliği ile gerçekleşmiştir. Bu tebliğe göre menkul kıymet yatırım ortaklıkları sabit sermayeli anonim ortaklık yapısında düzenlenmiştir. Ancak bu ortaklık, 2012 yılında yürürlüğe giren 6362 sayılı SerPK ile değişken sermayeli anonim ortaklık yapısında da kurulabilecektir. Bu dönüşüm ile, Türk Hukuk sistemi Avrupa’daki SICAV (société d’investissement à capital variable) modeline benzer bir yapılanmaya yönelmiştir. Günümüzde menkul kıymet yatırım ortaklıkları, SPK denetiminde faaliyet göstermekte olup; profesyonel portföy yönetimi, kurumsal yatırımcı ilişkileri ve kamuoyu aydınlatmalarında şeffaflık ilkelerine bağlı olarak faaliyet göstermektedir.

BYF’ler, ilk olarak Kanada’da “*Toronto Index Participation Fund*” adıyla ortaya çıkmıştır. Bu gelişmenin ardından, ABD’de SPDR S&P 500 EFT’nin işlem görmeye başlamasıyla birlikte uluslararası seviyede hızla yaygınlaşmıştır. Düşük maliyetli yapısı ve yüksek likiditeli yatırım fırsatı sunması, BYF’leri yatırımcılar açısından cazip hale getirmiştir.

Türkiye açısından bakıldığında, BYF’lerin hukuki altyapısı Avrupa ve ABD gibi ülkelere kıyasla daha geç oluşturulmuştur. Türkiye’de BYF’lere ilişkin ilk düzenlemeler 2001 yılında gerçekleştirilmiş, fakat ilk BYF olan “*Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu*” 2005 yılında Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamıştır. BYF’ler başlangıçta sınırlı sayıda kalmış ve hızlı bir gelişim gösterememiştir. Bunun üzerine SPK tarafından yayımlanan III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile BYF’lere ilişkin hususlar yeniden yapılandırılmıştır. Ayrıca, yalnızca portföy yönetim ortaklıklarının BYF kurabilmesine imkân tanınarak kurumsal yapılar daha şeffaf hale getirilmiştir. Günümüzde Türkiye’de işlem gören BYF’ler, zengin ürün profilleriyle yatırımcılara daha

cazip fırsatlar sunmakta; ürün çeşitlilikleri ve artan likiditeleri sayesinde piyasadaki önemini her geçen gün arttırmaktadır. Devlet iç borçlanma senetleri, döviz, altın ve çeşitli endeksler üzerinden yapılandırılmış bu fonlar, farklı risk-getiri profilleri ile her türden yatırımcıya yönelik alternatifler sunmaktadır. Bu açıdan BYF'ler Türkiye sermaye piyasalarında giderek artan bir önem kazanmaktadır.

Günümüzde BYF'ler ve menkul kıymet yatırım ortaklıkları kurumsal bir yapıya sahip olmada önemli bir yol kat etmiş gibi görünseler de halen gelişme aşamasındadır. Mevcut durumda piyasa hacmi ve işlem derinliği açısından değerlendirildiğinde BYF'lerin gelişmiş piyasa araçlarına kıyasla sınırlı bir yapıda kaldığı söylenebilir. Bununla birlikte ürün çeşitliliği açısından değerlendirildiğinde ise önemli bir gelişim potansiyeline sahip oldukları da açıkça görülmektedir.

Bu çalışmada ağırlıklı olarak pozitif hukuk düzenlemeleri esas alınarak menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve BYF'lere ilişkin normatif düzenlemeler sistematik biçimde incelenmiştir. Bu çerçevede, başta 6362 sayılı SerPK olmak üzere, SPK tarafından çıkarılan tebliğler, yönetmelikler ve rehber niteliğindeki düzenlemeler ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

Bunun yanı sıra, çalışmada karşılaştırmalı hukuk yöntemine bağlı olarak AB'nin UCITS ve AIFMD gibi kolektif yatırım kuruluşlarını düzenleyen temel direktifleri hem normatif yapı hem de uygulama örnekleri bakımından Türk hukukuyla karşılaştırılarak değerlendirilmiştir. Ayrıca ABD'de 1940 tarihli Investment Company Act çerçevesinde kurulan açık uçlu yatırım fonları ve BYF'lerin denetim esasları, yatırımcıya bilgi akışı ve portföy yapıları kapsamlı olarak ele alınmıştır. Belirtilen bu hususlar dışında, Almanya'da yürürlükte olan KAGB ve İsviçre'deki CISA gibi düzenlemeler de incelenerek, farklı hukuk sistemlerinin yatırım fonlarına ilişkin mevzuatına da yer verilmiştir.

Çalışma kapsamında gerçekleştirilen karşılaştırmalı analizler, yalnızca mevzuat hükümleriyle sınırlı tutulmamıştır. Aynı zamanda ilgili literatür kapsamında hem Türkçe hem de yabancı dilde yayımlanmış makaleler, tez çalışmaları, SPK raporları ve yatırım fonları üzerine yazılmış teknik inceleme belgeleri ile kapsamlı bir şekilde değerlendirilmiştir. Bu değerlendirmeler sadece normatif metinlerin aktarımı ile sınırlı kalmamış; söz konusu düzenlemelerin uygulamadaki yansımaları, hukuki bütünlükleri ve

yatırımcı haklarına etkileri de eleştirel bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Ayrıca mevcut sisteme yönelik reform önerileri de tartışılmıştır.

Bu çalışma, yatırımcıyı koruma ilkesi, risklerin çeşitlendirilmesi, fon içtüzüğüne ilişkin inançlı mülkiyet hususu, vekâlet sözleşmesi ilişkisi ve hukuk ilkeleri gibi finans ve hukuk disiplinlerinin kesişiminde yer alan temel kavramlara dayanmaktadır. Finansal açıdan teorik kavramlara ve ilkelere yeri geldiğinde değinilmiş olsa da mevcut teorilere bağlı olarak hukuki kavramlara odaklanılmıştır. Bu kapsamda; menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve BYF yapıları, kuruluşu, yapısı, özellikleri, yatırımcı ile yönetici arasında kurulan hukuki ilişkinin kapsamı, fonların mülkiyet ve kontrol yapısı, düzenleyici denetim mekanizmaları ve kamuyu bilgilendirme yükümlülükleri açısından sistem bütünlüğü içinde değerlendirilmiştir.

Bu çerçevede tez, üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, kolektif yatırım kuruluşlarının hukuki temellerine yer verilmiştir. Bu kapsamda, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonlarına ilişkin tanımlar, türleri ve tarihi gelişimlerine değinilerek hem Türk hukuku hem de karşılaştırmalı hukuk açısından incelenmiştir. Ayrıca yatırım ortaklıklarının alt türleri ile BYF'lerin yapısına ilişkin kavramlar ve tarihsel gelişimleri de hukuksal açıdan değerlendirilmiştir.

İkinci bölümde ise menkul kıymet yatırım ortaklıkları ile BYF'lerin hukuki yapısı ve işleyişi detaylı olarak ele alınmıştır. Bu kapsamda, sabit ve değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının kuruluşu, yönetim yapıları, pay türleri ve sermaye sistemleri ayrıntılı şekilde incelenmiştir. Ayrıca yatırım fonlarının ve fon katılma paylarının hukuki niteliği ile portföy yönetimi ve piyasa işleyişine ilişkin unsurlar da detaylandırılmıştır.

Son bölümde ise menkul kıymet yatırım ortaklıklarının ve BYF'lerin sona erme ve tasfiye süreçleri ele alınmıştır. Türk sermaye piyasası mevzuatında belirtilen sona erme nedenleri, ilgili tebliğlerde yer alan hükümler doğrultusunda açıklanmış; bu kuruluşların tasfiye aşamasında karşılaştıkları hukuki işlemler değerlendirilmiştir. Ayrıca AB, ABD ve diğer yabancı hukuk sistemleriyle karşılaştırmalı analiz yapılmış ve Türk hukuku açısından reform önerilerine de yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

YATIRIM ORTAKLIKLARININ VE BORSA YATIRIM FONLARININ TANIMI, TÜRLERİ VE GELİŞİMİ

1.1. Kolektif Yatırım, Türleri ve Hukuki Yapısı

Sermaye piyasası hukuku çerçevesinde birbirini tanımayan milyonlarca küçük tasarruf sahibinin sermayesinin bir araya getirilmesi, ancak herkesin tanıdığı ve güvendiği üçüncü şahıslar aracılığıyla mümkündür. Bu üçüncü kişiler, AB hukukunda “*kolektif yatırım organizmaları*” (Organismen für gemeinsame Anlagen)¹, Amerika’da ise “*Investment Company*” veya “*Unit Investment Trust*”² olarak ifade edilmektedir. Türk hukukunda bu kurumlar yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları olarak iki şekilde belirtilmiştir³.

Kolektif yatırım, sermaye piyasası içerisinde teknik olarak tanımlanmış bir yatırım türüdür. Buna göre piyasada bireysel yatırımcılar ve kolektif yatırımcılar olmak üzere iki tür yatırımcı bulunur. Bireysel yatırımcı, profesyonel unsurlardan bağımsız olarak kendi yatırım kararlarını alıp alım satım yapan kişidir⁴. Kolektif yatırımcı ise varlıklarını,

¹ Avrupa Birliği hukukunda kolektif yatırım kuruluşları temel olarak UCITS (undertakin gs for collective investment in transferable securities) olarak bilinen 2009/65/ AT sayılı Direktif’de düzenlenmiştir. UCITS Türkçeye “devredilebilir menkul kıymetlere yapılan müşterek yatırım girişimleri/teşebbüsleri/kuruluşları” şeklinde çevrilebilir. Ali Paslı ve Fatih Aydoğan, “Kolektif Yatırım Kuruluşları (Fon Yönetimi)”, içinde *Türk Hukukunun Avrupa Birliği Hukukuna Uymu-Özel Hukuk*, ed. Arslan Kaya, Baki İlkay Engin, Ali Paslı, Şehriban İpek Aşıkoğlu, Elif Oğuz, (İstanbul: İstanbul University Pres, 2020), 478.

² Investment Company Institute, A Guide to Unit Investment Trusts (Washington, D.C.: Investment Company Institute, 2018), 3. https://www.ici.org/doc-server/pdf/bro_g2uits_p.pdf. (E.T.05.09.2025)

³ Güven Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, (Ankara: Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi, 1978), 17 vd; N.Fusun Nomer, *Yatırım Ortaklıkları* (İstanbul: Beta Yayınları, 2003), 6. 6362 sayılı SerPK m. 3/1-m’de hükme bağlanmıştır.

⁴ Saim Kılıç, *Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Değerlendirilmesi* (İstanbul: İstanbul Borsası, 2002), 3; Evrim Yıldırım, “Kolektif Yatırım Sözleşmesi” (Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, 2011), 3.

kolektif yatırım kuruluşları aracılığıyla profesyonel bir çerçevede değerlendirmek isteyen kişidir⁵.

Kolektif yatırım kuruluşlarının sözleşmeye mi yoksa ortaklık ilişkisine mi dayandığı, tüzel kişiliklerinin bulunup bulunmadığı, yatırımcı ile kuruluş arasındaki hukuki bağın mahiyeti ile yönetim ve mal varlığı ayrımının nasıl kurgulandığı hususları, farklı sınıflandırma yaklaşımlarının ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Dünya genelinde oluşturulan kolektif yatırım kuruluşları açısından sınıflandırma şu şekilde yapılabilir⁶.

1-Sözleşmeye dayalı kolektif yatırım kuruluşları (Bunlara örnek olarak Türkiye’deki yatırım fonları sayılabilir),

2-Trust hukukuna göre kurulan kolektif yatırım ortaklıkları (Örnek olarak Anglo-Sakson ülkelerindeki unit trust’lar gösterilebilir),

3-Ortaklık tipi açık uçlu kolektif yatırım kuruluşları (Örnek olarak değişken sermayeli yatırım ortaklıklar verilebilir),

4-Ortaklık tipi kapalı uçlu kolektif yatırım kuruluşları (Örnek olarak Türkiye’deki yatırım ortaklıkları sayılabilir).

Başka bir sınıflandırmaya göre ise dünyada kolektif yatırım kuruluşlarının teşkilatlanması üç kısımda incelenebilir⁷. Bunlardan birincisi, ortaklıklar hukukuna göre örgütlenen ortaklık tipi kolektif yatırım kuruluşlarıdır. Bu kuruluşlar, kuruldukları ülkenin ortaklık hukukuna dair genel düzenlemelerle ve kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin özel düzenlemelere göre bağımsız tüzel kişiliğe sahip ortaklıklar olarak faaliyet gösterir⁸.

⁵ Paslı ve Aydoğan, “Kolektif Yatırım Kuruluşları”, 478.

⁶ Can Fuat Gürlelel, *Avrupa Birliği Katılım Sürecinde Finans Sektörü ve Kurumlar*, (İstanbul: Derin Yayınları, 2007), 209.

⁷ Esra Ada, *Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal Yönetim Sistemleri*, Yeterlik Etüdü, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, 2002), 12.

⁸ Ada, *Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal*, 12; Yalçın Özge Okat, *Kollektif Yatırım Modellerine İlişkin At ve Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması ve Yeni Bir Kollektif Yatırım Modeli Olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları*, Yeterlik Etüdü, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, 2000), 8 vd; N. Füsün Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”, *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* ,71/2 (2013):132.

Kuruluşlardan ikincisi, sözleşme hukukuna göre kurulan sözleşme tipi kolektif yatırım kuruluşlarıdır. Bu yapılarda yatırımcılar ile yönetim ortaklığı arasında, yatırımcıların tasarruflarıyla bir yatırım portföyü meydana getirilir⁹.

Üçüncü tip yapılanma ise trust hukukuna göre kurulan trust tipi kolektif yatırım kuruluşlarıdır. Bu kuruluşun esası, “trustee” olarak adlandırılan güvenilir kuruluş tarafından yararlanıcı namına yatırım portföyünün meydana getirilmesi ve idaresine dayanmaktadır. Kuruluş, bir portföy yöneticisi (veya yatırım danışmanı) ile güvenilen kuruluş (trustee) arasında imzalanan bir trust belgesi ya da sözleşmesi ile kurulur¹⁰.

Açıklanan bu ana sistemler arasındaki temel fark, ortaklıklar hukukuna göre kurulan kolektif yatırım kuruluşlarının, diğer kolektif yatırım kuruluşlarının aksine, ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olmasıdır. Sözleşme tipi kuruluşlar ve trust tipi kuruluşlar ise sözleşmesel bir ilişkiye dayalı olup ayrı tüzel kişilikleri bulunmayan sistemlerdir.

Öğretide yer alan diğer bir sınıflandırmada ise kolektif yatırım kuruluşları iki farklı türde değerlendirilmektedir¹¹. Bunlar, kolektif yatırım kuruluşunun sınırsız olarak yeni hisse ihraç edebildiği ve hissedarların hisselerini iade edebildiği açık tür (open-end) ve sermayesi sabit (muayyen) olan ve hisselerini iade almayan kapalı tür (closed-end) şeklindeki kuruluşlardır¹².

Ülkemizde yatırım ortaklıkları, ilk olarak yürürlükten kaldırılan 2499 sayılı SerPK’da düzenlenmiştir. 2499 sayılı SerPK döneminde, “*kolektif yatırım kuruluşu*” kavramı kanun maddelerinde yer almamıştır. Bu kanunun 32. maddesinde¹³, yatırım fon ve ortaklıkları ayrı birer sermaye piyasası kurumu olarak sayılmıştır. Kolektif yatırım kuruluşu kavramı ise 6362 sayılı SerPK ile mevzuata girmiştir. Bu Kanun’da, yatırım fonları ve ortaklıklarının ortak ismi “*kolektif yatırım kuruluşu*” olarak benimsenmiştir.

Kanun koyucu; sermaye piyasalarında işlemlerin gerçekleştirilmesi, işlemlerde hukuki güvenliğin sağlanması ve denetim yapılabilmesi amacıyla, 6362 sayılı SerPK m. 35’te

⁹ Ada, *Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal*, 12.

¹⁰ Ada, *Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal*, 12.

¹¹ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”,133.

¹² Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”,133-134.

¹³ Madde 32 – (Değişik: 29/4/1992- 3794/22 m.) Bu Kanuna göre faaliyette bulunabilecek "Sermaye Piyasası Kurumları" aşağıda gösterilmiştir: a) Aracı Kurumlar, b) Yatırım Ortaklıkları, c) Yatırım Fonları, d) Sermaye Piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlar.

düzenlenen kurum ve kuruluşları “sermaye piyasası kurumları” başlığı altında toplamıştır. Bu kapsamda; yatırım kuruluşları, kolektif yatırım kuruluşları (yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları)¹⁴, sermaye piyasasında faaliyette bulunacak bağımsız denetim¹⁵, değerlendirme¹⁶ ve derecelendirme kuruluşları¹⁷, portföy yönetim ortaklıkları, ipotek finansmanı kuruluşları¹⁸, konut finansmanı ve varlık finansmanı fonları¹⁹, varlık kiralama

¹⁴ Burak Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku* (Ankara: Adalet Yayınevi, 2025), 312.

¹⁵ Sermaye piyasasında bağımsız denetim kavramı ilk olarak, 2499 sayılı SerPK ve Seri:X, No:16 sayılı Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğ ile düzenlenmiş, denetim standartları hakkındaki ilk düzenleme ise Seri:X, No:22 sayılı Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ ile gerçekleştirilmiştir. TTK’nın yürürlüğe girmesinden önce 6335 sayılı Kanun ile değişikliğe uğraması ve 660 sayılı KHK ile Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu’nun kurulmasıyla birlikte, finansal raporlama ve bağımsız denetim alanında, sermaye piyasalarını da içine alacak şekilde yepyeni bir döneme girilmiştir. Korkut Özkorkut, *6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Açısından Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2013), 1; Hatice Ebru Töremiş, “Yatırımcı Hizmet ve Faaliyetleri Bağlamında Yatırımcının Tüketici Olarak Korunması”, (Doktora Tezi, İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2021), 25-26.

¹⁶ Değerleme şirketlerine dair düzenleme ilk olarak Seri: VIII, No: 35 sayılı “Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Gayrimenkul Değerleme Hizmeti Verecek Şirketler ile Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”, 2499 sayılı SerPK’nın 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun’la değişik 22’nci maddesinin birinci fıkrasının (r) ve (t) bentlerine dayanılarak hazırlanmış ve 6362 sayılı SerPK döneminde halen yürürlüktedir.

¹⁷ Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyetine ilişkin yetkilendirme, listeye alma, gözetim ve denetim ile ilgili temel düzenleme, 2499 sayılı SerPK’nın maddesinin (n) bendinde SPK’ya verilen yetkiyle yürürlüğe konulan Seri: VIII, No: 31 sayılı Tebliğ ile yapılmıştır. Sonrasında, 2003 yılında Seri: VIII, No: 40 sayılı Tebliğ ile derecelendirme faaliyeti tanımlanmış, derecelendirme kuruluşlarının kuruluş, faaliyete geçme ve listeye alınma şartları belirlenmiştir. Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (IOSCO) tarafından yayımlanan kredi derecelendirme kuruluşlarına ilişkin etik ilkeler ve AB düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan Seri: VIII, No: 51 sayılı “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” 12.7.2007 tarihli ve 26580 sayılı Resmî Gazete ’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğ, 6362 sayılı SerPK döneminde şu anda yürürlüktedir.

¹⁸ SerPK m. 60’a göre, ipotek finansman kuruluşları, konut ve varlık finansmanı kapsamında, türleri ve nitelikleri Kurulca belirlenen varlıkların devralınması, devredilmesi, devralınan varlıkların yönetimi ve varlıkların teminat olarak alınması ve Kurulca uygun görülen diğer faaliyetlerin yerine getirilmesi amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır.

¹⁹ SerPK m. 58’e göre, konut finansmanı fonu, ipoteye dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, ipoteye dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına; varlık finansmanı fonu ise varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği olmayan mal varlığı olarak tanımlanmıştır.

ortaklıkları²⁰, merkezî takas kuruluşları²¹, merkezî saklama kuruluşları²², veri depolama kuruluşları²³ ile kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları sayılmıştır. Sermaye piyasası kurumları arasında yer almamakla birlikte, SerPK'ya 28.11.2017 tarihli ve 7061 sayılı Kanun m.110 ile eklenen m. 35/A hükmünde, kitle fonlamasına aracılık eden ve elektronik ortamda hizmet veren kitle fonlama platformları da düzenlenmiştir²⁴.

6362 sayılı SerPK'nın m. 3/1 (m) hükmünde kolektif yatırım kuruluşlarının yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları olduğu belirtilmiştir. SerPK'nın m. 48 ile m. 56 arasında ise kolektif yatırım kuruluşları, *kolektif yatırım kuruluşu* üst başlığı altında yatırım ortaklıkları, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, yatırım fonları ve portföy yönetim ortaklıkları olarak hükme bağlanmıştır²⁵. Kolektif yatırım kuruluşu kavramı esas olarak yatırım ortaklıklarını ve yatırım fonlarını ifade etmektedir. Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları da yatırım ortaklıklarının bir türü olarak kolektif yatırım kuruluşu kapsamındadır. Portföy yönetim ortaklıkları ise esas faaliyet konusu yatırım fonlarının oluşturulması ve idaresi olan anonim ortaklıklardır (SerPK m.55). Açıkçası, 6362 sayılı

²⁰ SerPK m. 61'e göre, varlık kiralama şirketleri münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere kurulan anonim ortaklıklardır.

²¹ SerPK m. 77'e göre, merkezî takas kuruluşları, borsalarda ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören sermaye piyasası araçlarının teslimi, bedellerinin ödenmesi ve bu işlemlere ilişkin teminat yükümlülüklerinin ifası. ile ilgili işlemleri yürüten anonim ortaklık şeklindeki özel hukuk tüzel kişiliğini haiz kurumlardır. İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi. Merkezi Takas Yönetmeliği ile Takasbank'ın, merkezi takas kuruluşu olarak uygun görülen piyasalarda vereceği takas hizmetine ilişkin usul ve esaslar belirlenmiş olmakla birlikte, BİAŞ nezdinde faaliyette bulunmak üzere Takasbank dışında bir merkezi takas kuruluşu belirlenmesinin önünde de hukuki bir engel bulunmamaktadır.

²² Ülkemizde saklama hizmeti, SerPK tarafından yetkilendirilmiş yatırım kuruluşlarınca da yapılabilmekle beraber, merkezi saklama yetki ve görevi tek bir kuruma, MKK'ya verilmiştir.

²³ 19.9.2018 tarihli ve 30540 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren "Veri Depolama Kuruluşunun. Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik" uyarınca veri depolama kuruluşları Kanunun 87'nci maddesi uyarınca Kurulca yetkilendirilen ve veri depolama faaliyetini yürüten kuruluşlar olarak tanımlanmıştır.

²⁴ SerPK'nın 128'inci maddesinin birinci fıkrasının (e) bendinde de sermaye piyasasının gelişmesini teminen, yeni sermaye piyasası kurumlarına ve araçlarına ilişkin usul ve esasları düzenlemek ve bunları denetlemek SPK'nın görev ve yetkileri arasında sayılmış olup, 35'inci ve 128'inci maddenin verdiği yetkiyle Kurulca, 35'inci maddede sayılanlar dışında sermaye piyasası kurumu belirlenmesi de mümkündür. Töremiş, "Yatırımcı Hizmet ve Faaliyetleri", 27.

²⁵ Yatırım hizmetleri 6362 sayılı Kanun'da AB Mevzuatı ön planda tutularak düzenlenmiştir. Bu çerçevede AB'nin 2004/39/AB sayılı Finansal Araç Piyasaları Direktifinde (MiFID) yatırım şirketi ve hizmetlerinin düzenlenmesinde işleve dayalı yaklaşımın tercihi ve 2499 sayılı SerPK'da yer alan kurum temelli düzenleme yerine faaliyet bazlı düzenleme esası kabul edilmiştir. Dolayısıyla hizmeti sunan yatırım aracısının hukuki statüsüne bakılmadan 6362 sayılı SerPK'nın yatırım hizmet ve faaliyetlerine dair hükümleri uygulanacaktır.

Kanun m. 55/ (1) çerçevesinde yatırım fonu kurabilecek ve yönetebilecek olan ortaklıklar portföy yönetim ortaklıklarıdır.

Kolektif yatırım kuruluşu olarak adlandırılan yatırım fonları ve ortaklıklarının kurulmasının temel nedeni, tasarruf sahiplerinin menfaatlerinin hukuki çerçevede korunmaya çalışılmasıdır. Buna göre tasarruf sahipleri; çeşitli aracı kuruluşlardan, ortaklıklardan veya menkul kıymet borsalarından menkul kıymet satın alarak birikimlerini değerlendirirler²⁶. Ancak menkul kıymetlere yatırım yapmak, bilgi ve uzmanlık gerektiren riskli bir faaliyettir. Ayrıca tasarruf sahiplerinin bireysel birikimlerini oluşturan portföyler, portföy anaparası ve getirisi açısından genellikle yeterli büyüme oranına ulaşamadığından risk taşımaktadır²⁷. Kolektif yatırım kuruluşları, kuruluşa dahil olanların tasarruflarını çeşitli varlıklara yönlendirerek yatırımcının kendi başına sağlayamayacağı uzmanlığı sunan ve riskin dağıtılması esasına göre portföyü akılcı bir şekilde işletme imkânı veren kuruluşlardır²⁸.

Kolektif yatırım kuruluşlarının, kuruluş ve işleyişlerinde geçerli olan üç temel kurala göre; portföyün halktan toplanan sermaye ile meydana getirilmesi (kolektif sermaye), portföyün riskin dağıtılması ilkesine göre yönetilmesi ve portföyün uzmanlarca yönetilmesi gerekir²⁹. Bu temel ilkeler, bugüne kadar tüm hukuk sistemlerinde birer yapı taşı olarak kabul edilmiştir. Örnek olarak AB hukukunda kolektif yatırım kuruluşlarının düzenlendiği 2009/65 EEC sayılı UCITS Direktifinin 1/II, 49-57. maddelerinde bu esaslara ilişkin düzenlemeler yer almaktadır³⁰. Hukukumuzda ise, yürürlükten kaldırılan 2499 sayılı SerPK döneminde çıkarılan yatırım fonları ve ortaklıklarına dair tebliğlerde de bu temel ilkelerin göz önünde tutulduğu görülmektedir³¹. Ayrıca 6362 sayılı SerPK

²⁶ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”,131. Vural, *Yatırım Ortaklıkları*,17 vd.

²⁷ Sermaye Piyasası Kurulu Menkul Kıymet Yatırım Fonları Tanıtım Rehberi, <https://spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/253> (E. T. 22.08.2022).

²⁸ Bkz. Kemal Tahir Gürsoy, Mukayeseli Hukukta, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, 1977). Yalçın Özge Okat, *Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları* (Ankara: Seçkin Yayınevi, 2009), 23 vd; Âdem Anbar ve Lale Karabıyık, *Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi* (Bursa: Ekin Yayınevi, 2018), 202.

²⁹ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”,132. Vural, *Yatırım Ortaklıkları*,17 vd.

³⁰ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX%3A02009L0065-20240109> (E.T. 25.11.2025).

³¹ Örneğin: Seri: VI, No.30 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde: m.5,17,19, 21. Seri: VII No.10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde: m.4/I, 13, 42. Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 132.

ve son dönemde yürürlükte olan ilgili tebliğlerde de bu ilkeler geçerli olarak kabul edilmektedir³².

Kolektif yatırım kuruluşlarında yer alan katılımcılar; kuruluşa yatırımlarını emanet eden yatırımcı kitlesi, yatırım stratejisini belirleyip uygulayan ve kuruluşun faaliyetlerinden sorumlu olan kendi yöneticisi ya da dışarıdan hizmet veren portföy yöneticisi ile bazı denetim görevlerini yerine getiren ve kuruluşun varlıklarının saklanmasını sağlayan saklayıcı veya yedimindir³³. Ayrıca, kuruluşa bunların dışında da katılımcılar bulunabilmektedir³⁴.

Kuruluşun organizasyonunda bazı görevler farklı kuruluşlara devredilse de tüm ülkelerde yatırımcılara karşı faaliyetlere ilişkin sorumluluk yöneticide toplanmaktadır. Yönetici, ortaklık şeklinde teşkilatlanan kolektif yatırım kuruluşlarında yönetim kurulu üyelerini; “trust” veya “sözleşme” temeline göre meydana gelen kolektif yatırım kuruluşlarında ise kuruluşun faaliyetlerinden sorumlu olan kurumu ifade etmektedir³⁵.

Kolektif yatırım açık tür ve kapalı tür şeklinde kurulabilen kolektif yatırım kuruluşları olarak ikiye ayrılarak incelenmiştir. Bu kuruluşların genel olarak hukuki yapısı ise ayrı başlıkta değerlendirilmiştir.

1.1.1. Açık Tür Şeklinde Kurulabilen Kolektif Yatırım Kuruluşları

Açık tür şeklinde kurulabilecek kolektif yatırım kuruluşları, herhangi bir sınırlama olmaksızın yeni pay ihracı gerçekleştirebilen ve hissedarların paylarını kuruluşa iade

³² III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği m. 1 ve m.5’te yer alan hükümler ve III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde m. 5 örnek verilebilir.

³³ Ada, *Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal*, 3.

³⁴ Örnek verilirse yönetici, portföyle alakalı olarak yatırım danışmanlığı hizmeti almak amacıyla belirli bir piyasa veya sektörde uzmanlaşmış bir yatırım danışmanı ile sözleşme yapabilir. Burada yer alan yatırım danışmanı da kolektif yatırım kuruluşunun katılımcısıdır. Ada, *Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal*, 3.

³⁵ Ada, *Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal*, 4. Bu hususlar, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1 sayılı) ve Portföy Yönetim Şirketlerine ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği (III-55.1 sayılı) hükümlerinde ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Söz konusu tebliğlerde; yatırım fonlarının kurulması ve yönetiminde portföy yönetim ortaklarının sorumlulukları, saklayıcı kuruluşların görevleri ve yatırımcıların korunmasına yönelik esaslar açıkça belirtilmektedir. II-52.1 sayılı Tebliği m. 9 vd. fon kurucusu, yönetici ve saklayıcının görev ve sorumluluklarını belirler. III-55.1 sayılı Tebliği m. 5 vd. ise portföy yönetim şirketlerinin yatırım fonlarını kurma, yönetme ve yatırımcı çıkarlarını koruma yükümlülüklerini düzenler.

edebildiği yatırım kuruluşlarıdır³⁶. Açık tür kolektif yatırım kuruluşlarının temel nitelikleri; sınırsız olarak yeni pay (katılım payı) ihraç edebilmesi ve yatırımcıların istedikleri zaman paylarını doğrudan kolektif yatırım kuruluşuna iade edebilmesidir³⁷.

Diğer yandan, portföy değerinin artması kolektif yatırım kuruluşunun payının değerini de arttırırken; portföy değerinin azalması pay değerinde düşüşe yol açmaktadır³⁸. Açık türde kurulan kolektif yatırım kuruluşlarında payların nominal değeri yoktur. Paylar, portföyün toplam değerinin (kolektif yatırım kuruluşunun net mal varlığı değerinin) tedavüldeki pay sayısına bölünmesiyle bulunan net aktif değer üzerinden işlem görür ve yatırımcı böylece payının temsil ettiği değeri kazanır. Bu durum payların değerinin piyasa koşullarına göre belirlenmesi, gerçek değerinin altında bir bedelle iade edilmesini ve/veya satılmasını engeller³⁹.

Açık uçlu kolektif yatırım kuruluşlarında yatırımcıların paylarını talep ettiklerinde iade edebilme hakkının tanınması, beraberinde bazı mali yükümlülükleri getirmektedir. Bu kuruluşların, paylarının iadesi talebini karşılayabilmek için her an yeterli kaynak bulundurması gerekir⁴⁰. Söz konusu kaynak iki şekilde sağlanabilir. İlk olarak, kuruluşun sürekli olarak belirli bir miktar nakit para bulundurması, ikincisi ise iade talebini karşılamak amacıyla portföyünde yer alan yatırım araçlarından bir veya birkaçını nakde çevirmesidir⁴¹. Birinci durumda, yatırımcıların ne zaman ve ne oranda pay iade edeceği önceden bilinmediğinden, uzun vadeli yatırım planlarının uygulanması olumsuz yönde etkilenebilir. İkinci durumda ise, portföydeki yatırım araçlarının nakde çevrilmesi sırasında piyasadaki güncel koşullar nedeniyle söz konusu varlıkların alış fiyatının ya da reel değerinin altında satılması, dolayısıyla portföyün zarar etmesine yol açabilir⁴².

³⁶ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”,133; Seth C. Anderson ve Jeffery A. Born, *Closed-End Investment Companies: Issues and Answers*, (Boston: Springer Science Business Media, LLC, 1992), 15 vd.

³⁷ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”,133; Anderson ve Born, *Closed-End Investment*, 15 vd.

³⁸ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 133. Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 76. Mehmet Bahtiyar, *Makaleler II*, (İstanbul: Beta Basım A.Ş. ,2008), 319.

³⁹ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 133. Vural, *Yatırım Ortaklıkları*,76. Bahtiyar, *Makaleler II*, 319.

⁴⁰ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 138-140; Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 154. Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 77-80. (Bkz. Açık tür ortaklıkların yarar ve sakıncaları)

⁴¹ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 154.

⁴² Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 154.

1.1.2. Kapalı Tür Şeklinde Kurulabilen Kolektif Yatırım Kuruluşları

Sermayesi sabit ve belirli olan, yatırımcı paylarını iade almayan kuruluşlar kapalı tür yatırım kuruluşları olarak ifade edilir⁴³. Kapalı tür yatırım ortaklıkları, sürekli olarak pay senedi ihraç edemez. Ortaklık sözleşmesinde kararlaştırılan miktar kadar pay senedi ihraç eder ve bu miktar tavanına ulaşıldığında yeni pay senedi ihracını durdurur⁴⁴. Bu nedenle sermayelerinde kısa vadede değişiklik yapmaları mümkün değildir ve pay senetlerini geri satın alma taahhüdünde bulunamaz⁴⁵.

Kapalı tür yatırım ortaklıklarında sermayenin artırılması veya azaltılması yalnızca pay senedi sahiplerinin onayıyla gerçekleştirilebilir. Ortaklıkların paylarını itfa etmeleri mümkün olmadığından, portföylerinde bu duruma karşı likit veya likide kolayca çevirebilecekleri değerleri bulundurmaları zorunlu değildir⁴⁶. Kapalı tür şeklinde kurulabilen kolektif yatırım kuruluşlarında, yatırımcıların yatırımlarını paraya çevirebilmeleri yalnızca pay senetlerinin tedavül ettiği piyasada el değiştirmesi yoluyla mümkündür. Bu tür kolektif yatırım kuruluşlarında payların teşkilatlanmış bir piyasada işlem görmesi zorunludur⁴⁷.

Yatırımcı, payını devretmek istediğinde bunu yalnızca borsada satabilir. Bu satıştan elde edeceği tutar ise borsa rayici olup yatırımcı, elindeki payı paraya çevirmek istediğinde, payının karşılığında net envanter değerinden ziyade borsada oluşan arz-talep dengesi sonucunda belirlenen piyasa değerini elde eder⁴⁸. Piyasa koşullarının, borsada işlem gören menkul kıymetlerin alım-satım değerleri üzerinde etkili olduğu bir gerçektir⁴⁹. Ancak borsa işlem değerinin mi yoksa net envanter değerinin mi daha yüksek olacağı,

⁴³ Nomer Ertan, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası, 133-134; Bahtiyar, *Makaleler II*, 320.

⁴⁴ Ünal Bozkurt, Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi, (İstanbul: İktisat Bankası Eğitimi Yayınları, 1988), 313.

⁴⁵ Aytaç Bayraktar, “Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları İskontosu ve İMKB Hisse Senedi Endeks Getirileri Üzerindeki Etkisi”, (Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2008), 22.

⁴⁶ Selim Soydemir, *Amerika Birleşik Devletleri, İsviçre, Kore ve Türk Hukuku'na Yatırım Fonları ve Para Piyasası Fonlarının Türkiye'de Olabilirliği*, Yeterlik Etüdü, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, 1986), 8.

⁴⁷ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 133; Bahtiyar, *Makaleler II*, 320.

⁴⁸ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 133-134; Bahtiyar, *Makaleler II*, 320.

⁴⁹ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 133-134; Bahtiyar, *Makaleler II*, 320.

önceden kesin olarak belirlemek mümkün değildir. Genel olarak borsa değerinin net envanter değerinden belirli oranda daha düşük olduğu görülmektedir⁵⁰.

1.1.3. Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Hukuki Yapısı

Kolektif yatırım kuruluşları, hukuki açıdan ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik olarak kurulduğunda yatırım ortaklığı; başka bir tüzel kişilik tarafından bir sözleşme yoluyla oluşturulduklarında ise yatırım fonu olarak adlandırılır⁵¹. Her iki kuruluş, işlevleri bakımından benzerlik göstermelerine rağmen, çalışma biçimleri ve yatırımcılara sundukları hizmetler bakımından birbirlerinden farklıdır⁵².

Yatırım fonları, 6362 sayılı SerPK m. 52/ (1)'e göre tüzel kişiliği bulunmayan; inançlı mülkiyet temeline dayalı, fon katılma payı karşılığında toplanan para ve varlıklardan meydana gelen mal varlıklarıdır. Yatırım ortaklıkları ise SerPK m.48/ (1)'e göre tüzel kişiliğe sahip olup, sermaye piyasası araçları, taşınmazlar, girişim sermayesi yatırımlarıyla diğer varlık ve haklardan meydana gelen portföyleri işletmek amacıyla pay ihraç eden ortaklıklardır.

Türkiye'nin dahil olduğu Kara Avrupası hukuk sisteminin benimsendiği ülkelerde, ortaklık esasına dayalı yatırım ortaklıkları ile sözleşme esasına dayalı yatırım fonları bulunmaktadır⁵³. AB'de 2000'li yıllardan sonra sermaye piyasalarına ilişkin yapılan tüm kodifikasyonlar kapsamlı biçimde genişletilmiş ve detaylandırılmıştır. Bu kapsamda, tasarruf sahiplerinin doğru, güvenilir ve zamanında bilgiye dayanarak yatırım yapmalarını sağlamak amacıyla izahname ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin düzenlemeler getirilmiştir. Ayrıca, kolektif yatırım kuruluşları açısından piyasanın gereksinimleri doğrultusunda ilave hükümler kabul edilmiştir⁵⁴.

⁵⁰ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 133-134; Bahtiyar, *Makaleler II*, 320.

⁵¹ Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 22 vd; Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 3.

⁵² Sermaye Piyasası Kurulu Menkul Kıymet Yatırım Fonları Tanıtım Rehberi”, <https://spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/253>. (E.T.22.08.2022)

⁵³ Okat, *Kollektif Yatırım Modellerine*, 7; Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 132.

⁵⁴ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129&from=EN> (E.T. 05.09.2025) Prospectus Regulation (Regulation (EU) 2017/1129) AB'de izahname (prospektüs) yükümlülüklerini uyumlaştıran temel düzenleme. İzahname hazırlama, onaylama, dağıtım gibi usulleri ve yatırımcı koruma ilkelerini düzenler.

AB devlet ve hükümet başkanlarının 17 Aralık 2004 tarihli zirvesinde kabul edilen karara göre 3 Ekim 2005 tarihinde Lüksemburg’da gerçekleştirilen Hükümetlerarası Konferans ile Türkiye’nin AB’ye katılım müzakerelerine resmen iştirak etmesi uygun bulunmuştur⁵⁵. Bu tarihten itibaren, SerPK’nın AB müktesabatı ile uyumlaştırılmasına yönelik çalışmalar hız kazanmıştır. Dolayısıyla, AB mevzuatının Türkiye’deki mevzuata uyumlaştırılması süreci açısından 6362 sayılı SerPK büyük önem taşımaktadır.

6362 sayılı SerPK, emredici şekilde hüküm altına aldığı hususlar dışındaki ayrıntıları düzenleme yetkisini SPK’ya bırakmıştır. Kurul, esas konuları ve hareket sınırları kanun tarafından tespit edilmiş konularda çeşitli düzenlemeler yapabilir. Bu düzenlemeler, tebliğ çıkarma şeklinde olabileceği gibi uygulamayı yönlendirmek amacıyla ilke kararları alma biçiminde de gerçekleştirilebilir.

6362 sayılı SerPK m. 1’de yer alan temel amaç, tasarruf sahipleri ile yatırımcıların çıkarlarının güvence altına alınması için sermaye piyasasının denetlenmesi; ayrıca piyasanın güvenilir, şeffaf, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişiminin sağlanmasıdır.

AB’nin UCITS Direktifi nedeniyle, birçok Avrupa ülkesinde yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının aynı hukuki çerçeve içinde kurulduğu ve faaliyet gösterdiği söylenebilir. 6362 sayılı SerPK’nın kolektif yatırım kuruluşlarıyla ilgili hükümleri de AB’nin UCITS Direktifi ile büyük ölçüde uyum göstermekte olup özellikle Almanya, Lüksemburg ve İsviçre hukuk sistemleri ile paralellik arz etmektedir⁵⁶.

Anglo-Sakson Hukukuna özgü bir kurum olan “trust”, Kara Avrupası hukuk sistemlerinde aynı şekilde uygulanmamaktadır. Bununla birlikte, Kara Avrupası’nda Anglo-Sakson Hukuku’ndaki trust yapısı örnek alınmış ve bu kurumun ilkeleri

⁵⁵ https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2004_2009/documents/fd/d-tr20050223_02/d-tr20050223_02en.pdf (E.T. 05.09.2025)

⁵⁶ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 134; Vural Günel ve Yalçın Özge Okat, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, (İstanbul: Onikilevha Yayıncılık, 2021), 306-307. AB mevzuatında Kolektif Yatırım Kuruluşlarının yer aldığı Direktif’de (13 Temmuz 2009 tarihli 2009/65/EC sayılı “Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi”) bu kuruluşların yatırım fonu da dahi olmak üzere yönetim şirketleri tarafından idare edilen fonlar şeklinde sözleşme hukukuna göre, trust hukukuna göre yada yatırım şirketleri benzeri esas sözleşme ile kurulabileceği kabul edilmektedir.

çerçevesinde sözleşmeye dayanan kolektif yatırım kuruluşları oluşturulmuştur. İngiltere’de “unit trust” ve ABD’de “unit investment trust” olarak adlandırılan bu yapılar, bir portföy yöneticisi ile bir güvenilen kuruluş (trustee) arasında imzalanan bir trust belgesi veya sözleşmesi ile kurulur. Yatırımcı, para yatırarak karşılığında trust birimlerini satın aldığı anda, trust’ın ön yararlanıcısı haline gelir. Güvenilen kuruluş ise fon varlıklarını yararlanıcıların menfaatlerine uygun olarak korumakla yükümlüdür⁵⁷.

2499 sayılı SerPK m. 35 uyarınca yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. Seri VI, 4 numaralı Yatırım Ortaklığına İlişkin Esaslar Tebliği’nde⁵⁸ ise yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyünü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye sistemine göre kurulan sermaye piyasası kurumları olarak tanımlanmıştır.

6362 sayılı SerPK çerçevesinde ise yatırım ortaklıkları, anonim ortaklık olarak kurulan tek faaliyet konusu halktan topladığı paralarla oluşturulan portföyü işletmek olan yatırımcı ile arasında pay sahipliği ilişkisi bulunan kolektif yatırım kuruluşları olarak tanımlanmıştır (SerPK m. 48) .

Türkiye’de yatırım fonları ilk kez, 1981 yılında SPK tarafından alınan bir kararla yasal çerçeveye kavuşturulmuş, 1982 yılında yapılan düzenlemelerle işlerlik kazanmaya başlamıştır. Daha sonra SPK tarafından yayımlanan Seri: VII, No: 1 sayılı “Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği”⁵⁹ ile yatırım fonlarına ilişkin ilk kapsamlı düzenleme yapılmıştır.

1.2. Yatırım Ortaklıklarının Tanımı ve Özellikleri

İngiltere ve ABD’de oldukça yaygın uygulama alanı bulan yatırım ortaklıklarının en önemli işlevi, tasarruf sahiplerinin birikimlerinin menkul değerlere yönlendirilmesini ve

⁵⁷ Okat, *Kollektif Yatırım Modellerine*, 10-11.

⁵⁸ Resmî Gazetede 31.07.1992 tarihinde yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

⁵⁹ Resmî Gazetede 12.12.1986 tarih ve 19310 sayı ile yayımlanan tebliğdir.

bu birikimlerin etkin biçimde değerlendirilmesini sağlamaktır⁶⁰. Günümüzde yatırım ortaklıkları, ekonomik açıdan birikimlerin güvenli ve istikrarlı şekilde artmasını sağlayan en temel finans kuruluşlarından biri haline gelmiştir. Uluslararası literatürde bu kurumlar genellikle “*investment trust*” ifadesiyle anılmaktadır⁶¹.

Birinci Dünya Savaşı’nın sona ermesi ile ABD’de ortaya çıkan yatırım ortaklıkları, Anglo-Sakson kökenli bir yapı olup, güçlü bir sermaye piyasasının meydana gelmesinde önemli rol oynamıştır. Kara Avrupası’nda bu ortaklıklardaki en belirgin ilerleme ise İngiltere’de görülmüştür⁶².

Türk mevzuatında yatırım ortaklıkları, 2499 sayılı SerPK çerçevesinde, SerPK m. 35 uyarınca “*sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan ortaklıklar*” şeklinde tanımlanmıştır. Yatırım ortaklıkları 2499 sayılı SerPK’da hüküm altına alınmasına rağmen, bu Kanun’un yürürlüğe girdiği tarihten sonraki on yıllık süre içinde, 1991 yılına kadar uygulamada karşılık bulmamıştır⁶³. SerPK m. 35’te yapılan düzenleme ile yatırım ortaklıkları, portföylerinin içeriğine göre; gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve kıymetli madenler yatırım ortaklıkları olarak sınıflandırılmıştır.

6362 sayılı SerPK m. 48/1’deki ifadeden önceki dönemde benimsenen sınırlı tasnifin terk edildiği anlaşılmaktadır. Anılan hükme göre, “*Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile Sermaye Piyasası tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla ve paylarını ihraç etmek amacıyla kurulan sabit veya değişken sermayeli anonim ortaklıklardır*” şeklinde tanımlanmıştır. Daha açık bir ifade ile; Kurulca tespit edilecek başkaca varlık ve haklardan meydana gelen portföylerin de işletmeye dahil edilmesi mümkündür.

⁶⁰ Anderson ve Born, *Closed-End Investment*, 7; Okat, *Kollektif Yatırım Modellerine*, 3; Gökçen Turan, “Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk”, *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 23/2, (2019): 198–199.

⁶¹ Anderson ve Born, *Closed-End Investment*, 5-8.

⁶² İbrahim Öngüt, “Yatırım Şirketleri ve Yatırım Fonları”, *İktisat Maliye Dergisi*, XIV/2, (1967): 61; İbrahim Toptepe, “Menkul kıymetler Yatırım Ortaklıkları”, *Maliye Dergisi*, 59, (1982): 23; İlyas Çelikaş, “Türkiye’de Yatırım Ortaklıklarının Düzenleniş ve Vergilendirilmesi”, (Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1998), 6.

⁶³ Ekrem Çanakçı, *Yatırım Ortaklıkları-1996 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları*, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1997), 1.

Böylelikle mevcut yatırım ortaklığı grubunun içeriğinin değişmesi veya yeni portföy içeriklerine göre farklı yatırım ortaklığı türlerinin ortaya çıkma olasılığı doğmaktadır.

Kanunun yaptığı tanımda en önemli husus, yatırım ortaklıklarının “*portföy işleten anonim ortaklık*” olarak kurulmasıdır. Ayrıca, yatırım ortaklıkları kolektif yatırım kuruluşları tanımı kapsamında da yer almaktadır. SerPK m. 3/1-m bendine göre: “*Kolektif yatırım kuruluşları: Yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarını ifade eder.*” Kanun koyucu, yatırım ortaklıklarının yatırım yapabileceği mal varlıklarını belirlerken, bu kuruluşların sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkullere ve girişim sermayesi yatırımlarına yönelmelerinin mümkün olduğunu ifade etmiştir.

Yatırım ortaklıkları ancak anonim ortaklık olarak faaliyetlerini yürütebilir. Yatırım ortaklığı; halktan topladığı sermaye ile riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde oluşturduğu ve sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın veya başkaca değerli madenlerden oluşan portföyünü işletme amacıyla kurulan bir ortaklıktır⁶⁴. Başka bir tanıma göre ise yatırım ortaklıkları; küçük sermayelerin, risk ve getiri dengesini sağlamak amacıyla uzman kişiler tarafından yönetildiği, küçük yatırımcıların birikimlerinin güvenli bir ortamda değerlendirildiği anonim ortaklıklar şeklinde oluşturulmuş kurumlardır⁶⁵. Yatırım ortaklıkları; ortaklık bünyesindeki bireylerin birikimlerini pay senetleri ve tahviller gibi menkul kıymetlere yatırarak portföy oluşturan, bu yolla hem riskin sınırlandırılmasını hem de uzman bir idare yoluyla, güvenli biçimde tasarrufların değerlendirilmesini sağlayan finansal kuruluşlardır⁶⁶.

Literatürde yatırım ortaklıklarına ilişkin yapılan tanımlar incelendiğinde, bu yapıların temel olarak küçük tasarrufları bir araya getirerek profesyonel bir yönetim altında portföy oluşturmaya, riskin dağıtılması yoluyla yatırımcılar açısından daha dengeli bir getiri yapısı sağlamayı amaçladığı görülmektedir. Bu bağlamda yatırım ortaklıkları, bireysel yatırımcıların tek başına üstlenmekte zorlanacağı riskleri kolektif bir yapı içerisinde

⁶⁴ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 53; Bahtiyar, *Makaleler II*, 303; Herdem Belen, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerinin Medeni Hukuk Açısından Değerlendirilmesi*, (İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım, 2002), 132.

⁶⁵ Mehmet Civan, *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*, (Bursa: Ekin Yayınevi, 2010), 36.

⁶⁶ Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 27, naklen Raif Olgun, *Investment Trust'lar*, (Ankara: Banka Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, 1964), 396.

sınırlandıran ve sermaye piyasalarının etkin işleyişine katkı sağlayan kurumsal yatırım mekanizmalarıdır.

Sonuç olarak yatırım ortaklıkları, bir yandan küçük yatırımcıların tasarruflarını güvenli ve profesyonel bir çerçevede değerlendirmelerine imkân tanırken, diğer yandan oluşturdukları portföyler aracılığıyla sermaye piyasalarında kaynak tahsisini kolaylaştıran önemli finansal aracı kuruluşlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu çerçevede yatırım ortaklığı, halktan sağladığı fonları riskin dağıtılması ilkesi doğrultusunda sermaye piyasası araçları ve diğer yatırım enstrümanlarından oluşan bir portföyde değerlendiren, bu portföyü uzman yönetim anlayışıyla işleten anonim ortaklık şeklinde örgütlenmiş bir finansal kurum olarak tanımlanabilir. Bu ortaklıklarda taşınır değerlerin yanı sıra taşınmazlar da ortaklığın portföyünü oluşturabilir⁶⁷. Yatırım ortaklıklarının portföyünü, piyasalar ile doğrudan bağlantılı şekilde sahip oldukları menkul kıymetler oluşturulabilir⁶⁸.

Yatırım ortaklıklarının temel amacı, yapılan yatırımlardan kazanç elde etmektir. Bu gelirler ortaklığın pay sahiplerine dağıtılmakta; bu durum ise küçük tasarruf sahipleri açısından yatırım ortaklıklarını cazip bir seçenek haline getirmektedir⁶⁹. Yatırım ortaklıkları, alanında uzman araştırmacıları aracılığıyla gelecekte yüksek getiri potansiyeli taşıyan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırım yapabilmektedir⁷⁰. Diğer taraftan, yatırım ortaklıkları farklı sektörlerde faaliyet gösteren birden fazla ortaklığa yatırım yaparak riskin dağıtılmasını sağlamaktadır. Böylece, yatırımların bir kısmında zarar gerçekleşse dahi kâr edilen yatırımlardan elde edilen gelirlerle bu zarar telafi edilebilmektedir. Buna göre yatırım ortaklıkları yoluyla piyasada ihtiyaç duyulan sermaye arzı ortaya çıkmakta; bu durum, sermaye piyasasının derinleşmesine katkıda bulunmakta ve yabancı sermayeye duyulan bağımlılığı azaltmaktadır⁷¹.

⁶⁷ Tekin Memiş ve Gökçen Turan, *Sermaye Piyasası Hukuku*, (Ankara: Seçkin Yayınevi, 2020), 166. Mustafa Uyar, *Sermaye Piyasası Hukukunda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları* (Ankara: Adalet Yayınevi, 2024), 66 vd. Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 55. Bahtiyar, *Makaleler II*, 316.

⁶⁸ Memiş ve Turan, *Sermaye Piyasası Hukuku* (2020), 166. Uyar, *Sermaye Piyasası Hukukunda*, 66. Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 60.

⁶⁹ Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 20-21; Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 47 vd.

⁷⁰ Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 20-21; Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 47 vd.

⁷¹ Murat Uğur Aksoy, “Yatırım Ortaklıklarının Temel Kavramları Üzerine”, *İktisadi ve Maliye Dergisi*, 20/11(1974): 412; Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 20-21.

Yatırım ortaklıkları; portföy işletmek, yani ortaklık portföyünü şekillendirmek, yönetmek ve ihtiyaçlara göre portföyde değişiklik yapmak amacıyla kurulan yapılardır⁷². Bu ortaklıklar portföy çeşitlendirmesiyle yatırımda ortaya çıkabilecek riskleri, faaliyet alanı ve ortaklıkların piyasadaki hareketlerine göre en aza indirerek dağıtmayı hedefler⁷³. Ayrıca, menkul kıymetler ile mali piyasadaki gelişmeleri sürekli olarak izler, gerekli önlemleri alır ve portföy değerini koruyup artırmaya çabalar. Bu yönüyle yatırım ortaklıkları, sermaye piyasalarında istikrarlı bir yatırım ortamının oluşmasına katkı sağlar⁷⁴.

Yatırım ortaklığı kavramı ile bağlantılı olarak “yatırımcı” kavramının SerPK’da herhangi bir tanımı bulunmamaktadır. Bununla birlikte, Kanunun 1. maddesinde Kanunun amacı belirtilirken yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunmasına vurgu yapılmıştır.

Yatırımcı kavramı, sermaye piyasasında yalnızca fon arz eden kişiyi değil, aynı zamanda bu piyasadan mal veya hizmet talep eden tarafı da ifade eder. Bu nedenle, “yatırımcı” terimi bankacılık sektöründeki “mevduat” ya da “tasarruf sahibi” kavramlarından daha geniş bir anlam taşır⁷⁵. Bu çerçevede, 2499 sayılı SerPK’da tasarruf sahiplerinin korunması esas alınmışken, 6362 sayılı SerPK’da *yatırımcıların korunması* kavramının öne çıkarılması bilinçli bir tercihtir. Böylelikle, kanun koyucu yatırımcıyı bir “tüketici” olarak değerlendirmekte ve bu bakış açısıyla yatırımcıyı koruma eğilimi güçlenmektedir⁷⁶.

1.2.1. Yatırım Ortaklıklarının Türleri

6362 sayılı SerPK’da yer alan hükümler uyarınca, yatırım ortaklıklarının anonim ortaklık şeklinde sabit ya da değişken sermaye ile kurulmalarına olanak tanınmıştır. Ayrıca, değişken sermayeli ortaklıkta pay sahiplerinin, pay senetlerini ortaklığa iade ederek karşılığında bedelini nakit olarak almalarına da izin verilmiştir (m.48/I, m. 50, m. 51). Bu düzenleme ile anonim ortaklıklarla ilgili temel ilkelere bir istisna getirilmiştir; böylece

⁷² Ahmet Aksoy ve Cihan Tanrıöven, *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi* (Ankara: Detay Yayıncılık, 2013), 127.

⁷³ Aksoy ve Tanrıöven, *Sermaye Piyasası Yatırım*, 127.

⁷⁴ Aksoy ve Tanrıöven, *Sermaye Piyasası Yatırım*, 127.

⁷⁵ Töremiş, “Yatırımcı Hizmet ve Faaliyetleri”, 51-52.

⁷⁶ Töremiş, “Yatırımcı Hizmet ve Faaliyetleri”, 51-52.

yalnızca yatırım ortaklıkları açısından anonim ortaklıkların değışken sermayeli şekilde kurulmasına imkân sağlanmıştır.

Yatırım ortaklıklarının türleri, 6362 sayılı SerPK kapsamında, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları⁷⁷, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları⁷⁸ ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları⁷⁹ olmak üzere üç ana grupta düzenlenmiştir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile risk sermayesi yatırım ortaklıkları her ne kadar kolektif yatırım kuruluşu olarak sayılsa da portföylerinin devredilebilir menkul kıymetlerden oluşmaması nedeniyle “*ara model*” olarak değerlendirilmektedir⁸⁰. Türkiye’de kurulmasına izin verilen bu ortaklıklar, yatırım yaptıkları mal varlıklarının niteliğine göre SPK tebliğleri ile düzenlenmiştir. Bu tebliğlerde; kuruluş türleri, sermaye sorumlulukları, kurucular ile yöneticiler açısından aranan koşullar, faaliyet ilkeleri ve şartları ayrıntılı şekilde belirlenmiştir.

1.2.1.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

1.2.1.1.1. Ortaklığın Tanımı ve Genel Nitelikleri

Ülkemizde gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşuna ilişkin ilk düzenleme 1992 yılında yapılmıştır. 1992 tarihli 3794 sayılı Kanun ile SerPK’da yapılan değışikliğe göre, “*Yatırım ortaklıkları sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır*” ifadesi kullanılmıştır (SerPK m. 35).

Sonrasında SPK tarafından 1995 yılında düzenlenen tebliğ ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluş şartları, faaliyet gösterecekleri alanlar ve pay senetlerinin halka arz edilmesine ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Bu düzenlemelerin ardından, 1996 yılında Türkiye’nin ilk gayrimenkul yatırım ortaklığı olan Alarko GYO kurulmuş, 1997 yılında payları İMKB’de (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) işlem görmeye başlamıştır⁸¹. 1997 yılında ise Vakıf GYO kurulmuştur. Türkiye’de gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin ilk düzenleme 1995 yılında yapılmış, ancak ortaklıkla ilgili kuruluş 1996 yılında

⁷⁷ 28.05.2013 tarihli ve 28660 sayılı R.G.yayımlanan III-48.1 sayılı Tebliğ’le düzenlenmiştir.

⁷⁸ 02.01.2014 tarihli ve 28870 sayılı R.G.yayımlanan III-48.3 sayılı Tebliğ’le düzenlenmiştir.

⁷⁹ 27.05.2015 tarihli ve 29368 sayılı R.G.yayınlanan III-48.5 sayılı Tebliğ’le düzenlenmiştir.

⁸⁰ Okat, *Kollektif Yatırım Modellerine*, 7-8.

⁸¹ <https://www.alarkogyo.com.tr/yatirimci-iliskileri/genel> (E.T.10.01.2026)

gerçekleşmiştir. Bu dönemde SPK tarafından Seri VI, No:7 sayılı “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”⁸² ve bu Tebliğe ek olarak Seri:VI, No: 8 sayılı Tebliğ yayımlanmıştır.

6362 sayılı SerPK m. 49/a hükmüne göre, kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklar olarak kurulan gayrimenkul yatırım ortaklıkları, anonim ortaklıkların genel işlevlerine sahiptir⁸³.

III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği m. 4’e göre, “*gayrimenkul yatırım ortaklığı, bu Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, altyapı yatırım ve hizmetleri, sermaye piyasası araçları, Takasbank para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı, yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat veya özel cari ve katılma hesapları ile iştirakler ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve Kanunun 48’inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumudur*”⁸⁴ şeklinde hükme bağlanmıştır.

Gayrimenkul ağırlıklı bir portföyü bulunan ve portföyünü kendisi yöneten, halka açık, kayıtlı sermaye sistemine bağlı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının diğer sermaye piyasası kuruluşlarından çeşitli farklılıkları bulunmaktadır. Bu farklar; kuruluş ve dönüşüm işlemleri, kurucu ve yöneticilerde aranan nitelikler ve ortaklığa ayni sermaye getirilebilmesi hususlarında ortaya çıkmaktadır⁸⁵.

⁸² 22.07.1995 tarih ve 22351 sayılı Resmî Gazetede yayımlanmıştır.

⁸³ Mehmet Bahtiyar, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kuruluş ve Faaliyete Geçiş Esasları, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı”, 1999, 54; Uyar, *Sermaye Piyasası Hukukunda*, 124; Geoffrey Morse, *Charlesworth’s Company Law* (UK: Sweet & Maxwell Ltd, 2005), 42 vd.

⁸⁴ Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Ortaklık Tanımı, <https://mevzuat.spk.gov.tr/def73dfb-f16e-48bd-bd5d-718e9ea6803e>. (E.T.13.04.2022).
Tebliğin 5.maddesine göre, ortaklıklar yalnızca altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan bir portföyü veya madde 4/1’de belirtilen diğer varlık ve haklardan oluşan bir portföyü işletmek üzere kurulabileceği gibi belirli bir projeye, gayrimenkule veya altyapı yatırım ve hizmetine yatırım yapmak ya da belirli bir alanda faaliyet göstermek amacıyla da kurulabilir.

⁸⁵ Özge Ayan, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluşu*, (Ankara: Adalet Yayınevi, 2021), 19; Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 323.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yatırım gerçekleştiren yatırımcılar, bu ortaklıkların portföylerinde meydana gelen değer artışlarından ve ortaklık pay senetlerinin piyasadaki değer artışından yararlanma olanağına sahiptir⁸⁶. Böylece, doğrudan gayrimenkule yatırım yapmak yerine gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yatırım yapan yatırımcılar açısından, bu ortaklıkların borsada işlem görmesi, gayrimenkul yatırımlarında karşılaşılan likidite sorununu ortadan kaldırmaktadır⁸⁷.

1.2.1.1.2. Ortaklığın Yönetimi ve Yapısı

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları bir sermaye piyasası kuruluşudur. Yatırım ortaklıklarının temel işlevi; portföy meydana getirmek, bu portföy dahilinde faaliyetlerde bulunarak gelir elde etmek ve elde edilen geliri halka arz ederek yeni ortaklarla paylaşmaktır⁸⁸. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarında portföy, halktan toplanan sermaye ile oluşturulur. Portföyün, riskin dağıtılması ilkesine göre alanında uzman kişiler tarafından yönetilmesi ve buna uygun bir sistemin kurulması ortaklığın en önemli özelliğini oluşturur⁸⁹.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının amacı, getiri potansiyeli yüksek gayrimenkul ve gayrimenkule bağlı projelere yatırım gerçekleştirmek; portföyde bulunan taşınmazlardan kira geliri elde etmek ve bu yolla kira getirisi ile alım-satım kazançları aracılığıyla gayrimenkul rantına ulaşmaktır⁹⁰.

TTK'da ortaklık kurucularına dair hükümler sınırlı sayıdadır. Kanunda, kuruculara yönelik özel bir mali veya mesleki yeterlilik koşulu aranmamaktadır⁹¹. Gayrimenkul

⁸⁶ Ali Alp ve M. Ufuk Yılmaz, *Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi*, (İstanbul: 2004), 140; Uyar, *Sermaye Piyasası Hukukunda*, 125.

⁸⁷ Alp ve Yılmaz, *Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi*, 140; Uyar, *Sermaye Piyasası Hukukunda*, 125.

⁸⁸ <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Gayrimenkul%20Yatırım%20Ortaklıkları.pdf> (E.T. 21.10.2025). Ayan, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluşu*, 51.

⁸⁹ Ayan, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluşu*, 51; Belen, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının*, 128; Gamze Gökçe, *Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi*, (Ankara: Türk Tarih Kurumu Basımevi, 1998), 7.

⁹⁰ A.Ender Çolak ve Aşkın Alıcı, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: A'dan Z'ye*, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, 2001), 35.

⁹¹ Mehmet Bahtiyar, "6102 sayılı TTK' da Anonim Şirketin Kuruluşu", *Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 9/117-118 (2014): 9-28; Özge Ayan, "Tek Kişilik Şirketlerin Uygulamaya Yansımaları", *Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 23/3 (2019): 25-51; Ayan, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluşu*, 51.

yatırım ortaklıklarının kurucu sayısına ilişkin olarak ise SerPK ya da III-48.1 sayılı Tebliğ’de yapılan bir düzenleme söz konusu değildir. Bu ortaklıklar ilgili Tebliğ’de bulunan şartları taşıyan tek bir gerçek ya da tüzel kişi tarafından da meydana getirilebilir⁹² (TTK m. 338/1).

III-48.1 sayılı Tebliğ m. 7’ye göre, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşunda kurucu vasfı taşıyan kişilerin belirli şartlara haiz olması gerekir. Buna göre, kurucuların müflis olmamaları, konkordato ilân etmemiş olmaları, muaccel vergi borcu bulunmaması, mali yeterlilik, ticari itibar ve dürüstlük yönünden uygun olması; ayrıca belirli suçlardan hüküm giymemiş olmaları ve 6415 sayılı Terörizmin Finansmanının Önlenmesi Hakkında Kanunda düzenlenen suçlardan mahkûm olmamaları şarttır⁹³.

Anonim ortaklıklar, esas sözleşmelerini Kanun ve III-48.1 sayılı Tebliğ m. 6 (1)’de yer alan hükümlere göre değiştirerek gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşebilirler. Bu şekilde dönüşümün gerçekleşebilmesi için, tüzel kişiliğin SerPK ve III-48.1 sayılı Tebliğ’de belirtilen şartları sağlaması, gerekli izinleri alması ve gereken diğer işlemleri gerçekleştirilmesi şarttır.

Dönüşüm yoluyla oluşturulan gayrimenkul yatırım ortaklıklarında, anonim ortaklığın ortakları kurucu vasfını kazanır. Bu kişilerin Tebliğ’de kurucular için öngörülen şartları taşıması gerekir. Anonim ortaklıklarda kurucu sıfatını kazanmak için özel bir şart aranmamaktadır. Ancak gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşüm sürecinde kurucu sıfatı elde eden kişilerin, ilgili mevzuatta belirtilen niteliklere sahip olması gerekir⁹⁴.

1.2.1.2. Girişim (Risk) Sermayesi Yatırım Ortaklığı

1.2.1.2.1. Ortaklığın Tanımı ve Genel Nitelikleri

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı; teknolojiyi ve sanayileşmeyi önemseyen, en başta ABD, İngiltere, Fransa, Japonya, Hollanda ve Almanya gibi devletlerde, özellikle II.

⁹² Bahtiyar, “6102 sayılı TTK’da”, 9-28; Ayan, “Tek Kişilik Şirketlerin”, (2019): 25-51; Ayan, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluşu*, 51.

⁹³ 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda tek ve gerçek veya tüzel kişi ile sermaye ortaklığı oluşturulması mümkündür (TTK m.330, m. 338/I, m.573/I). Kurucular açısından herhangi bir mali ya da mesleki uzmanlık koşulu bulunmamaktadır.

⁹⁴ Ayan, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluşu*, 121.

Dünya Savaşının devamında meydana gelen risk sermayesi kavramına dayanan; dinamik, fakat ekonomik açıdan yetersiz girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine imkân sağlayan bir yatırım finansmanı şekli olarak tanımlanabilir⁹⁵.

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı, amacı daha çok girişim sermayesinden meydana gelen portföyü işletmek olan yatırım ortaklıklarıdır⁹⁶. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, girişim ortaklıklarının idaresinde bulunabilir, ayrıca bu yönde kurulan ortaklıklara danışmanlık yapabilir⁹⁷.

Girişim sermayesi yatırımında risk, daha önceden var olmayan yeni bir ürünün gerçekleştirilebilmesi ve piyasada kalıcı olabilmesi riskidir⁹⁸. Bu sermaye, fon fazlası olan yatırımcıların; ilerleme ve gelişme kapasitelerine sahip küçük işletmelerin meydana gelmesi ve faaliyete başlaması amacıyla yaptıkları uzun vadeli yatırım olarak değerlendirilebilir⁹⁹. Risk sermayesi yatırımı, ülkemizde kurulmuş olan ya da kurulması beklenen, yüksek oranda ilerleme gücüne sahip ve menkul kıymetlerinin likiditesi düşük girişim ortaklıklarınca, birinci el piyasalarda ihracı yapılan sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılması ile oluşan, uzun vadeli kaynak aktarım şekline denir¹⁰⁰. Girişim sermayesi, girişimcilerin yaratıcı düşünceleri ile yeni üretim tekniklerini uygulayabilmeleri için ihtiyaç duydukları finansman gereksinimlerini karşılamaya çalışan, yüksek risk ve karşılığında yüksek kazanç beklentisine dayalı bir finansal olgudur¹⁰¹.

2499 sayılı SerPK döneminde mevzuatta yer alan girişim sermayesi yatırım ortaklığı, risk sermayesi yatırım ortaklığı olarak adlandırılmaktaydı. Daha sonra SPK kararı ile “risk

⁹⁵ <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Girisim%20Sermayesi%20Yatirim%20Ortakliklari.pdf> (E.T. 17.09.2025).

⁹⁶ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 59; Bahtiyar, *Makaleler II*, 317; Uyar, *Sermaye Piyasası Hukukunda*, 67. Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 332.

⁹⁷ Kobi Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi, “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları”, (E.T.19.05.2022), <https://kobias.com.tr/girisim-sermayesi-yatirim-ortakliklari/>.

⁹⁸ <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Girisim%20Sermayesi%20Yatirim%20Ortakliklari.pdf> (E.T. 17.09.2025).

⁹⁹ “Sermaye Piyasası Kurulu Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi”, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/206>. (E.T. 17.05.2022).

¹⁰⁰ Berna Taner ve Cenk Akkaya, *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler* (Ankara: Detay Yayıncılık, 2016), 63; Çanakçı, *Yatırım Ortaklıkları-1996 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları*, 1 vd.

¹⁰¹ Erkan Aydın, “Girişim Sermayesi Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Bakımından Vergilendirilmesi”, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, XXXVII/II (2015): 57-82.

sermayesi” kavramı “girişimci sermayesi” olarak değiştirilmiştir. Öğretide yer alan ve bizim de katıldığımız görüş çerçevesinde; yatırım ortaklığı açısından önem arz eden konuların kanunla değiştirilmesi gerektiği, ancak SPK’nın kendiliğinden yaptığı isim değişikliğinin bir kavram karışıklığına yol açacağı ifade edilmektedir¹⁰².

SPK’nın çıkarmış olduğu III-48.3 sayılı Tebliğ m. 4 (1)’e göre girişim sermayesi yatırım ortaklığı; tebliğle belirlenmiş usuller çerçevesinde, girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve SPK tarafından belirlenecek farklı varlık ve haklardan meydana gelen portföyü işletmek için paylarını ihraç amacıyla oluşturulan ya da esas sözleşme değişikliği yoluyla dönüşen; tebliğde belirtilen diğer faaliyetleri yapabilen kayıtlı sermaye sistemine bağlı anonim ortaklık olarak kurulan bir sermaye piyasası kuruluşudur.

1.2.1.2.2. Ortaklığın Yönetimi ve Yapısı

Girişim sermayesi yatırım ortaklığını kurabilecek kişiler konusunda özel bir düzenleme yapılmamıştır. Bu sebeple herhangi bir anonim ortaklıkta kurucu olabilecek gerçek ve tüzel kişiler girişim sermayesi yatırım ortaklığı işletebilecektir¹⁰³.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarında da lider sermayedar kavramı önemlidir. Buna ilişkin olarak III-48.3 sayılı Tebliğ m. 7’ ye göre lider sermayedar, halka arzdan sonraki pay kazanımları dışında, ortaklıkta imtiyazlı pay olmaması durumunda tek başına ya da bir araya gelerek yönetim kontrolünü gerçekleştiren paylara sahip, ortaklıkta imtiyazlı

¹⁰² Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 57.

¹⁰³ <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Girisim%20Sermayesi%20Yatirim%-20Ortakliklari.pdf> (E.T.19.09.2025). Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ile ilgili olarak III-48.3 sayılı Tebliğ’in 6. maddesine göre, ortaklığın gerçek ve/veya tüzel kişi kurucu ortaklarının iflas etmemiş olması, konkordato ilân etmiş olmaması ya da hakkında iflasın ertelenmesi kararı verilmiş olmaması, faaliyet izinlerinden biri SPK tarafından iptal edilmiş kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması, kanunda yazılı suçlardan kesinleşmiş mahkumiyetinin bulunmaması, kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan mal varlığı değerlerini aklama, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmaması, ortaklık kuruluşu için gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlaması ve taahhüt ettikleri sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olması, işin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması, muaccel vergi borcu bulunmaması, 7/2/2013 tarihli ve 6415 sayılı Terörizmin Finansmanının Önlenmesi Hakkında Kanunda düzenlenen suçlardan mahkûm olmaması gibi sicile yönelik şartları taşıması gerekir.

pay bulunması halinde ise, tek başına veya bir araya gelmek suretiyle yönetim kontrolü sağlayan imtiyazlı payların çoğunluğu dahil olmak üzere, sermayenin asgari %25'i oranındaki paylara sahip olan ortak veya ortaklardır.

Lider sermayedar kavramı girişim sermayesi yatırım ortaklıklarında yönetim kontrolü ve istikrarın sağlanması açısından kritik bir role sahiptir. III-48.3 sayılı Tebliğ m. 7'de yer alan tanım, lider sermayedarın hem pay oranı hem de fiilî yönetim gücü bakımından belirleyici bir konumda olduğunu göstermektedir. Bu yönüyle düzenleme hem yatırımcıların çıkarlarını korumakta hem de kurumsal yönetimin etkin bir şekilde işlemesine katkı sağlamaktadır.

III-48.3 sayılı Tebliğ'de, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kuruluşunda hem kurumsal şeffaflığı hem de finansal güvenilirliği gerçekleştirmek için ayrıntılı koşullar hükme bağlanmıştır. Bu düzenlemeler, ortaklık yapısında yer alacak kişi ve kurumların finansal itibarı, hukuki geçmişi ve etik nitelikleri bakımından yüksek standartlar öngörmüştür. Özellikle suç geçmişi, mali güç ve dürüstlük kriterleri, sermaye piyasalarında güvenin tesis edilmesine yönelik önleyici bir işlev görmektedir.

1.2.1.3. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, ilk olarak yürürlükten kaldırılan 2499 sayılı SerPK'da yer almıştı. Daha sonra, 6362 sayılı SerPK hükümlerine göre faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu ortaklıklar ile ilgili ayrıntılı düzenlemeler ise SPK'nın yayımladığı III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Tebliği ile belirlenmiştir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları anonim ortaklık statüsünde olduğundan, Sermaye Piyasasında yer almayan tüm hususlarda, TTK'nın anonim ortaklıklara ilişkin düzenlemelerine tabidir¹⁰⁴. Söz konusu ortaklıkların portföylerinin uzman bir kadro tarafından yönetilmesi, tasarruf sahiplerinin riskini azaltmakta; aynı zamanda tasarrufların menkul kıymetlere yönlendirilmesi sayesinde finansal kaynakların etkin ve verimli şekilde kullanılmasına katkı sağlamaktadır. Bu özellikleri nedeniyle, yabancı

¹⁰⁴ <https://spk.gov.tr/kurumlar/yatirim-ortakliklari/menkul-kiymet-yatirim-ortakliklari/tanitim-rehberi> (E.T.20.03.2024) Konu ile ilgili bkz. İkinci Bölüm.

ülkelerde olduğu kadar, Türkiye’de de menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kurulması ve gelişmesi vergi teşvikleri yoluyla desteklenmiştir¹⁰⁵.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, tasarruf sahiplerinin farklı menkul kıymetlere yatırım yaparak portföy oluşturmalarına, böylece riskin dağıtılmasına ve tasarrufların uzman idareciler tarafından değerlendirilmesine imkân tanımaktadır. Bu yönüyle küçük çaptaki tasarruf sahiplerinin birikimlerini sermaye piyasasına dahil edilmesinde rol oynayan finansman kuruluşları olarak ifade edilebilir¹⁰⁶. Sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kuruluş koşulları, III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Tebliği m.6’ya göre kısaca; kayıtlı sermaye sistemine göre ve anonim ortaklık statüsünde kurulmaları, başlangıç sermayelerinin SPK tarafından belirlenen miktardan düşük olmaması, paylarının tümünün nakit karşılığı çıkarılmış ve bütünüyle ödenmiş olması ile ticaret unvanlarında "*Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı*" ifadesinin bulunması gerekliliği şeklinde özetlenebilir. Ayrıca, kurucular arasında en az bir lider sermayedarın bulunması ve esas sözleşmenin SerPK hükümlerine aykırı olmaması koşulu aranmaktadır.

Değişken sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kuruluş koşulları ise, III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Tebliği m. 45/1 ile hükme bağlanmıştır. Buna göre ortaklığın anonim ortaklık olarak kurulması, kurucularının, ortaklığın net aktif değerini, bu Tebliğde belirtilen süre ve esaslar dahilinde yatırımcı payları ihracıyla asgari olarak 60 milyon TL’ye artıracığını Kurula taahhüt etmesi, başlangıç sermayesinin 30 milyon TL’den az olmaması, paylarının nakit karşılığı çıkarılması ve pay bedellerinin tam ve nakden ödenmesi, ticaret unvanında "*Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı*" ibaresine yer vermesi, 59’uncu maddenin ikinci fıkrası hükmü saklı kalmak üzere genel müdür ile yönetim kurulu üyelerinin belirlenmiş olması ve bu kişilerin bu Tebliğ’de öngörülen şartları taşımaları, Kurucularının bu Tebliğ’de öngörülen şartları haiz olması, esas sözleşmesinin Kanun, bu Tebliğ ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olması, Kurulca yetkilendirilmiş bir kuruluşun portföy saklama hizmetini yürütmek üzere belirlenmiş olması, zorunludur. Tebliğ m. 45/2’ye göre değişken sermayeli ortaklık tarafından işletme adı kullanılmak istenmesi halinde, işletme adında ortaklık portföyü türüne ve "*DSYO*"

¹⁰⁵ <https://spk.gov.tr/kurumlar/yatirim-ortakliklari/menkul-kiymet-yatirim-ortakliklari/tanitim-rehberi> (E.T.05.09.2025).

¹⁰⁶ Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 314. III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Tebliği ile düzenlenmiştir.

kısaltmasına yer verilmesi zorunludur. Tebliğ m. 45/3'e göre istenmesi halinde esas sözleşmede azami sermaye miktarına yer verilebilir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının diğer ortaklık türlerinden ayıran temel özellik, faaliyet alanlarının yalnızca sermaye piyasası araçları ile altın ve diğer kıymetli madenlerden meydana gelen bir portföyün işletilmesiyle sınırlandırılmış olmasıdır¹⁰⁷. Bu ortaklık türlerinin hukuki çerçevesi ve faaliyet esasları, III-48.5 sayılı Tebliğ ile hüküm altına alınmıştır.

1.2.2. Yatırım Ortaklıklarının Ortaya Çıkışı ve Karşılaştırmalı Hukuktaki Gelişim Süreci

1.2.2.1. Yabancı Hukukta Gelişimi

Tarihte kabul edilen ilk yatırım ortaklığı, 1822 yılında Hollanda Kralı 1.Wilhelm tarafından Brüksel'de kurulan “*Société générale des Pays-Bas pour Favoriser L'industrie Nationale*” adlı kuruluştur¹⁰⁸. Bu ortaklık, ilk dönemlerinde bir banka, finansman kurumu veya holding olarak faaliyet göstermiştir. 1904 yılında adını değiştirerek gerçek anlamda bir yatırım ortaklığı yapısına dönüşmüştür. Günümüzdeki haliyle ilk yatırım ortaklıklarının ortaya çıkışı ise her ne kadar Kara Avrupa'sındaki ekonomik ortam bu gelişmeye elverişli olmasada 1860'lı yıllarda İngiltere ve İskoçya'da başlamıştır¹⁰⁹.

ABD'de yatırım ortaklıkları kurma düşüncesi, Kara Avrupa'sına göre daha geç ortaya çıkmıştır. Ülkede ortaklıkların gelişimi özellikle 1929 yılından sonra hız kazanmıştır. Kara Avrupası'nda yatırım ortaklıklarının gelişiminde öncülük eden devletler içinde Hollanda, İsviçre, Belçika, Fransa ve Almanya sayılabilir¹¹⁰. ABD'deki ilk kolektif yatırım kuruluşu ise 1889 tarihinde kurulan New York Stock Trust olmuştur¹¹¹.

¹⁰⁷ <https://spk.gov.tr/kurumlar/yatirim-ortakliklari/menkul-kiymet-yatirim-ortakliklari/tanitim-rehberi> (E.T.05.09.2025).

¹⁰⁸ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 32; Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 16,17-27; Hamdi Yasaman, *İsviçre ve Fransız Hukuklarında Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkânları* (İstanbul:1980), 36 vd.

¹⁰⁹ Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 28.

¹¹⁰ Selahattin Tuncer, *Türkiye'de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama)*, (Ankara: Okan Yayıncılık, 1985), 131.

¹¹¹ Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 3; Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 34.

1.2.2.1.1. Alman Hukukunda

Almanya, Birinci Dünya Savaşı sonrasında, özellikle ABD ve İngiltere'nin sanayideki gelişmeleriyle rekabet edebilmek için dış borçlanmaya gitmeden yatırım ortaklıklarından yararlanma yoluna gitmiştir¹¹². Almanya'daki ilk yatırım ortaklığı 1923 yılında kurulmuştur¹¹³. Birlik sonradan kooperatife dönüşmüştür. Sonrasında 1928 yılında Münih'te Bavyera Yatırım Ortaklığı kurulmuştur. Ancak küresel ekonomik krizin ortaya çıkması ile bu alandaki gelişmeler yarım kalmıştır¹¹⁴.

İlerleyen yıllarda, kooperatife dönüşen bu ortaklıkları izleyen girişimler nihayetinde 1950 yılında Bavyera Devlet Bankası tarafından yönetilen Münih merkezli Alman Genel Yatırım Limited Ortaklığının kurulmasına kadar devam etmiştir. Bu gelişmelerin yasal zemine oturması ile 1956 yılından başlayarak bankalar yatırım fikrini kendi faaliyet alanlarına uyarlayarak desteklemeye başlamıştır. Almanya'da yatırım ortaklıkları, yasal olarak “*Depotbank*” olarak adlandırılan bir gözetici bankanın denetimi ve güvencesi altında faaliyet göstermektedir¹¹⁵. Bu açıdan, Alman tipi yatırım ortaklıkları Anglo-Sakson modelinden farklı olarak kaynak ve desteklerini büyük ölçüde banka sisteminden sağlamaktadır¹¹⁶.

Almanya'daki menkul kıymet yatırım ortaklıkları (yatırım fonu niteliğindeki ortaklıklar) zaman içinde önemli yasal dönüşümler geçirmiştir. Özellikle 1990'lar ve 2000'ler boyunca, bu alandaki düzenlemeler AB uyum süreciyle şekillenmiştir. 2013 yılı, AB, AIFMD'nin Alman hukukuna Kapital Yatırım Kanunu (KAGB) aracılığıyla aktarılmasıyla bir dönüm noktasıdır. Bu değişiklik, daha önce sadece açık uçlu fonlar sıkı denetime tabi iken kapalı uçlu fonlar büyük ölçüde genel ortaklıklar hukuku kapsamında kalıyordu; KAGB'nin yürürlüğe girmesiyle birlikte tüm kolektif yatırım

¹¹² Gerald D. Feldman, “Foreign Penetration of German Enterprises after the First World War: The Problem of Überfremdung”, in Historical Studies in International Corporate Business, ed. Alice Teichova, Maurice Lévy-Leboyer ve Helga Nussbaum (Cambridge: Cambridge University Press, 1989), 87–110.

¹¹³ Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 46; Murat Uğur Aksoy, “Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu”, *İktisadi ve Maliye Dergisi*, 21/ 2 (1974): 67.

¹¹⁴ Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 46; Aksoy, “Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki”, 67.

¹¹⁵ Haydar Kazgan ve Murat Uğur Aksoy: “Sermaye Piyasası ve Yatırım Ortaklıkları”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 30/1 (1970): 337.

¹¹⁶ Kazgan ve Aksoy: “Sermaye Piyasası ve Yatırım Ortaklıkları”, 337. Burada yazarlar tarafından önerilen de makalenin yayınlandığı dönem için Alman sisteminde olduğu gibi Türkiye'de de yatırım ortaklıklarının banka sistemi üzerinden gelişmesinin sağlanmasıdır.

fonları tek bir yasal çerçeve altında BaFin denetimine alınmıştır¹¹⁷. KAGB, hem UCITS türü menkul kıymet fonlarını hem de AIFMD kapsamındaki alternatif fonları kapsayan bütüncül bir mevzuat sunarak Almanya'nın fon sektörünü AB standartlarıyla uyumlu hale getirmiştir. Bu tarihsel dönüşüm, Alman yatırım ortaklıklarının yatırımcı koruması ve piyasa şeffaflığı temelinde kurumsal bir yapıya kavuşmasını sağlamıştır.

1.2.2.1.2. İngiliz Hukukunda

İngiltere'de 19. yüzyılda yaşanan ekonomik dalgalanmalar kolektif yatırım kuruluşlarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu ortamda, yatırım ortaklıkları (investment trust'lar), bünyelerinde görev alan uzmanlar aracılığıyla tasarruf sahiplerinin birikimlerini güvenli ve nispeten risksiz yatırımlara yönlendirmek amacıyla kurulmuştur¹¹⁸.

Bugünkü şekliyle amacı halktan topladığı birikimleri farklı menkul değerlere yatırarak riskin dağıtılmasını sağlamak olan ortaklıklar, ilk kez 1860'larda "*investment trust*" adıyla kurulmuştur¹¹⁹. İngiltere'de 1868 yılında Londra'da kurulan "*Foreign and Colonial Government Trust*" küçük tasarruf sahiplerine fayda sağlamak için yatırım riskinin değişik senetlere dağıtılması esasına dayalıdır; kuruluş İngiltere'de modern anlamda yatırım kuruluşlarının ilk örneği olarak kabul edilmektedir¹²⁰.

İngiltere'de 1870'li yıllarda çok sayıda trust oluşturulmuştur. 1870 sonrasında kurulan bu trust şeklindeki yapıların bir kısmı daha sonra ortaklık bünyesinde faaliyet göstermeye başlamıştır¹²¹. Bütünüyle Anglo-Sakson hukukuna göre düzenlenmiş bir kurum olan trust, Kara Avrupası hukuk sisteminde uygulama alanına sahip değildir¹²². Ancak buna rağmen Kara Avrupası'nda Anglo-Sakson hukukunda yer alan trust modeli temel alınmış ve onun ilkeleri benimsenerek sözleşmeye dayalı kolektif yatırım kuruluşları teşkilatlandırılmıştır¹²³.

Kara Avrupası'nda değişken sermayeli yatırım ortaklıkları ve sözleşmeye dayalı yatırım ortaklıkları bulunmakta iken, İngiltere'de tek açık uçlu kolektif yatırım kuruluşu modeli

¹¹⁷ Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) – "*After Wirecard: more powers for BaFin*" (2021).

¹¹⁸ Yasaman, *İsviçre ve Fransız Hukuklarında*, 40; Çeliktas, "Türkiye'de Yatırım Ortaklıklarının", 18.

¹¹⁹ Yasaman, *İsviçre ve Fransız Hukuklarında*, 37 vd; Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 30.

¹²⁰ Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 29.

¹²¹ Yasaman, *İsviçre ve Fransız Hukuklarında*, 37 vd; Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 30.

¹²² Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 11; Yasaman, *İsviçre ve Fransız Hukuklarında*, 25.

¹²³ Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 11; Yasaman, *İsviçre ve Fransız Hukuklarında*, 25.

olarak unit trust'lar faaliyet göstermekteydi. 1997 yılında ise düzenleyici kurum olan Finansal Hizmetler Otoritesi (Financial Services Authority-FSA)¹²⁴ tarafından çıkarılan “Finansal Hizmetler (Açık Uçlu Yatırım Şirketleri) Düzenlemeleri” ile bu alanda önemli bir düzenleme yapılmıştır. Bu tarihten sonra değişken sermayeli yatırım ortaklıkları İngiltere’de hızla kurulmaya başlanmıştır¹²⁵.

İngiltere’de yatırım ortaklıkları, pay ihracı ile sermaye toplayan kapalı uçlu limited ortaklıklar şeklinde yapılandırılmıştı. Yatırım ortaklıkları, Birleşik Krallık Şirketler Yasası (Companies Act, 2006)¹²⁶ hükümlerine göre kurulmuş public limited company (PLC) statüsünde faaliyet göstermiştir. Bu ortaklıkların hisse senetleri, Londra Menkul Kıymetler Borsası’nda (London Stock Exchange) işlem görmüş ve Birleşik Krallık Listeleme Kuralları (UK Listing Rules) ve Finansal Davranış Otoritesi (Financial Conduct Authority – FCA) tarafından belirlenen diğer düzenlemelere tabi olmuştur¹²⁷. Varlıklar, borsada işlem gören tanınmış diğer ortaklıkların paylarına yatırılmaktaydı. Bu şekilde kurulan bir ortaklık, sermayesinin azaltılmasını talep ettiğinde, şirketler yasasının getirmiş olduğu ağır şartlara uymak zorundaydı. Bu nedenle kendi paylarını kolayca satın alamaz ve yatırımcı yatırımlarını gerçekleştirmek için pay senetleriyle borsada işlem yapmakla yükümlüydü. Pay senetleri genel olarak temel net varlık değerine göre önemli bir iskonto ile işlem görmektedir¹²⁸.

¹²⁴ FSA, kâr amacı gütmeyen ortaklıkların seçtiği bir tür limited ortaklık (company limited by guarantee) olarak kurulmuştur. Bunun sonucu olarak ortaklıklar gibi bir yönetim yapısı söz konusu olmakta, genel kurul, yönetim kurulu ve denetim komitesi olmakta, mali tabloları bağımsız denetimden geçmektedir. FSA'nın halktan ortağı yoktur ve kâr amacı gütmemektedir. FSA, bağımsız fonksiyonları ile bir ticari ortaklıktan çok kamu kurumuna yakındır. Bununla birlikte FSA bağımsız ve kamu kurumu olmayan bir kuruluştur. Nitekim Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu'na göre, Kurumun Kraliyet adına hareket ettiği ve çalışanların kraliyet hizmetlisi olduğu kabul edilmemektedir. Tarihi nedenlerden dolayı öz düzenlemenin devamlılığı nedeniyle FSA ortaklık olarak oluşturulmuştur. Sermayesi paylara bölünmemiş bir ortaklıktır. Ortaklıklara ilişkin düzenlemeleri içeren Hampel tavsiyelerinden bazıları uygulanmamaktadır. FSA, 1985 Şirketler Kanununda ortaklık unvanında limited kelimesinin kullanma zorunluluğundan Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu tarafından muaf tutulmuştur. (Rüya Eser, İngiltere’de Finansal Piyasaların Düzenlenmesinde Finansal Hizmetler Kurumu, Sermaye Piyasası Kurumu Araştırma Raporu, 2001, 8).

¹²⁵ Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 20.

¹²⁶ UK Government. (2006). Companies Act 2006. <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/-contents> (E.T. 10.10.2025).

¹²⁷ Financial Conduct Authority (FCA). (nd.). UK Listing Rules Sourcebook (UKLR). Retrieved from <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/UKLR>. (E.T. 10.10. 2025).

¹²⁸ Susan Hodge, “Open-Ended Investment Companies”, *Journal Of Financial Regulation and Compliance*, (1995), 322.

2024 yılında yürürlüğe giren yeni Listing Rules reformu, kapalı uçlu yatırım şirketleri için özel düzenlemeler içermektedir ve bu ortaklıkların bilgi açıklama, yönetim ve pay sahipliği yapısına ilişkin standartları güncellemiştir. Ayrıca, yatırım ortaklıkları genellikle Investment Trust (Approved Company) statüsünü koruyarak, belirli vergi avantajlarından yararlanabilmektedir. Buna karşılık, halka açık olmayan özel sermaye veya gayrimenkul fonları gibi bazı yatırım yapıları hâlâ limited ortaklık biçiminde kurulmakta; ancak bu yapılar genellikle yatırım ortaklığı değil, yatırım fonu (fund) niteliği taşımaktadır¹²⁹.

Günümüzde ise The Association of Investment Companies (AIC) tarafından yayımlanan 2025 tarihli “*The ownership of investment companies*” raporuna göre, yatırım ortaklığı paylarının (investment companies / investment trusts) toplam piyasa değeri bazında yaklaşık %48’i kurumlar (institutions) tarafından tutulmaktadır¹³⁰.

1.2.2.1.3. Avrupa Birliği Hukukunda

Yatırım ortaklıkları, Avrupa’da gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde ortaya çıkan ihtiyaçlar sebebiyle kendiliğinden oluşmuştur. Gelişmiş ülkelerde tasarruflarını yatırım yaparak değerlendirmek isteyen yatırımcılar, pazardaki gelişmeleri ve eğilimleri eksiksiz olarak bilmek, bu doğrultudaki farklı türdeki menkul kıymetleri inceleyip yorumlamak ve bunun sonucunda karar vermek için gerekli imkân, zaman ve bilgi düzeyine sahip değildir¹³¹.

AB sermaye piyasası mevzuatında; menkul kıymetler konusunda sağlıklı işleyen bir piyasanın temel unsurları, hizmet sunumu serbestisi, düzenleyici otoritelere yönelik kurallar, yatırımcıların korunması, sermaye piyasası suçları, sermaye piyasası kurumlarının çalışma şartları, ortaklıklar açısından menkul kıymet ihraçları, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, mali tablolara dair konular ve kolektif yatırım kuruluşlarının

¹²⁹ Financial Conduct Authority / HMRC. (2024). Feedback to CP24/6 and final UK Listing Rules (PS24/6). <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps24-6.pdf> (E.T. 10.10.2025).

¹³⁰ https://www.theaic.co.uk/sites/default/files/documents/The_ownership_of_investmentcompanies_Mar25_FINAL.pdf (E.T. 10.10.2025)

¹³¹ Reha Poroy Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2019), 325.

faaliyet esasları ve bunların AB içerisinde pazarlanması gibi konular düzenlenmektedir¹³².

Yatırım ortaklıkları, AB hukukunda ilk kez, kısa adıyla OGAW direktifi adıyla bilinen, Bakanlar Konseyi tarafından çıkarılan “*Kıymetli Evraka Yapılan Müşterek Yatırımlar İçin Belirli Kuruluşlar Hakkında Hukuki ve İdari Hükümlerin Koordinesine yönelik 20 Aralık 1985 tarihli ve 85/611/EWG Numaralı Direktif*” ile düzenlenmiştir¹³³. Birliğe üye devletlerin, ilgili bakanlarından meydana gelen ve AB’nin en üst düzenleyici organı olan Bakanlar Konseyi tarafından kabul edilen bu Direktif, tüm üye devletler için bağlayıcı niteliktedir. Ancak, Direktifler tüzükler gibi yayımlandığı anda üye devletlerde doğrudan yürürlüğe girmemektedir. Yürürlüğe girebilmesi için üye devletlerin kendi iç hukuklarında gerekli düzenlemeleri yapmaları gerekmektedir. Bu iç düzenleme çalışmalarının yapılması, AB’yi kuran Roma Antlaşması’nın ilgili maddelerine göre zorunludur¹³⁴. Direktif ile kolektif yatırım kuruluşlarının kuruluş, işlevi ve faaliyetlerinin belirlenmesi; ayrıca bütün Birlik genelinde bu düzenlemeler arasında koordinasyonun sağlanması temel gaye olarak kabul edilmiştir. Direktif, AB’ye üye ülkelerin sınırları içerisinde faaliyet gösteren ve devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan kolektif yatırım kuruluşlarını (UCITS) kapsamaktadır¹³⁵.

Direktif hükümlerine göre UCITS; tek gayesi halktan toplanan paralarla devredilebilir menkul kıymetlere, riskin dağıtılması ilkesine göre kolektif yatırım yapmak olan; payları karşılığında, pay sahiplerinin isteği üzerine doğrudan veya dolaylı olarak aktiflerinden geri alım ya da ödeme yapan ve payları halka arz yoluyla satılan kuruluşlardır¹³⁶. Paylarını devredilebilir menkul kıymetlere yatırmayan yatırım kuruluşlar, kapalı uçlu

¹³² Gürlesel, *Avrupa Birliği Katılımı*, 199-200.

¹³³ Paslı ve Aydoğan, “Kolektif Yatırım Kuruluşları”, 475-501. Bu direktif sonraki tarihlerde değişikliğe uğramıştır. 2002 yılında yoğun tartışmaların ardından UCITS III olarak anılan, fonlarının yatırım yelpazesini genişleten ve birtakım kısıtlamaları kaldıran Direktif kabul edilerek yürürlüğe girmiştir.

¹³⁴ Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 6.

¹³⁵ Marco Bodellini, “Does it still make sense, from the EU perspective, to distinguish between UCITS and non-UCITS schemes?”, *Capital Markets Law Journal*, 11/4, (2016), 528-539. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmw021> (E.T. 10.10.2025).

¹³⁶ <https://ideas.repec.org/a/aza/jsoc00/y2013v6i1p10-15.html?utm> (E.T. 10.10.2025).

kolektif yatırım kuruluşları, ayrıca payları halka arz edilmeyen kuruluşlar, Direktif bünyesinde düzenlenmemiştir¹³⁷.

Yatırım kuruluşları, Direktif’te: *“Tek amacı, devredilebilir menkul kıymetlere veya halktan toplanan sermayenin Madde 50 (1)’de atıfta bulunulan diğer likit finansal varlıklara kolektif yatırım yapmak olan ve riskin yayılması ilkesi çerçevesinde faaliyet gösteren; pay sahiplerinin talebi üzerine doğrudan veya dolaylı olarak söz konusu kuruluşların varlıklarından geri satın alınan veya itfa edilen pay birimlerine sahip olan kuruluşlar”* şeklinde açıklanmaktadır¹³⁸.

AB hukukunda kolektif yatırım kuruluşları, temel olarak UCITS olarak bilinen 2009/65/AT sayılı Direktif’te¹³⁹ düzenlenmiştir. UCITS, Türkçeye *“devredilebilir menkul kıymetlere yapılan müşterek yatırım girişimleri/teşebbüsleri/kuruluşları”* olarak çevrilebilir. Direktif, esas olarak üye ülkelerin sınırları dahilinde bulunan ve menkul kıymetlere yatırım yapan teşebbüslerin bağlı olacağı kuralları belirlemektedir. 2009/65/AT veya UCITS IV, geçmişte yer alan düzenlemelerin piyasa ve yatırımcılar yönünden doğurduğu sonuçlara dayanılarak yapılan teknik değişikliklerin yer aldığı temel mevzuat olarak kabul edilmiştir¹⁴⁰.

AB’nin temel amaçlarından biri, ekonomik gelişimin önündeki engelleri ortadan kaldırmaktır. Avrupa Komisyonu’na göre, kolektif yatırımcılar arasında küçük

¹³⁷ Cosmina Mădălina Pop ve Victoria Bogdan, “The collective investment funds – A Romanian and European perspective”, Annals of the “Stefan cel Mare” University of Suceava: Fascicle of the Faculty of Economics and Public Administration, 9, (2009), 204–211.

¹³⁸ Madde 1 (2): “(a) with the sole object of collective investment in transferable securities or in other liquid financial assets referred to in Article 50 (1) of capital raised from the public and which operate on the principle of risk-spreading; and (b) with units which are, at the request of holders, repurchased or redeemed, directly or indirectly, out of those undertakings’ assets”. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02009L0065-20200107>. (E.T. 10.10.2025).

¹³⁹ Direktif toplamda 14 bölüm ve 119 madde ile 4 ekten oluşmaktadır. Birinci bölüm konu, kapsam ve tanımlara; ikinci bölüm kolektif yatırım kuruluşlarının yetkilendirilmesine, üçüncü bölüm yönetim ortaklarına ilişkin yükümlülükler; dördüncü bölüm varlıkların saklanmasıyla ilişkin yükümlülükler; beşinci bölüm yatırım şirketlerine ilişkin yükümlülükler; altıncı bölüm KYK’ların birleşmelerine; yedinci bölüm KYK’ların yatırım politikalarına ilişkin yükümlülükler; sekizinci bölüm master-feeder yapılarına; dokuzuncu bölüm yatırımcılara sunulacak bilgilere ilişkin yükümlülükler; onuncu bölüm KYK’ların genel yükümlülüklerine; on birinci bölüm pazarları kuruldukları ülkeden farklı olan KYK’lara uygulanacak hükümlere; on ikinci bölüm (ilgili devlette) KYK’nın yetkilendirilmesi ve gözetiminden sorumlu otoritelere; on üçüncü bölüm Avrupa Menkul Kıymetler Komitesine ve on dördüncü bölüm ise istisnalara, nihai hükümlere ve geçiş hükümlerine ilişkin hükümleri ihtiva etmektedir.

¹⁴⁰ Direktifte sık denebilecek aralıklarla güncellemeler yapılmakta olup, en son UCITS VI adıyla son revizyon üzerinde çalışılmaktadır.

yatırımcıların oranı %75 olarak tespit edilmiştir¹⁴¹. Buna göre AB'nin, bir yandan yatırımcıların sağlıklı ve güvenli olarak yatırımını gerçekleştirmesini sağlarken diğer yandan bu yapının en önemli unsurları olan yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve saklama kuruluşlarının faaliyetlerini izleyerek yatırımcıları korumaya çalıştığı görülmektedir¹⁴².

1.2.2.1.4. Amerikan Hukukunda

ABD'de 1823 yılında kurulan “*Massachusetts Hospital Life Insurance Company*” ismiyle anılan ortaklık müşterileriyle yapmış olduğu işlemlerden dolayı yatırım kuruluşu olma niteliği taşımıştır. Ancak ABD'de ilk teşkilatlanan yatırım kuruluşu olarak “*New York Stock Trust*” olarak kabul edilmektedir. Yatırım kuruluşlarının gelişiminde, bankaların bu yapıya destek olması ve devlet borçlanmalarının piyasada yatırım imkânı sağlaması önemli rol oynamıştır¹⁴³.

Bazı yatırım bankaları ve borsa acenteleri, ellerindeki düşük değerli pay senetlerini piyasaya hızlı bir şekilde sürmek, ayrıca bu senetlerin alım satımından yüksek kazanç elde etmek için yatırım ortaklıklarının kurulmasına öncülük etmişlerdir. Bu ortaklıklar esasen kuruluşların kendi çıkarlarına hizmet etmek amacıyla oluşturulmuştur¹⁴⁴. ABD'deki birçok yatırım ortaklığı, 1929 yılındaki ekonomik kriz öncesinde kurulmuştur. Bu ortaklıklar, yatırımlarını büyük oranda yüksek fiyatlı pay senetlerine yönlendirdiklerinden, kriz sırasında uğradıkları zarar da oldukça fazla olmuştur¹⁴⁵.

“*Management investment trust*” (yönetmel yatırım ortaklıkları) türündeki kuruluşlar, 1929 yılındaki kriz zamanındaki olumsuz deneyimlerden dolayı halkın gözündeki saygınlığını kaybetmiştir¹⁴⁶. Bunun üzerine “*fixed trust*” türü yatırım ortaklıkları itibar kazanmaya ve tercih edilmeye başlamıştır. Ancak bu tür, halk tarafından itibar görmesine rağmen katı

¹⁴¹ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_de (E.18.02.2022) (.....This category of investment funds accounts for around 75% of all collective investments by small investors in Europe.)

¹⁴² Paslı ve Aydoğan, “Kolektif Yatırım Kuruluşları”, 479.

¹⁴³ Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 34.

¹⁴⁴ Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 35.

¹⁴⁵ <https://archive.org/details/greatcrash192900galb> (E.T. 10.10.2025).

¹⁴⁶ Janette Rutterford, “Learning from One Another's Mistakes: Investment Trusts in the UK and the US, 1868–1940,” *Financial History Review* 16/2 (2009): 157–181.

ilkeleri sebebiyle¹⁴⁷ uzun vadede fazla rağbet görmemiştir. Bunun yerine, 1932 yılından itibaren, özellikle daha esnek yapısından dolayı “*flexible trust*” tipine ilgi artmıştır. Bu gelişmelerin sonucunda “*mutual fund*” ya da “*open-end investment company*” adıyla bilinen yatırım ortaklığı türleri ABD’de yaygınlaşmıştır¹⁴⁸.

Yatırım ortaklıklarına ilişkin yasal ihtiyaçların ortaya çıkması üzerine, Amerikan Kongresi tarafından 1940 yılında Yatırım Ortaklıkları Kanunu (*Investment Company Act of 1940*) yürürlüğe konulmuştur. Bu yasa ile taşınır değerler ticareti (spekülasyon) ve vadeli işlemler yasaklanmıştır. Yasaya göre, kuruluş sırasında belirlenen yatırım politikası, pay senedi sahiplerinden oluşan genel kurul izni olmadığı sürece değiştirilemez. Yönetim kurulu üyeleri, finansman ve benzeri kuruluşlarla bağlantılı olamaz. İmtiyazlı pay senedi çıkarma ve bankalardan borçlanma yetkileri sınırlandırılmıştır. Bu ortaklıklar, belirli koşullar altında Securities and Exchange Commission’a (SEC) kaydolmak zorundadır. Yatırım ortaklıklarının halka açılabilmesi için sermayesi asgari yüz bin dolar olarak belirlenmiştir¹⁴⁹.

ABD yatırım ortaklıkları sektörü, ortalama seksen yıllık bir kanuni çerçeve içinde yatırımcı güvenini muhafaza ederek olağanüstü bir büyüklüğe ulaşmıştır. Düzenleyici denge unsurları, yatırımcının korunması ve finansal inovasyon arasında sağlanmaktadır. 1940 tarihli Kanun’un temel prensipleri (likidite, kaldıraç kısıtları, açıklık, bağımsız gözetim gibi) günümüzde geçerliliğini korumakla birlikte, yeni ürünler ve riskler karşısında zaman zaman revizyonlar ve yenilikler yapılmaktadır¹⁵⁰.

¹⁴⁷ Rutterford, “Learning from One Another’s Mistakes,” 168–172. Mesela bu türdeki ortaklıklarda temettü verilmemiş bir pay senedinin satış yapılarak devredilmesi onaylanmamıştır; yasaktır. Bu şekildeki bir uygulama yeni yatırımcıların aleyhine bir durum oluşturmaktadır.

¹⁴⁸ Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 28 vd. naklen, Olgun, *Investment Trust’lar*, 398, Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 35. Vural, *Yatırım Ortaklıkları* naklen dipnot 46, O.C Merriman, *Mutual Funds and Unit Trusts* (London: A Global View, 1965).

¹⁴⁹ Selma Uras Odabaşı, “Yatırım Ortaklığı ve Yatırım Fonları” (Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1993), 35. 1973 yılında Securities and Exchange Commission’a kayıtlı yatırım ortaklığı sayısı 1361’dir. Komisyon raporlarına göre faal olan yatırım ortaklıklarının net aktiflerinin borsa değeri 73,1 milyar dolardır. Bu oranın yüzde 75’i open-end türündeki ortaklıkların aktiflerinden oluşur. (Securities and Exchange Commission’un 1973 raporundan 30 Haziran 1973). Securities and Exchange Commission’a kayıtlı yatırım ortaklığı sayısı 13.702 ‘dir. Komisyon raporlarına göre faal olan yatırım ortaklıklarının net aktiflerinin borsa değeri 41.5 trilyon dolardır. <https://www.sec.gov/data-research/data-visualizations/registered-investment-companies-statistics> (E.T. 10.05. 2024)

¹⁵⁰ <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/mutual-funds-next-75-years-stein> (E.T. 10.10.2023)

1.2.2.2.Türk Hukukunda Gelişimi

Gelişmekte olan bir ülke konumundaki Türkiye’de yatırım ortaklıkları devletin desteği ile ortaya çıkmıştır. Bu kapsamda alanında uzman kişiler tarafından piyasaların yakından takip edilmesi ve bu yolla yatırımcılardan daha etkili sonuçlar elde edilmesi amacıyla profesyonel portföy işletmeciliği yapabilecek yatırım kuruluşları sermaye piyasasında yerini almıştır¹⁵¹.

2499 sayılı SerPK kabul edilmeden önce, yatırım ortaklığı modeline benzer faaliyetler yürüten birçok anonim ortaklık bulunmaktaydı. Bu ortaklıklar, her ne kadar faaliyetlerini sadece yatırım ortaklıklarına benzer şekilde pay senedi alım satımı yaparak gerçekleştirirler de ticaret unvanlarında “yatırım ortaklığı” ifadesi yer almamaktaydı¹⁵². 2499 sayılı Kanun’un yürürlüğe girmesinden sonra bu faaliyetler dönemdeki Sanayi ve Çalışma Bakanlığı tarafından engellenmişti. Bakanlık, ortaklıklara menkul kıymet ticareti yapmayı ve bu faaliyeti amaç edinmeyi yasaklamıştı. Bu yasağın gerekçesi söz konusu faaliyetlerin sadece SerPK çerçevesinde yürütülmesi gerektiği düşüncesi idi. Bununla birlikte SerPK’nın yürürlüğe girmesinden önce faaliyet gösteren ve amacı pay alım satımı olan kuruluşların ülke ekonomisine önemli katkıları olmuştur¹⁵³.

Türkiye’de kolektif yatırım modellerine ilişkin düzenlemeler, SerPK ve SPK’nın ilgili tebliğlerinde düzenlenmektedir. Bu düzenlemeler çerçevesinde, devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan kolektif yatırım kuruluşları olarak, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları kabul edilmektedir¹⁵⁴. Bunların dışında, ülkemizde faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile risk sermayesi yatırım ortaklıkları da kolektif yatırım kuruluşu olarak değerlendirilmektedir. Ancak bu kuruluşların portföyleri devredilebilir menkul kıymetlerden oluşmadığı için, bu kuruluşlar bir tür ara model kabul edilmektedir¹⁵⁵. Türk hukuk sisteminde ilk kez, 1967 ve 1972 yıllarında TBMM’ye

¹⁵¹ Mehmet İnam, Türkiye’de Menkul Kıymetler Piyasası ve Yatırım Alternatiflerinin Genel Analizi, (Ankara: Gayret Matbaası,1987), 33.

¹⁵² Aysel Gündoğdu, *Türkiye’de Sermaye Piyasasının Değişen Yüzü*, (Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2015), 7- 9.

¹⁵³ Nomer, Yatırım Ortaklıkları, 35.

¹⁵⁴ 6362 sayılı SerPK ve ilgili Tebliğlerde düzenlenmiştir.

¹⁵⁵ Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 8.

sunulan, fakat kadük olan iki hükümet tasarısının ardından, 2499 sayılı SerPK'da¹⁵⁶ yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları yardımcı kuruluşlar olarak yer almıştır¹⁵⁷.

Türkiye'deki hukuk sisteminde yatırım ortaklıkları, ilk kez 2499 sayılı SerPK ile düzenlenmiştir. Ticaret unvanında “yatırım ortaklığı” ifadesi bulunan ve portföy işletmeciliği faaliyetini gerçekleştiren ortaklıklar bu Kanun çerçevesinde kurulmaya başlanmıştır¹⁵⁸. Kurulan ilk yatırım ortaklığı faaliyetlerine 1991 senesinde başlamıştır¹⁵⁹. 29.04.1992 tarihinde ise 3794 sayılı SerPK' da Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile yatırım ortaklıklarına ilişkin yeni düzenlemeler yapılmıştır. Bu dönemde Kanun'un 35 ve 36. maddelerinde faaliyet kapsamı ve kuruluş koşulları açıklanan yatırım ortaklıklarıyla ilgili olarak yapılan düzenlemeler, SPK tarafından çıkarılan Seri VI No.4 sayılı Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde¹⁶⁰ yer almaktadır. 6362 sayılı SerPK 06.12.2012 tarihinde yürürlüğe girerek sermaye piyasasına ilişkin birçok yenilik getirmiştir. Bu değişikliklerden biri değişken sermayeli yatırım ortaklıklarıdır (m. 50). Tebliğlerle söz konusu ortaklıklara ilişkin hususlarda ayrıntılı düzenlemelere gidilmiştir¹⁶¹.

1.3. Yatırım Fonlarının Tanımı Özellikleri ve Türleri

Öğretide yer alan bir tanımına göre yatırım fonları, yatırımcılar ile güvenilir kabul edilen kişi veya kişiler arasında kurulan yönetim ilişkisi çerçevesinde oluşturulan menkul kıymet portföyünü ortakları namına ve fon sözleşmesine göre yöneten kuruluşlardır¹⁶². Yatırım fonları; yatırımcılardan toplanan birikimlere karşılık katılma belgeleri sağlayarak, bu belgelerin sahipleri namına riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet hükümlerine göre sermaye piyasası araçlarıyla, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem

¹⁵⁶ 30.07.1981 tarihli Resmî Gazete 'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

¹⁵⁷ Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 7-8.

¹⁵⁸ 2499 sayılı SerPK m. 35 ve m. 36'da hüküm altına alınmıştır.

¹⁵⁹ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 131; Ekrem Çanakçı, *Yatırım Ortaklıkları-1995* (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1996), 2. Türkiye'de kurulan ilk yatırım ortaklığı 1991 yılında Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı AŞ'dir.

¹⁶⁰ Resmî Gazete'nin 3.07.1992 tarih ve 21301 sayılı kararıdır.

¹⁶¹ Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Kanunu*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2018), 44; Bahtiyar, *Makaleler II*, 303; Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 147.

¹⁶² Ünal Bozkurt, “Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları”, *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, 16 /6, (1979): 62.

gören altın ve diğer kıymetli madenlerden meydana gelen bir portföyü işletmek amacıyla yapılandırılan mal varlığıdır¹⁶³.

Yatırım fonunun mal varlığı, portföy yönetim ortaklığı ve portföy saklama hizmetini yürütecek kuruluşun mal varlığından ayrıdır¹⁶⁴. Yatırım fonu mal varlığının, portföy yönetim ortaklığı ile portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşun mal varlığından ayrı tutulması, sermaye piyasası hukukunda yatırımcıların korunmasına hizmet eden mal varlığı ayrılığı ilkesinin bir gereğidir. Fonların tüzel kişiliği bulunmamakla birlikte, katılma payı sahiplerine ait bağımsız bir mal varlığına sahip olmaları, portföy yönetim ortaklığı veya saklama kuruluşunun mali durumundan kaynaklanabilecek risklerin fon yatırımcılarına yansıtılmasını engellemeyi amaçlamaktadır. Bu ayrılık sayesinde, anılan kuruluşların iflası, haczi veya alacaklılarının takibi gibi hâllerde fon mal varlığı bu işlemlerin dışında kalmakta; ayrıca portföy yönetimi ve saklama faaliyetlerinin emanet ilişkisine dayalı niteliği korunarak olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmektedir. Bu yönüyle fon mal varlığının ayrı tutulması, sermaye piyasalarının güven, şeffaflık ve istikrar içinde işlemesinin temini bakımından zorunlu bir hukuki mekanizma özelliğine sahiptir¹⁶⁵.

Yatırım fonları, iltihaki bir sözleşme ile kurulur ve tüzel kişiliğe sahip değildir. İltihaki sözleşme, sözleşme yapma serbestisi ilkesinin istisnası olarak kabul edilen; sözleşme koşullarının önceden taraflardan biri tarafından belirlendiği ve diğer tarafın bu koşulları kabul ederek sözleşmeye katılımıyla gerçekleştirilen sözleşme türüdür¹⁶⁶. İltihaki sözleşmeler, genel işlem koşulları kapsamında değerlendirilmektedir¹⁶⁷. Bununla birlikte, yalnızca bir tarafça düzenlenen bu sözleşmeler, içeriğinde genel işlem koşullarına atıf yapılan sözleşmelerden farklılık göstermektedir¹⁶⁸. Zira bu sözleşme türünde,

¹⁶³ Namık Kemal Gökalp, *Sermaye Piyasalarında Halka Arz, Yöntemler Uygulama ve Analizi*, (İstanbul: Beta Yayıncılık, 2022), 12.

¹⁶⁴ Bu husus 2499 sayılı SerPK m. 37’de düzenlenmişti. 6362 sayılı SerPK m. 53/(1)’de de benzer şekilde hüküm altına alınmıştır.

¹⁶⁵ Bkz. 2.4.2.3.1. numaralı Borsa Yatırım Fonları Açısından İnançlı Mülkiyet konusunda belirtilmiştir.

¹⁶⁶ Fikret Eren, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, (İstanbul: Beta Yayın Dağıtım Anonim Şirketi, 2020), 227; Burak Adıgüzel, *İpotekli Sermaye Piyasası Araçları*, (İstanbul: Beta Yayın Dağıtım Anonim Şirketi, 2008), 187; M. Kemal Oğuzman ve Turgut Öz, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013), 25-26.

¹⁶⁷ Eren, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 225.

¹⁶⁸ Eren, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 225.

sözleşmenin tamamı bir tarafça hazırlanmakta ve diğer tarafın bu sözleşmeyi aynen kabul etmesi söz konusu olmaktadır.

2499 sayılı SerPK'nın, 29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun ile değiştirilen 32. maddesinde sermaye piyasası kurumları sayılmıştı. Burada yatırım fonları bir sermaye piyasası kurumu olarak belirlenmişti. 3794 sayılı Kanun'la değiştirilmeden önce *“menkul kıymet yatırım fonu”* şeklinde adlandırılan model *“halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre menkul kıymet portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığı”* olarak tanımlanmaktaydı. Kanunun 37. maddesinde, yatırım fonu *“Bu Kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına; riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan bu portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığına Yatırım Fonu adı verilir”* şeklinde ifade edilmekteydi.

Yatırım fonu, 6362 sayılı SerPK'ya göre; tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet hükümleri uyarınca Kurul tarafından belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek için portföy yönetim ortaklıkları tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan diğer bir kolektif yatırım kuruluşudur (SerPK m.52/1). Ülkemizde yatırım fonları ayrıca, 6362 sayılı Kanun hükümlerine uygun olarak SPK'nın III/52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir.

Tebliğ'in 3/t maddesi uyarınca yatırım fonları; 6362 sayılı Kanun hükümlerine göre, birikim sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan nakit veya diğer tüm varlıklarla, birikim sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet ilkesi çerçevesinde, III/52.1 sayılı Tebliğ'de belirtilen portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim ortaklıkları tarafından içtüzükle meydana getirilen ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlıkları olarak ifade edilebilir.

Ülkemizde, 2499 sayılı SerPK'nın 38'inci maddesine göre yatırım fonu kurabilecekler; bankalar, sigorta şirketleri, aracı kurumlar, kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun'un geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklardan, SPK'nın tebliğiyle tespit edeceği hususlara göre kurulanlar olarak belirlenmişti. Buna karşılık, 6362 sayılı SerPK'nın 52'nci maddesi hükmüne göre yatırım

fonları yalnızca portföy yönetim ortaklıkları tarafından kurulabilir. Dolayısıyla, günümüzde Türkiye’de yatırım fonları portföy yönetim ortaklıkları tarafından yapılandırılmaktadır (SerPK m. 55/1).

SerPK’nın 55. maddesine göre, portföy yönetim ortaklığının esas faaliyet konusu, yatırım fonlarının oluşturulması ve yönetimidir. Portföy yönetim ortaklığının kurulması ve faaliyete başlaması, ancak SPK’dan izin alınması ile mümkündür. Bu konudaki usul ve esaslar SPK tarafından düzenlenir. Ayrıca, III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği’nin¹⁶⁹ 5’inci maddesi ile portföy yönetim ortaklıklarının kuruluş esasları belirlenmiştir¹⁷⁰.

1.3.1. Kolektif Yatırım Sözleşmesi ve İçtüzük

2499 sayılı SerPK’nın yürürlüğe girmesinden önce, yatırım fonlarını oluşturan kolektif yatırım sözleşmeleri genel olarak TBK’da düzenlenen vekâlet sözleşmesi niteliğinde değerlendirilmekteydi¹⁷¹. Ancak, 2499 sayılı Kanun döneminden itibaren öğretide hâkim görüş, bu sözleşmelerin artık klasik sözleşme tiplerinden biri olarak nitelendirilemeyeceği yönündedir. Bu çerçevede, İsviçre hukukundaki düzenlemelere benzer şekilde, kolektif yatırım sözleşmesinin sui generis (kendine özgü) bir hukuki yapı arz ettiği kabul edilmektedir. Başka bir ifadeyle, yatırım fonlarını meydana getiren bu sözleşmeler, vekâlet veya ortaklık sözleşmesi gibi tipik sözleşme kategorileriyle tam olarak örtüşmemekte; kendine has unsurları, taraf ilişkileri ve hukuki sonuçları itibarıyla özel bir sözleşme türü olarak değerlendirilmektedir¹⁷².

¹⁶⁹ 2 Temmuz 2013 tarih ve 28695 sayılı RG’de yayımlanan tebliğdir.

¹⁷⁰ Nesrin Akın Sunay, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği Kapsamında Serbest Fonların (Hedge Fonlar) Regülasyonu”, *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 22/3, (2016),151.

Maddenin, III-55.1.b sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ ile değişik 4’üncü fıkra hükmüne göre, portföy yönetim şirketinin kurucu ortağının veya önemli etkiye sahip ortağın banka olması halinde, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nun uygun görüşüne başvurulması gerekir. “Önemli Etkiye Sahip Ortak”, şirketin sermaye veya oy haklarının dolaylı olarak yüzde 5 veya daha fazlasını temsil eden paylara veya bu oranın altında olsa dahi genel kurulda yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğuna karşılık gelen sayıda üyelikler için seçme veya aday gösterme hakkı veren imtiyazlı paylara sahip olunması olarak tanımlanmıştır.

¹⁷¹ Yasaman, *İsviçre ve Fransız Hukuklarında*, 164.

¹⁷² N. Fusun Nomer Ertan, Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahibi ile Kurucu Arasındaki Hukuki İlişki ve Katılma Belgesinin Sahibinin Hukuki Konumu, Ömer Teomana 55. Yaş Günü Armağanı”, Editör, Abuzer Kendigelen, C. 1, (İstanbul, Beta Yayıncılık, 2002), 604; Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 185-188; Onur Yılmaz, “Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Yatırım Fonları Özelinde

Yatırım fonlarında portföy saklama görevini yerine getirmek için, SPK tarafından yetki verilen bir kuruluşla portföy saklama sözleşmesi yapılır. Portföy yönetim ortaklığı ile fon katılma payı sahipleri arasındaki ilişkilere; SerPK, ilgili ikincil mevzuat ve fon iç tüzüğünde uygulanacak bir hüküm bulunmadığında TBK’da yer alan vekâlet sözleşmesine dair hükümler kıyas yolu ile uygulanır.

Kolektif yatırım sözleşmesinin içeriği, kurucu tarafından düzenlenen fon içtüzüğü ile belirlenir. Başka bir ifadeyle fon içtüzüğünün kapsamı aynı anda kolektif yatırım sözleşmesinin içeriğini meydana getirmektedir¹⁷³. Fon içtüzüğü; kurucu ve katılma payı sahipleri arasında kolektif yatırım sözleşmesinin temel hükümlerini ortaya koyan hukuki bir belge olarak tanımlanabilir¹⁷⁴. Kurucu, fonun oluşturulması sırasında içtüzükle sözleşme koşullarını belirler ve katılma paylarının ihracı sırasında tasarruf sahiplerini, bu içtüzük hükümlerini kabul ederek kolektif yatırım sözleşmesini yapmaya davet eder. Bu halde, tasarruf sahibinin önceden hazırlanan sözleşme koşulları üzerinde pazarlık yaparak değişiklik talep etme hakkı bulunmamaktadır.

Uygulamada, fon portföyünün inançlı mülkiyet çerçevesinde işletilmesi fon içtüzüğü aracılığıyla sağlanmaktadır. III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğ¹⁷⁵ m. 8 (1)’ e göre, şemsiye fon içtüzüğü; katılma payı sahipleri, kurucu, varsa idareci ve ayrıca portföy saklayıcısı arasında yapılan, fon portföyünün inançlı mülkiyet çerçevesinde işletilmesini, Kanun’un 56’ncı maddesi kapsamında saklanması, vekâlet sözleşmesi hükümlerine göre yönetimini ve genel işlem şartlarını içeren iltihaki bir sözleşme niteliğindedir.

III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliğ m. 32/ (1)’e göre ise “*kolektif portföy yöneticiliği, imzalanan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde, müşterilere ait portföylerin her bir müşteri adına maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesidir*” şeklinde ifade edilmiştir.

Değerlendirilmesi”, *İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 16/2-3, (2017): 511-536; Mehmet Fahrettin Önder, “Türk Hukukunda Yatırım Fonları”, *Öneri Dergisi*, 4/16, (2001), 223 vd. Ünal Tekinalp, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, (İstanbul: Es Yayınları, 1982), 109; Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 126. Bkz. tez ikinci bölüm, 2.4.2.3.2. Borsa Yatırım Fonları Açısından Vekâlet Sözleşmesi başlığı.

¹⁷³ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 198.

¹⁷⁴ Konu ile ilgili bkz. Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 127 vd.

¹⁷⁵ 9.7.2013 tarihli ve 28702 sayılı Resmî Gazetede yayımlanmıştır.

Uygulamada, III-55.1 sayılı Tebliğ’de belirtildiği üzere, müşteri portföyleri kolektif portföy idarecileri tarafından vekâlet sözleşmesi çerçevesinde yönetilmektedir. Bu çerçeveye göre yatırım fonu; 6362 sayılı SerPK m. 52 hükümleri uyarınca, tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esasına göre, SPK yetkisi ile belirlenen varlık ve haklardan meydana gelen portföy veya portföyleri işletme gayesiyle, bir portföy yönetim ortaklığı tarafından yapılandırılan fondur. Fon, SPK’nın onayı ile kurulur. Fon iç tüzüğü Kurul tarafından kabul edilir.

Yatırım fonu, kural olarak tüzel kişiliği bulunmayan fakat tapu tescil işlemleri ile sınırlı olarak tüzel kişilik tanınan¹⁷⁶, kolektif yatırım kuruluşu şeklinde nitelendirilen bir sermaye piyasası kurumudur¹⁷⁷. Yatırım fonu portföyünde yer alan taşınmazlar, taşınmaza bağlı olan haklar ve taşınmaza dayalı senetler tapu kütüğüne fon adına tescil edilir. Tapuda fon adına yapılacak işlemler, portföy yönetim ortaklığı ile portföy saklama hizmetini yerine getiren kuruluş yetkililerinin imzaları ile yerine getirilir. Buna göre, fonun mal varlığında taşınmaz varsa bu taşınmazın fon adına tescili açısından fonun tüzel kişiliğinin olduğunun kabul edilmesidir. Tapu sicilinde tescil fon adına yapılır¹⁷⁸. Berktaş Yüksel’e göre SerPK m. 52/5 hükmüne göre yatırım fonuna tanınan tüzel kişilik fiil ehliyetinden devamlı surette yoksun olan bir hak sahipliğidir¹⁷⁹. Bunun nedeni ise yatırım fonunun tüzel kişiliğini olduğunu gösteren Kanun’la tanınmış organlarının bulunmamasıdır¹⁸⁰. Aslında portföy yönetim ortaklığına bir organdan çok kanun tarafından kabul edilen özel *nitelikli bir kanuni temsilci sıfatı* tanınmıştır. Bu kanuni temsilcilik sınırlı alanda tüzel kişi kabul edildiğinden hak ehliyeti olduğu gibi fiil ehliyeti olmayan fon tüzel kişiliği hükme bağlanmış özel bir kanuni temsil kuruluşudur¹⁸¹.

Bununla birlikte, uygulamada yatırım fonlarının tapu sicilinde tescil işlemleriyle sınırlı olarak tüzel kişilik tanınması, fonun malik sıfatıyla taşınmaz edinmesi veya devretmesi

¹⁷⁶ Yatırım fonu her ne kadar tüzel kişiliği olmayan mal varlığı olarak tanımlansa da tapuya tescil işlemleri ile sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz addolunur. Yatırım fonu portföyünde bulunan taşınmazlar, taşınmaza dayalı haklar ve senetler tapu kütüğüne fon adına tescil edilir. Tapuda fon adına yapılacak işlemler, portföy yönetim ortaklığı ile portföy saklama hizmetini yürüten kuruluş yetkililerinin müşterek imzalarıyla gerçekleştirilir (SerPK m. 52/5). Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 186-187.

¹⁷⁷ Akın Sunay, “6362 Sayılı Sermaye”, 148-149.

¹⁷⁸ Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 186-187.

¹⁷⁹ Berktaş Yüksel, *Türk Hukunda Saf*, 158.

¹⁸⁰ Berktaş Yüksel, *Türk Hukunda Saf*, 158.

¹⁸¹ Berktaş Yüksel, *Türk Hukunda Saf*, 159 vd.

gibi işlemlerde hukuki güvenlik temsil kolaylığı ve işlemlerde çabukluk sağlamak amacıyla benimsenmiştir. Bu durum, fonun mal varlığının portföy saklayıcısının mülkiyetinde bulunmasına rağmen, fonun bağımsız bir ekonomik varlık olarak işlev görmesini mümkün kılar. Dolayısıyla yatırım fonu, klasik anlamda bir tüzel kişi olmasa da mal varlığı bakımından ayrılığa ve sınırlı işlem ehliyetine sahip *sui generis* bir hukuki yapı olarak değerlendirilebilir. Bu özgün statü hem yatırımcı haklarının korunması hem de sermaye piyasalarının şeffaf ve etkin işleyişi açısından önemli bir denge unsuru oluşturur.

1.3.2. Yatırım Fonlarının Temel İlkeleri

1.3.2.1. Menkul Kıymet Portföyleri Üzerinden Gelir Sağlama

Yatırım fonlarının bir yatırım aracı şeklinde ortaya çıkmasının temel nedeni; yatırım alanının uzmanlık gerektirmesi ve bu uzmanlığı, aynı zamanda yatırımla ilgili çeşitli avantajları sağlayabilen profesyonel bir yatırım kuruluşu aracılığıyla gerçekleştirme imkânı sunmasıdır. Bireysel yatırımcılar açısından, analiz edilmesi zor ve risk seviyesi yüksek pay senetleri yerine, riski daha düşük ve devamlı surette takibine gerek duyulmayan yatırım fonlarına yatırım yapılabilmesi, yatırım fonu mekanizması ile mümkün olabilmektedir¹⁸².

Yatırım fonları, bazı sınırlandırmalar çerçevesinde birçok varlık türüne yatırım yapabilmekle birlikte; temel amaçları, menkul kıymet alım satımı yapmak ve bu alım satımlar arasında oluşan değer farkı ile söz konusu menkul kıymetlerden elde edilen kâr payı ve faiz gelirleri aracılığıyla kazanç sağlamaktır¹⁸³. Yatırım fonlarının yapısı inançlı mülkiyet esasına ve buna bağlı olarak mal varlığının korunması ilkesine dayanmaktadır.

1.3.2.2. İnançlı Mülkiyet ve İnançlı İşlem Özelliği

Türk hukukunda, “*inançlı mülkiyet*”, “*inançlı işlem*” veya “*inanç sözleşmesi*” kavramlarına ilişkin hususlar, SerPK hükümleri dışında açık bir yasal düzenlemeye konu

¹⁸² <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Yatirim%20Fonlari.pdf> (E.T. 25.09. 2025)

¹⁸³ <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/menkul-kiymet-yatirim-fonlari/tanitim-rehberi?> (E.T. 10.10.2025)

edilmemiştir. Bununla birlikte, yargı kararları ve öğretideki değerlendirmeler incelendiğinde, bu kurumun fiilen uygulandığı görülmektedir¹⁸⁴.

Öğretide genel olarak benzer tanımlarla ifade edildiği gibi¹⁸⁵, inanç sözleşmesi, bir tarafın (inanana), belirli bir hakkı veya malı inançlı işlem süresince diğer tarafa (inanılan) devretmesini ve bu hakkın, inanç süresi tamamlandığında veya amacın gerçekleşmesi durumunda geri verilmesini öngören bir sözleşme türüdür. Bu tanımlamada sözleşmenin taraflar arasındaki güven ilişkisine dayandığı görülmektedir. Böylece inanç sözleşmesinin temelini güven meydana getirir.

Bu tanımdan, inançlı işlemlerin iki unsuru bir arada barındırdığı anlaşılmaktadır. Bunlar kazandırıcı işlem (hakkın devri-tasarruf işlemi) ve inanç sözleşmesidir (taahhüt işlemi). Birincisi olan kazandırıcı işlemin amacı, inanç konusu hakkın veya şeyin inanılanın mülkiyetine geçirilmesidir. İnanç sözleşmesi ise bu devrin hukuki sebebinin meydana getirmektedir. Buna ek olarak taraflar arasındaki hukuki ilişki çerçevesinde doğan hak ve borçları belirlemektedir¹⁸⁶.

İnançlı işlemlerde yer alan iki temel unsur aşağıda genel olarak açıklanmıştır.

¹⁸⁴ Fikret Eren ve Ünsal Dönmez, *Eren Borçlar Hukuku Şerhi*, (Ankara: Yetkin Yayıncılık, 2023), 294-295; Yasaman, *İsviçre ve Fransız Hukuklarında*, 188; Gülay Öztürk, *İnançlı İşlemler*, (Ankara: Yetkin Yayınları, 1998), 48; Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 185; Bekir Emre Haykır, Yatırım Fonlarında Çıkar Çatışmaları Kurucunun Hukuki Sorumluluğu Düzenleme Önerileri Yeterlik Etüdü, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, 2005), 3-4. Okat, *Türk ve AB Hukukunda*, 69; Erarslan Özkaya, *İnançlı İşlem ve Muvazaa Davaları*, (Ankara: Seçkin Yayınevi, 2024), 39; Hüseyin Altaş ve Leyla Müjde Kurt, “İnançlı İşlemler”, *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2/2, (2011): (2)1-29; Süleyman Yılmaz ve Hamdi Pınar, “İnançlı İşlemlerin Muvazaalı İşlemlerle Karşılaştırılması Üzerine Bir Değerlendirme” *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 64/4 (2019), 962; Elif Berktaş Yüksel, *Türk Hukukunda Saf İnançlı İşlemler*, (İstanbul: Onikilevha Yayıncılık, 2022), 19.

¹⁸⁵ Eren ve Ünsal, *Eren Borçlar Hukuku Şerhi*, 294-295; Özkaya, *İnançlı İşlem ve Muvazaa*, 33; Ahmet Kılıçoğlu, *Borçlar Hukuku*, (Ankara: Turhan Kitabevi, 2017), 242; Necip Kocayusufpaşaoğlu, *Borçlar Hukuku*, (İstanbul: Filiz Kitabevi, 2017), 365-366; Fikret Eren, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, (Ankara: Legem Yayınları, 2023), 253; Murat Aydoğdu ve Nalan Kahveci, *Türk Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri*, (İzmir: İleri Yayınları, 2013), 256-257; Erol Cansel ve Çağlar Özel, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C.1*, (Ankara: Seçkin Yayınları, 2017), 195; Fikret Eren Mülkiyet Hukuku, (Ankara: Yetkin Yayınları, 2020), 230; Nihat Yavuz, *Borçlar Hukuku El Kitabı*, (Ankara: Adalet Yayınevi, 2018), 99; M. Kemal Oğuzman, Özer Seliçi ve Saibe Oktay Özdemir, *Eşya Hukuku*, (İstanbul: Filiz Kitabevi, 2024), 380; Yılmaz ve Pınar, “İnançlı İşlemlerin Muvazaalı”, 959-998; Altaş ve Kurt, “İnançlı İşlemler”, 1-29; Ahmet Karakocalı, “İnançlı İşlemin Türleri Işığında İnananı Koruması”, *Terazi Hukuk Dergisi*, 18/208, (2023), 63-76; Hayreddin Fırat Mehmetoğlu, “Türk Hukukunda İnançlı İşlemler”, *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 29/2 Özel Sayı (2023), 1604-1643; Yasaman, *İsviçre ve Fransız Hukuklarında*, 188; Haykır, *Yatırım Fonlarında Çıkar*, 3; Öztürk, *İnançlı İşlemler*, 45.

¹⁸⁶ Haykır, *Yatırım Fonlarında Çıkar*, 4.

1.3.2.2.1. Devir işlemi

Hakkın devri işlemi olarak nitelendirilebilen devir işlemi hâkim görüşe göre inançlı işlemin esas unsurudur. Bu işlem olmadığında işlemin niteliği değişecektir¹⁸⁷. İnanan ya da üçüncü şahıs tarafından inanılana hak ve mülkiyet devredilmesi inançlı işlemin borçlandırıcı işlemi niteliğindeki inanç sözleşmesinin yerine getirilmesi anlamını taşır¹⁸⁸. Devir işlemiyle, inanç konusu olan varlık, inananın mal varlığından ayrılarak inanılanın mal varlığına dahil olur. Böyle bir durumda hak üzerinde oluşan hukuki durum değiştiğinden devir işleminin bir tasarruf işlemi olarak kabul edilmesi gerekmektedir¹⁸⁹. Dolayısıyla, devir işlemi sonucunda inanç konusu hakkın sahipliği inanılana geçer ve inanılan, bu varlık üzerinde her türlü hukuki tasarrufta bulunma yetkisini kazanır. İnılan, devrin gerçekleşmesiyle birlikte konunun maliki haline gelir ve mülkiyet hakkının sağladığı tüm yetkilere sahip olur. Buna karşılık, inananın mülkiyet hakkı sona erer; ancak inanç sözleşmesinden kaynaklanan şahsi (alacak) hakkı devam eder. Bu hak, inanılana karşı inanç konusu varlığın, amacın gerçekleşmesiyle birlikte geri verilmesini talep etme hakkıdır¹⁹⁰.

İnanç sözleşmesi, bu devir işleminin hukuki nedenini oluşturmaktadır¹⁹¹. Böylece devir işlemi nedene bağlı bir tasarruf işlemidir. Yatırım fonları bakımından, yatırımcının sahip olduğu parasal hakkı, kolektif yatırım sözleşmesi yoluyla kurucuya devretmesi, bu duruma tipik bir örnektir. Söz konusu sözleşme, devir işleminin hukuki dayanağını oluşturur; bu sözleşmenin bulunmaması, devir işleminin geçerli bir sebebe dayanmaması (causa eksikliği) sonucunu doğurur¹⁹².

¹⁸⁷ Özkaya, *İnançlı İşlem ve Muvazaa*, 10 baskı, 39; Turhan Esener, *Türk Hususi Hukukunda Muvazaalı Muameleler*, (İstanbul: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 1956), 147; İhsan Özmen ve Eraslan Özkaya, *Muvazaa Davaları* (Ankara: 1993), 442-443.

¹⁸⁸ Ergun Özsunay, *Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler* (İstanbul: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, 1968), 85-86; Berktaş Yüksel, *Türk Hukukunda Saf*, 91; Eren Mülkiyet Hukuku, 232; Altaş ve Kurt, “İnançlı İşlemler”, 5; Gülşah Vardar Hamamcıoğlu, “Taşınmaz Mülkiyetinin İnançlı İşlemlerle Devri ve Buna İlişkin Yargıtay Kararlarının Değerlendirilmesi”, *Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 17/1 (2018): 100-101; Ş. Parlak Börü, “Mülkiyetin Teminat Amacıyla İnançlı İşlemlerle Devri” *Türkiye Barolar Birliği Dergisi*, 29/128 (2017), 256.

¹⁸⁹ Haykır, *Yatırım Fonlarında Çıkar*, 4.

¹⁹⁰ Haykır, *Yatırım Fonlarında Çıkar*, 4.

¹⁹¹ Öztürk, *İnançlı İşlemler*, 48; Yasaman, *İsviçre ve Fransız Hukuklarında*, 192; Haykır, *Yatırım Fonlarında Çıkar*, 4.

¹⁹² Öztürk, *İnançlı İşlemler*, 48; Yasaman, *İsviçre ve Fransız Hukuklarında*, 192; Haykır, *Yatırım Fonlarında Çıkar*, 4.

Kural olarak inançlı işlemlerde konunun inanılana devri, söz konusu hakkın tabi olduğu hukuki rejime göre şekillenir. Dolayısıyla şeyin taşınır veya taşınmaz olmasına göre devir biçimi de değişir. Yatırım fonların yönünden, menkullerin devrindeki kaideler kabul edilebilir¹⁹³.

Yatırım fonları çerçevesinde, portföy yönetim ortaklıkları (inanılan) ile yatırımcılar (inanana) arasında gerçekleşen kolektif yatırım sözleşmesi inanç sözleşmesidir¹⁹⁴. Böylece yatırımcılar fon katılım payı karşılığında belli meblağ olan borcu ödemek zorundadır. Bu meblağı portföy yönetim ortaklığının fon hesabına yatırırlar. Fon portföyü, yatırımcılardan karşılanan belirtilen meblağlar ve portföy yönetim ortaklığının bu meblağlar ile üçüncü şahıslardan satın ve devir aldıkları mal varlıklarından meydana gelir. Portföy yönetim ortaklığı bu fonu riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde yönetmek ve aynı zamanda katılma payı sahibi yatırımcıları menfaatlerini korumak durumundadır (III-52.1 sayılı Tebliğ m.9/1). Kısaca portföy yönetim ortaklığı, inançlı mülkiyet çerçevesinde, yatırımcılardan ve üçüncü kişilerden sağlanan mal varlığı unsurlarını yöneterek değerlendirir.

1.3.2.2.2. İnanç Sözleşmesi

İnanç sözleşmesi, taraflar arasında karşılıklı hak ve borçlar meydana getiren bir sözleşme niteliğindedir. Bu sözleşmede; inanılanın inanç konusu üzerindeki tasarruf yetkisi, inanç konusunu hangi amaçla elinde tuttuğu, kullanım sınırlarının ne şekilde belirlendiği ve sözleşmenin sona ermesiyle birlikte inanç konusunun inanana ne şekilde devredilebileceği hususları düzenlenir¹⁹⁵. İnanç sözleşmesiyle taraflar inanılanın inanç konusu üzerindeki yetkilerini, inanç konusunun yönetimi ve kullanımına ilişkin koşulları, inanç ilişkisinin süresini, sona erme nedenlerini, inanç konusunun hangi biçimde iade edileceğini ve inanç anlaşmasının tasfiye biçimini serbestçe kararlaştırırlar¹⁹⁶.

¹⁹³ Haykır, *Yatırım Fonlarında Çıkar*, 4.

¹⁹⁴ Yıldırım, *Kolektif Yatırım Sözleşmeleri*, 54; Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 124; Nomer, “Yatırım Fonlarında Katılma”, 614; Berktaş Yüksel, *Türk Hukukunda Saf*, 184. Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 185.

¹⁹⁵ Altaş ve Kurt, “İnançlı İşlemler”, 1-29.

¹⁹⁶ Özsunay, *Türk Hukukunda ve Mukayeseli*, 121; Özkaya, *İnançlı İşlem ve Muvazaa*, 37.

Öğretide yer alan bir görüş çerçevesinde inanç sözleşmesi hukuki özelliğine göre vekâlet veya vekâlet benzeri bir ilişkidir¹⁹⁷. Öğretide yer alan yaygın görüşe göre ise inanç sözleşmesi, hukuki özelliğine göre, kanunda açıkça düzenlenmemiş, “*sui generis*” bir sözleşmedir. Bu sözleşmelere uygun olduğu nispette vekâlet ve rehin sözleşmelerine dair hükümlerin kıyas olarak uygulanması gerekir¹⁹⁸. İnanılan vekilden çok daha fazla yetkilere sahiptir; fakat inananın talimatlarına uymak ve yararına işlem yapmak zorundadır. Yine de vekilin yetkilerine kıyasla daha bağımsız hareket eder. Ancak bu bağımsızlık karşısında inanan kendisinden her daim bilgi ve hesap isteyebilir¹⁹⁹.

İnanç sözleşmesi, tarafların güven ilişkisine dayanan, tipik bir borç doğuran işlem niteliği taşır. Bu kapsamda, inanan, örneğin belirli bir taşınırın mülkiyetini inanılana devretmeyi taahhüt etmişse, mülkiyetin nakli (tasarruf işlemi) kural olarak taşınırın zilyetliğinin inanılana teslimli veya teslimsiz olarak geçirilmesi suretiyle gerçekleşir. Bu devir işlemiyle birlikte mülkiyet hakkı inanılana geçse de inanan bu hakkı yalnızca inanç sözleşmesinde belirlenen amaç doğrultusunda kullanmakla yükümlüdür. Aksi yöndeki tasarruflar, inanç sözleşmesine aykırılık teşkil eder ve inanılana karşı şahsi (alacak) sorumluluk doğurur²⁰⁰.

İnançlı işlemin ikinci unsurunu oluşturan inanç sözleşmesi; sözleşmenin, devrin hukuki sebebini oluşturması, inanç konusunun yönetim ve kullanım koşullarının belirlenmesi, inanç ilişkisinin sona erme şartlarının düzenlenmesi, inanç konusu malın iade koşullarının kararlaştırılması ve devrin hukuki nedeninin açık biçimde belirlenmesi gibi unsurlardan meydana gelir. İnanç sözleşmesi herhangi bir şekil şartına bağlı değildir²⁰¹.

¹⁹⁷ Haluk Tandoğan, *Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, Cilt II*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010), 358.

¹⁹⁸ Özsunay, *İnançlı Muameleler*, 121-122; Eren ve Dönmez, *Eren Borçlar Hukuku*, 294-295; Berktaş Yüksel, 75; Selahattin Sulhi Tekinay, Galip Sermet Akman, Haluk Burcuoğlu ve Atilla Altop, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, (İstanbul: Filiz Kitabevi, 1993), 417; Özkaya, 41-43; Ahu Ayanoğlu Morali, “Mülkiyet Hakkının Teminat Amaçlı Devrine Yönelik İnançlı İşlemler”, (Doktora Tezi, Galatasaray Üniversitesi, 2006), 115; O. Gökhan Antalya, *Marmara Hukuk Yorumu Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, Cilt 1, (Ankara, Seçkin Yayınevi, 2019), 365; Eren, *Mülkiyet Hukuku*, 232; Altaş ve Kurt, 7-9; Yılmaz ve Pınar, 966; S. Oktay Özdemir, “Teminat Amaçlı Mülkiyet Devri Sözleşmeleri” *Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni*, 19 (1-2) (1999) 657-683; Parlak Börü, “Mülkiyetin Teminat Amacıyla”, 256; Vardar Hamamcıoğlu, “Taşınmaz Mülkiyetinin İnançlı”, 90-91; Atiye B. Uygur, “Teminat Amaçlı İnançlı İşlemler”, *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 10/1-2, (2006), 173-174.

¹⁹⁹ Özkaya, *İnançlı İşlem ve Muvazaa*, 39.

²⁰⁰ Özsunay, *İnançlı Muameleler*, 102; Bkz. M. Kemal Oğuzman, Özer Seliçi ve Saibe Oktay Özdemir, *Eşya Hukuku*, (İstanbul: Filiz Kitabevi, 2024), 476.

²⁰¹ Özkaya, *İnançlı İşlem ve Muvazaa*, 38.

İnançlı işlemler, farklı kriterlere göre türlere ayrılmaktadır. Öncelikle kuruluş şekilleri bakımından, inanç sözleşmeleri, sadece idareye veya alacaklıya daha güçlü bir garanti sağlamak amacıyla yapılan inanç sözleşmeleri ve doğrudan yasadan kaynaklanan inanç sözleşmeleri olmak üzere ikiye ayrılır. Amaç yönünden ise inançlı işlemler, saf inançlı işlemler ve karma inançlı işlemler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır²⁰². Konu ile ilgili olarak yatırım fonları ile bağlantısından dolayı yalnızca saf inançlı işlemlerle ilgili açıklamalar yapılacaktır.

Saf inançlı işlemlerde, inanılan, sözleşmeye konu şeyi sadece inananın ya da inanan tarafından tespit edilen bir yararlananın taleplerine göre kullanır. Bu tür işlemlerde inanılan, söz konusu şeyi, sözleşme şartlarına uygun şekilde, inanan yararına kullanmakta, yönetmekte, saklamakta veya gerektiğinde bir başkasına devretmektedir²⁰³. Bu tür işlemlerde taraflar arasında genellikle vekâlet ya da vekâlet benzeri bir hukuki ilişki meydana gelmektedir²⁰⁴.

Öğretide Öztürk, yatırım fonlarındaki sistemi saf inançlı işlemlere örnek olarak göstermiştir²⁰⁵. Öğretide yer alan diğer bir görüş çerçevesinde ise portföy yönetim ortaklıklarının katılma payı sahiplerinin talimatıyla bağlı olmadan da fonu işletebilmesi nedeniyle, yatırım fonlarında tam anlamıyla bir saf inançlı işlemin meydana gelmesinin mümkün olmadığının ifade edilmesidir²⁰⁶. Bu görüşe göre saf inançlı işleme göre inanılan inanç konusu üzerinde istediği gibi tasarruf edebilirken; yatırım fonları ile ilgili olarak portföy yönetim ortaklıklarında tasarruf yetkisi sermaye piyasası mevzuatı ile sınırlandırmaya tabi tutulmuştur²⁰⁷. Aksi görüşte olan Berktaş Yüksel'e göre yatırım fonlarında inançlı işlem konusunun düzenlenmiş olması ve portföy yönetim hakkının sınırlarının sermaye piyasası mevzuatında hükme bağlanmış olması işlemin saf inançlı işlem olmasına engel olmaz²⁰⁸. Zira inanılanın, (portföy yönetim ortaklığı) inanç konusunu inananın (katılma payı sahibi), emir ve talimatlarına uygun şekilde yönetim unsuru, saf inançlı işlemin temel unsuru değildir; buna göre bu unsur saf inançlı işlemin

²⁰² Öztürk, İnançlı İşlemler, 68; Özkaya, *İnançlı İşlem ve Muvazaa*, 10 baskı, 46-47.

²⁰³ Öztürk, İnançlı İşlemler, 68; Özkaya, *İnançlı İşlem ve Muvazaa*, 10 baskı, 46-47.

²⁰⁴ Öztürk, İnançlı İşlemler, 62 vd; Özkaya, *İnançlı İşlem ve Muvazaa*, 10 baskı, 47-49.

²⁰⁵ Öztürk, İnançlı İşlemler, 68.

²⁰⁶ Yıldırım, *Kolektif Yatırım Sözleşmeleri*, 52.

²⁰⁷ Yıldırım, *Kolektif Yatırım Sözleşmeleri*, 52.

²⁰⁸ Berktaş Yüksel, *Türk Hukukunda Saf*, 185.

unsuru olduğu kabul edilse bile görüş isabetli değildir, çünkü yatırımcılar fona katılırken portföy yönetim ortaklığı ile kolektif yatırım sözleşmesi imzalayarak, fonun yönetiminde inanç konusuna ilişkin emir ve talimatları önceden vermişlerdir²⁰⁹.

Kanaatimizce yatırım fonları, “*amacı normatif olarak belirlenmiş ve kamusal denetimle yoğunlaştırılmış özel bir saf inançlı işlem türü*” olarak nitelendirilebilir. Gerçekten de yatırım fonlarında portföy yönetim ortaklığı, fon portföyü üzerinde hukuken malik sıfatıyla hareket etmekte; ancak bu malik sıfatı, klasik saf inançlı işlemlerde olduğu gibi yalnızca taraf iradesiyle değil, aynı zamanda sermaye piyasası mevzuatıyla da şekillendirilmektedir. Bu durum, inanç ilişkisinin zayıflaması değil, aksine yatırımcı lehine güçlendirilmesi sonucunu doğurmaktadır.

Saf inançlı işlemde tasarruf serbestisinin mutlak bir ölçüt olarak kabul edilmesi isabetli değildir. Zira inanç ilişkisinin özünü oluşturan unsur, inanılanın inanç konusu üzerinde dilediği gibi tasarrufta bulunabilmesi değil; bu tasarruf yetkisini belirli bir amaç doğrultusunda ve başkasının menfaatine uygun şekilde kullanma yükümlülüğüdür. Yatırım fonlarında portföy yönetim ortaklığının tasarruf yetkisinin sınırlandırılması, bu amaca aykırı işlemlerin önlenmesine hizmet etmekte ve inanç ilişkisinin sadakat boyutunu normatif bir çerçeveye oturtmaktadır. Öte yandan kolektif yatırım sözleşmesi, katılma payı sahiplerinin portföy yönetim ortaklığına yönelik güven iradesini somutlaştıran temel hukuki araçtır. Yatırımcılar bu sözleşme aracılığıyla, fon portföyünün yönetimine ilişkin esasları, tasarruf sınırlarını ve geri dönüş mekanizmalarını baştan kabul etmekte; böylece bireysel talimat eksikliği, kolektif ve önceden verilmiş bir irade ile telafi edilmektedir. Katılma paylarının geri satımı hâlinde aynen iade yerine nakit ödeme yapılması ise, inanç ilişkisinin inkârı değil, paraya özgü bir ifa uyarlaması olarak değerlendirilmelidir.

Sonuç olarak yatırım fonları, klasik saf inançlı işlemin modern ve yatırımcıyı koruma amacıyla yoğunlaştırılmış bir görünümünü temsil etmektedir. Bu bağlamda portföy yönetim ortaklığı, fon portföyü üzerinde “*sınırlı fakat gerçek bir inançlı malik*” sıfatına sahiptir.

²⁰⁹ Berktaş Yüksel, *Türk Hukukunda Saf*, 185.

Yatırım fonlarının portföyünde bulunan mal varlığı unsurları yönünden inançlı mülkiyet esası kabul edilmiştir. SerPK m. 52, III-52.1 sayılı Tebliğ m. 3/t ve III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri Tebliği m. 34 hükümlerinde yatırım fonlarının inançlı mülkiyet esasına dayandığı hüküm altına alınmıştır. Yatırım fonlarında inançlı mülkiyet konusunun da ayrıca değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu fonlar, esas olarak kurucu ve yatırımcı arasında oluşan inançlı mülkiyet ilişkisine dayanmaktadır²¹⁰.

İnançlı mülkiyet; yatırımcıların, yatırım fonu ile ilgili işlemleri yapma yetkisini fon kurucusuna fon içtüzüğü aracılığıyla devretmesi, kurucunun da bu fonu içtüzük hükümlerine ve mevzuat çerçevesine uygun olarak, tasarruf sahiplerinin haklarını koruyacak biçimde yönetmek veya yönettirmekle yükümlü olması anlamına gelmektedir²¹¹. İnançlı mülkiyet, inançlı işlemlerin neticesinde meydana gelen bir mülkiyettir. İnançlı mülkiyet, tasarruf sahiplerinin yatırım fonu ile ilgili işlemleri gerçekleştirme yetkisini fon kurucusuna fon içtüzüğü aracılığıyla devretmesi ve kurucunun ise bu fonu sözleşme yani içtüzük çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek veya yönettirmek sorumluluğunda olmasıdır. İnanç konusunu, yatırımcılar tarafından fona katılmak için toplanan nakitler ve bunlarla oluşturulan fon portföyü meydana getirmektedir. Öğretide kurucunun, fon portföyünde yer alan mal varlığı unsurları üzerinde inançlı malik olduğu görüşü hakimdir²¹².

2499 sayılı SerPK'nın genel gerekçesinde fon mal varlığının kime ait olacağı hususunun tespitinde inançlı mülkiyet esası kabul edilmiştir. Buna göre fon yöneticisi inançlı malik sıfatına sahip olmaktadır. Katılma payı sahipleri işlemlerinin bir kısmını katılma payı şeklinde inançlı yöneticinin mülkiyetine dahil etmektedir. Burada gerçekleşen devir bir inanç sözleşmesi (fon içtüzüğü) ile mümkün olmaktadır²¹³. Yönetici katılma payı karşılığında aldıkları varlıkların malikidir. Fakat bu varlıkları inanç sözleşmesi çerçevesinde kullanmak zorundadır²¹⁴.

²¹⁰ <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/menkul-kiymet-yatirim-fonlari/tanitim-rehberi> (E.T. 11.10.2025).

²¹¹ Okat, *Türk ve AB Hukukunda*, 46. <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/menkul-kiymet-yatirimfonlari/tanitimrehberi#:~:text=İnançlı%20mülkiyet%20esasında%20fona%20inançlı,hakların%20> (E.T. 22.10.2025).

²¹² Okat, *Türk ve AB Hukukunda*, 73 vd; Yasaman, *İsviçre ve Fransız Hukuklarında*, 193 vd.

²¹³ Berktaş Yüksel, *Türk Hukukunda Saf*, 155.

²¹⁴ Berktaş Yüksel, *Türk Hukukunda Saf*, 155.

İnançlı mülkiyet, yatırımcı yönünden; parasını, kazanç elde etme potansiyeli daha yüksek olan bir yatırım fonuna emanet ederek belirli bir süre sonunda anaparasıyla birlikte ortaya çıkacak getirinin bir kısmına ortak olması anlamına gelir²¹⁵. Kurucu açısından ise inancılı mülkiyet, yatırımcı ile yapılan sözleşme çerçevesinde elde edilen kazancın paylaşılması anlamına gelmektedir. Yatırım fonlarında katılma payı sahiplerinin fon portföyü üzerinde doğrudan bir mülkiyet hakkı bulunmamaktadır. Fonun portföyü, daha önce belirtildiği gibi inancılı mülkiyet esaslarına göre fon kurucusuna aittir. Bununla birlikte, katılma payı sahiplerinin fon yöneticisine, fon payının içerdiği portföyün yönetimi ile ilgili olarak talimat verme yetkisi yoktur. Yöneticinin yönetimine müdahale etme veya denetleme hakkı söz konusu değildir²¹⁶.

1.3.2.3. Mal Varlığının Korunması

Fon, tüzel kişiliğe sahip olmamakla beraber, fon mal varlığı kurucunun mal varlığından ayrıdır. Ayrıca SerPK m. 53/2 uyarınca fon mal varlığı, fon hesabına olması ve fon iç tüzüğünde hüküm bulunması şartıyla kredi almak, türev araç işlemleri, açığa satış işlemleri veya fon adına taraf olunan benzer nitelikteki işlemlerde bulunmak haricinde teminat gösterilemez ve rehnedilemez. Dolayısıyla fon mal varlığının korunması kanun ile güvence altına alınmıştır.

Yatırım fonları, tasarruf sahiplerinin birikimlerinden oluşan bir mal varlığı niteliğindedir. Bir portföy yönetim ortaklığı kendi mal varlığı ile kendi portföyünü yönetmek amacıyla yatırım fonu oluşturamaz. Yatırım fonu, tasarruf sahiplerinin paralarıyla meydana gelir ve karşılığında tasarruf sahiplerine katılma payları verilir²¹⁷. Fon kurucusu, fona katılanların ödedikleri nakitleri ve bu nakitler karşılığında edinilen kıymetleri kendi mal varlığına dahil etmemekte; bunları ayrı ve özel bir mal varlığı olarak bulundurmaktadır. Mevzuatta ve fonun içtüzüğünde yer bulan haller dışında fon mal varlığı üzerinde herhangi bir işlem yapılamamaktadır.

²¹⁵ Vural Günel, *Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar)*, (İstanbul: İstanbul Menkul Kıymet Borsası Yayını, 1997), 383. Günel ve Okat, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, 309. Yatırım fonları açısından inancılı malik yani portföy yönetim şirketi ile inananlar arasındaki hukuki işlemlerde vekâlet sözleşmesi hükümleri geçerli olacaktır. Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 185.

²¹⁶ Okat, *Türk ve AB Hukukunda*, 46.

²¹⁷ Günel ve Okat, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, 308.

Yatırım fonları, mevzuat çerçevesinde bir ortaklık şeklinde oluşturulmamıştır. Fonu meydana getiren taraflar, aralarında yaptıkları bir sözleşme ile hizmetlerini yerine getirmektedir. Fonun tüzel kişiliğinin olmaması fon varlıklarının fon kurucusunun mal varlıkları içinde olduğunun kabul edilmesi sonucunu doğurabilir. Ancak III.52.1 sayılı Tebliğ m. 5/(1)'e göre, fon mal varlığının kurucunun ve portföy saklayıcısının mal varlığından ayrı olduğu açıkça belirtilmiştir.

1.3.3. Yatırım Fonlarının Avrupa Birliği ve Yabancı Hukukta Gelişimi

Yatırım fonlarının tarihi kökeni 19. yüzyılın başlarına dayanmaktadır. Fonların ilk defa Avrupa'da ortaya çıktığı bilinmektedir²¹⁸. Ancak yatırım fonlarının gelişimi ve etkisi, 20. yüzyıl boyunca yaşanan ekonomik bunalımlar ve savaşlar nedeniyle kesintiye uğramıştır. 1970'li yılların ortalarından itibaren ekonomik serbestleşmenin ivme kazanmasıyla birlikte yatırım fonlarının gelişimi hızlanmıştır²¹⁹.

Dünya genelinde 1990'lı yılların başında yaşanan ekonomik krizler, fon portföylerinde ağır kayıplar yaşanmasına neden olmuştur²²⁰. Bu krizler sonucunda, küresel ölçekteki fon sayısı ciddi bir şekilde düşüşe geçmiştir; ülkelerde krizlerin yol açtığı ekonomik daralma, istihdamda gerçekleşen sorunlar ve gelir kayıpları nedeniyle tasarrufların miktarı da azalmıştır. Buna paralel olarak da yatırım yapılan araçların türü de değişmiştir²²¹. Yatırımcılar, riskli yatırım araçlarından ziyade daha likit, kolaylıkla nakde çevrilebilen yatırım araçlarına yönelmiştir²²². Bununla birlikte profesyonel yönetim ilkesine göre idare edilen yatırım fonları, yatırımcılar tarafından her dönemde güvenilir ve etkin yatırım araçlarından biri olarak görülmüştür.

Yatırım fonları, İngiltere'de 1920-1930 yılları arasında en fazla tercih edilen yatırım aracı olarak kabul görmüştür. Bu dönemde yatırımcı talebi doğrultusunda, “açık uçlu” olarak adlandırılan değişken sermayeli fonlar yaygınlaşmaya başlamıştır²²³.

²¹⁸ K. Geert Rouwenhorst, “The Origins of Mutual Funds”, *Rochester, NY: Social Science Research Network*, (2004), 1-31. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636146.

²¹⁹ Rouwenhorst, “The Origins of Mutual Funds”, 1 vd.

²²⁰ Rouwenhorst, “The Origins of Mutual Funds”, 1 vd.

²²¹ Aylin Satır, *Ulusal ve Uluslararası Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Risk Analizi*, (İstanbul: Beta Yayınları, 2012), 4-5.

²²² Satır, *Ulusal ve Uluslararası*, 4-5.

²²³ Satır, *Ulusal ve Uluslararası*, 6.

AB hukukunda yatırım fonlarına ilişkin ilk kapsamlı düzenleme, 20 Aralık 1985 tarihli ve 85/611/EEC sayılı “*Yatırım Fonları Direktifi*” (UCITS I) ile yapılmıştır. Söz konusu direktifin amacı, yatırım fonlarının bireysel yatırımcılara sınır ötesi olarak pazarlanmasını kolaylaştırmak ve Avrupa genelinde yatırım fonları için uyumlu, rekabetçi bir pazar oluşturmaktır. Bu hedef doğrultusunda, entegrasyonun sağlanması, sermaye yapısının güçlendirilmesi, organizasyon yapısının geliştirilmesi ve bağımsız bir saklayıcı tarafından fon gözetiminin temin edilmesi suretiyle yatırımcıların korunması amaçlanmıştır²²⁴.

AB yasal düzenlemeleri ve Türk hukukundaki yatırım fonu düzenlemeleri arasında çeşitli farklılıklar bulunmaktadır. AB mevzuatı, “*birincil*” ve “*ikincil*” mevzuat olmak üzere iki şekilde düzenlenmiştir²²⁵. Kurucu anlaşmalar ve protokoller birincil mevzuat kapsamında değerlendirilirken, uygulamaya yönelik tüzükler ve direktifler ikincil mevzuatı oluşturur. İkincil mevzuat içinde en önemli bağlayıcı düzenlemeler tüzüklerdir. Bunlar, üye ülkelerde doğrudan uygulanması zorunlu hukuki metinlerdir.

AB’ye üye ülkeler arasındaki mevzuat uyumlaştırılma çalışmaları büyük ölçüde ikincil mevzuat düzenlemeleriyle sağlanmaktadır. UCITS düzenlemelerine uyum zorunluluğu getirilerek, hem birlik içindeki uygulama farklılıklarının giderilmesi hem de sektörde bütünlük ve disiplin sağlanması amaçlanmıştır. Türk hukukunda direktiflerin karşılığı niteliğindeki düzenlemeler, SPK’nın yayımladığı tebliğler aracılığıyla yapılmaktadır. Dolayısıyla, SPK’nın yatırım fonlarına ilişkin tebliğleri, AB Direktiflerinin Türkiye’deki karşılığı olarak değerlendirilebilir²²⁶.

1.3.4. Yatırım Fonlarının Türk Hukukunda Gelişimi

Ülkemiz hukuk sisteminde yatırım fonları ilk kez, 2499 sayılı SerPK m. 35 ve m. 36 ile düzenlenmiştir. Türkiye’de yatırım fonlarına dair son hukuki düzenlemeler ise 6362 sayılı SerPK’da yer almaktadır. 6362 sayılı SerPK, yatırımcı, ihraççı ve aracı kurumlar arasındaki hak ve menfaat dengesini korumak ve sermaye piyasalarının güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını sağlamak amacıyla yürürlüğe konulmuştur. Bu kanunun

²²⁴ www.siteresources.worldbank.org/.../WorldbankUCITS_presentation06%5B1%5D.0-6.06_TUR.ppt (18.5.2022). Satır, *Ulusal ve Uluslararası Yatırım*, 6.

²²⁵ Okat, *Türk ve AB Hukukunda*, 119.

²²⁶ Satır, *Ulusal ve Uluslararası Yatırım*, 7.

uygulanmasına ilişkin esaslar, SPK tarafından çıkarılan tebliğleri ile belirlenmiştir. Yatırım fonlarına ilişkin temel hükümler Kanun'un 52 ila 56. maddeleri arasında yer almaktadır.

SPK, yatırım fonlarına ilişkin ilk düzenlemeyi Seri: VII No:1 sayılı “*Menkul Kıymet Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği*”²²⁷ ile yapmıştır. Daha sonra Seri: VII No: 10 sayılı “*Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği*”²²⁸ yayımlanmıştır. Son olarak ise, yatırım fonlarına ilişkin III.52.1 sayılı “*Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği*”²²⁹ yürürlüktedir.

1.3.5. Yatırım Fonlarının Türleri

Yatırım fonları, dünya genelinde fon paylarının değişebilirliği, portföyde bulunan kıymetlerin özelliği ve kâr dağıtım esasları gibi ölçütlere göre farklı türlere ayrılabilir. Ülkemizde ise yatırım fonları, risk düzeyi yatırım stratejisi ve vergisel nitelikler gibi faktörler dikkate alınarak ayrıma tabi tutulmaktadır²³⁰.

Genel olarak yatırım fonları, çok çeşitli ölçütler esas alınarak tasnif edilebilmektedir. Bu kapsamda, yatırım fonlarının türleri aşağıdaki şekilde sıralanabilir²³¹.

1.3.5.1. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları

Bu fonlar, pay sayılarının serbestçe artırılıp azaltılabilmesi ve fon sermayesinin sabit veya değişken şekilde olması esasına göre açık uçlu ve kapalı uçlu fonlar olmak üzere iki ana gruba ayrılmaktadır. Kısaca, talebe bağlı olarak sabit kalan fonlar kapalı uçlu fon, pay sayısı piyasa koşullarına göre artırılıp azaltılabilen fonlar ise açık uçlu fon olarak nitelendirilmektedir²³².

²²⁷ 13.12.1986 tarihli ve 19310 sayılı Resmî Gazete 'de yayımlanmıştır.

²²⁸ 19.12.1996 tarihli ve 22852 sayılı Resmî Gazete 'de yayımlanmıştır.

²²⁹ 9/7/2013 tarihli ve 28702 sayılı Resmî Gazete 'de yayımlanmıştır.

²³⁰ Gönül Yüce Akıncı, *Sermaye Piyasaları ve Yatırım Fonları: Teori ve Uygulama*, (Bursa: Dora Yayınevi, 2014), 10. Bu ölçütler göre en fazla tercih edilen yöntemlerden birincisi yatırımcının isteği ile ihracı yapılan, katılma belgelerini satış işlemi ile iadesini gerçekleştirebilen açık uçlu yöntem ve ikinci olarak iadesi talep edildiğinde geri satışı yapılamayan kapalı uçlu fonlardır.

²³¹ Mevlüt Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, (Bursa, Ekin Yayınları, 2022), 12.

²³² Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 12.

1.3.5.1.1. Açık Uçlu Fonlar

Yatırımcıların talep etmesi ile pay sayısında artış yapılabilen; yatırımcıların paylarını iade etmeleri halinde ise pay sayısı azaltılabilen fonlar açık uçlu yatırım fonları olarak adlandırılmaktadır²³³.

Bu fonlarda pay sayısı sabit değildir. Katılma payları, fonu idare eden kuruluş tarafından yatırımcının isteği doğrultusunda ihraç edilmekte ve yine aynı şekilde geri alınabilmektedir. Açık uçlu fonlarda, katılma paylarının iadesi yalnızca fona yapılabilir²³⁴. Buna göre açık uçlu yatırım fonları değişken sermayeli şekilde kurulabilecektir. Fon yöneticisi, yasal çerçevede yeni fon paylarını ihraç etmekte ve halihazırda bulunan payları iade almakla sorumludur²³⁵.

Açık uçlu fonlarda yatırımcılar, ellerinde bulundurdıkları fon paylarını istedikleri zaman fona satabilme olanağına sahip olduklarından dolaşımdaki pay sayısı devamlı olarak değişkenlik göstermektedir. Fon paylarının alım satım işlemleri, günlük olarak hesaplanan birim net varlık değeri üzerinden hesap edilmektedir²³⁶. Yatırım fonlarında fon katılma payları doğrudan fon kurucusundan ya da fonların satışını yapan fon satış temsilcilerinden satış işlemi ile alınabilmektedir²³⁷.

Açık uçlu yatırım fonlarında katılma payları devamlı surette halka satılmakta; ayrıca istenildiği takdirde toplam portföy içerisindeki belli bir nispette olan paylar yatırımcılardan günlük kapanış fiyatlarına göre hesaplanan değerleri üstünden geri satın alınabilmektedir²³⁸. Bu fonları yatırımcının talep etmesinin nedenlerinden biri, pay fiyatlandırma mekanizmasının şeffaflığıdır. Bu fonlarda pay alıcı ve satıcıları doğrudan

²³³ Gürman Tefik, *Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları*, (Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1995), 5; Bahtiyar, *Makaleler II*, 319; Vural, *Yatırım Ortaklıkları*, 76.

²³⁴ Michael Buckle ve John Thompson, *The United Kingdom Financial System In Transition: Theory and Practice* (Manchester: Manchester University Press, 1993), 124; Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 13.

²³⁵ Buckle ve Thompson, *The United Kingdom*, 124; Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 13.

²³⁶ Sami Kılıç, *Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi*, (Ankara: İMKB Yayını, 2002), 12.

²³⁷ Kılıç, *Türkiye’deki Yatırım Fonlarının*, 12.

²³⁸ Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, *Sermaye Piyasası Temel Konular* (Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2020), 114.

bir araya gelmeden işlem görebilmekte; pay başına fiyat ise arz ve talepten bağımsız olarak, bir önceki günün piyasa kapanış fiyatına göre belirlenmektedir²³⁹.

1.3.5.1.2. Kapalı Uçlu Fonlar

Kapalı uçlu yatırım fonları, dünya genelinde birçok ülkede yaygın biçimde uygulama alanı bulan yatırım araçlarıdır²⁴⁰. Bu fonlar genellikle “trust” yapısına sahip kuruluşlar veya sözleşmeye dayalı yönetilen kuruluşlarla birlikte varlıklarını devam ettirmektedir. Açık uçlu yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına göre şekillenirken, kapalı uçlu yatırım fonları, ortaklık niteliğinde olup kayıtlı sermaye esasına göre kurulmaktadır²⁴¹.

Yatırımcı talebi üzerine pay sayısı artırılmayan, pay iadesi mümkün olmadığından pay sayısı azaltılmayan ve sermayesi sabit olan fonlar, kapalı uçlu yatırım fonları olarak adlandırılmaktadır²⁴². Bu fonlarda, fon paylarının halka arzı tamamlandıktan sonra yeni pay oluşturulması mümkün değildir. Ayrıca, açık uçlu fonlarda olduğu gibi payların geri alınması da söz konusu değildir²⁴³.

Kapalı uçlu fonların nitelikleri özetlenecek olursa; yatırımcılarda bulunan fon paylarını fona iade etme olanağı olmadığından, tedavülde olan pay sayısı sabit kalmaktadır. Fon katılma payları borsada işlem görebilmektedir. Bu payların fiyatı genellikle birim net varlık değerine eşit değildir; piyasa koşullarına göre, arz ve talep dengesine bağlı olarak belirlenmektedir. Fon payları, hisse senedi benzeri menkul kıymetler şeklinde alınıp satılmaktadır²⁴⁴.

Kapalı uçlu yatırım fonları, menkul kıymet piyasalarında düzenli biçimde alım satım konusu olabilen yatırım ortaklığı niteliğinde kolektif yatırım araçlarıdır²⁴⁵. Bu yönüyle, “fon” kavramı burada yatırımcıların ortak bir portföyde bir araya gelmesini; “ortaklık”

²³⁹ Targan Ünal, *Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar: Türkiye Örneği Sorunlar ve Çözüm Önerileri*, (İstanbul: İMKB Araştırma Yayını, 1995), 50.

²⁴⁰ Akıncı, *Sermaye Piyasaları ve Yatırım*, 15.

²⁴¹ Akıncı, *Sermaye Piyasaları ve Yatırım*, 15.

²⁴² Odabaşı, “Yatırım Ortaklığı ve Yatırım Fonları”, 5. Seth Anderson, Jeffery Born ve Oliver Schnusenberg, *Closed-End Funds, Exchange-Traded Funds, and Hedge Funds: Origins, Functions, and Literature*, Vol 18 (Innovations in Financial Markets and Institutions, Springer Science & Business Media, 2009), 25.

²⁴³ Tefik, *Dünyada ve Türkiye’de Yatırım*, 7.

²⁴⁴ Kılıç, *Türkiye’deki Yatırım Fonlarının*, 14.

²⁴⁵ Timothy Olsen, *The Teenage Investor: How to Start Early, Invest Often and Build Wealth* (USA: The McGraw-Hill Companies: 2003), 96; Akıncı, *Sermaye Piyasaları ve Yatırım*, 15.

kavramı ise bu portföyün, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca anonim ortaklık şeklinde kurulan bir yatırım ortaklığı üzerinden yönetilmesini ifade etmektedir²⁴⁶. ABD'deki uygulamalarda da benzer bir yapı söz konusudur. Kapalı uçlu fonlar, hukuki statü bakımından yatırım ortaklığı (investment company) olarak sınıflandırılmakta ancak işlevsel açıdan bir yatırım fonu gibi faaliyet göstermektedir²⁴⁷.

Kapalı uçlu fonlar, yatırımcılar ve yöneticiler açısından açık uçlu fonlara göre daha az tercih edilmesine rağmen varlıklarını sürdürmektedir. Bunun sebebi, bu fonların yöneticilere uzun vadeli yatırım stratejileri ortaya koyma olanağı sağlamasıdır²⁴⁸. Bu durumun temelinde ise fonların daha az likit bir portföy yapısı ile faaliyet göstermeleri yer almaktadır²⁴⁹. Buna ek olarak bu fonlarda yatırımları finanse etmek için uluslararası yatırım kaynaklarından da kullanılabilecektir²⁵⁰.

1.3.5.2. Tipine Göre Yatırım Fonları

Ülkemizde bu fonlar, A tipi ve B tipi şeklinde meydana getirilebilmektedir. A tipi fonlarda belirli oranda pay senedi bulundurma şartı aranırken, B tipi fonlarda böyle bir sınırlandırma söz konusu değildir.

1.3.5.2.1. A Tipi Fonlar

A tipi fonlar, fon içtüzüğünde belirtilmek koşuluyla, portföy değerinin en az %25'ini özelleştirme bünyesine alınan kamu iktisadi teşebbüsleri ile ülkemizde kurulan ortaklıkların pay senetlerine yatırılan fonlardır²⁵¹. Bu fonlar borsada işlem görmekte olup, katılma payları menkul kıymet olarak kabul edilmektedir. A tipi fonlarla ilgili bu

²⁴⁶ Olsen, *The Teenage Investor*, 96; Akıncı, *Sermaye Piyasaları ve Yatırım*, 15.

²⁴⁷ Olsen, *The Teenage Investor*, 96; Akıncı, *Sermaye Piyasaları ve Yatırım*, 15.

²⁴⁸ Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, Stephen J. Brown ve William N. Goetzmann, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, (Hoboken, NJ: John Wiley ve Sons, 2014), 654; Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 14.

²⁴⁹ Elton, Gruber, Brown ve Goetzmann, *Modern Portfolio Theory*, 654; Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 14.

²⁵⁰ Elton, Gruber, Brown ve Goetzmann, *Modern Portfolio Theory*, 654; Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 14.

²⁵¹ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1).

düzenlemenin amacı, pay senedi piyasasını güçlendirmek için vergi avantajı sağlamaktır²⁵².

1.3.5.2.2. B Tipi Fonlar

Bu fonlar çoğunlukla tahvil gibi sabit getirili, olan riski düşük bununla birlikte getirisi sınırlı olan menkul kıymetlere yatırım gerçekleştiren fonlardır. Fonun esas amacı, yatırımcıyı enflasyona karşı korumaktır²⁵³. B tipi fonlar borsada işlem görmez. Bunun temel nedeni, fonun katılma paylarının menkul kıymet özelliği taşınamamasıdır; ancak bazı B tipi fonların portföylerinde yatırım stratejisi çerçevesinde pay senedi bulunabilmektedir²⁵⁴.

1.3.5.3. Şemsiye Fon

SerPK’da yer almayan şemsiye fon terimi, SPK’nın III-52.1 sayılı Tebliğ’inde yer almaktadır. Bu fon, katılma payları tek bir içtüzük ile ihraç edilen bütün fonları barındıran bir yatırım fonudur. Böylece, şemsiye fonunun alt kapsamında birden fazla fon bulunmaktadır. Tebliğin 3/e maddesinde fon, “*Katılma payları bir şemsiye fona bağlı olarak ihraç edilen yatırım fonu*” şeklinde ifade edilmiştir²⁵⁵.

Şemsiye fon, yalnızca III-52.1 sayılı Tebliğ’in m. 4/2, a-j bentlerinde belirtilen varlık ve işlemlerden meydana gelen portföy veya portföyleri işletmek amacıyla kurulabilir. Hükme göre şemsiye fonlar bu amaç dışında herhangi bir faaliyette bulunamazlar. Şemsiye fona bağlı olan fonların portföylerinde; repo ve ters repo işlemleri, yurt içi organize para piyasası işlemleri, yalnızca ülkemizde meydana getirilen ihraççılara ait olan paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları, kira sertifikaları, mevduat sertifikaları, gayrimenkul sertifikaları ve varantlar da bulunabilir²⁵⁶.

Şemsiye fonları, kapsamlarına göre çeşitli türlere ayrılmaktadır. III-52.1 sayılı Tebliğ m.6-a’ya göre bunlar; borçlanma araçları şemsiye fonu, pay senedi şemsiye fonu, kıymetli

²⁵² Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1). Sermaye Piyasası Kurulu, Yatırım Fonları Rehberi, (2022). <https://www.spk.gov.tr/> (E.T. 21.10.2025)

²⁵³ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 17.

²⁵⁴ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 17.

²⁵⁵ Tekinalp’e göre maddede geçen “*ihraç edilen*” ifadesi yerine “*oluşturulan fon*” ifadesi kullanılmalıdır. Tekinalp ve Çamoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunun*, 59.

²⁵⁶ Tekinalp ve Çamoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunun*, 59.

madenler şemsiye fonu, fon sepeti şemsiye fonu, para piyasası şemsiye fonu, katılım şemsiye fonu, değişken şemsiye fonu, serbest şemsiye fonu, garantili şemsiye fonu, koruma amaçlı şemsiye fon, pay senedi şemsiye fonudur. III-52.1 sayılı Tebliğ'in m. 6/4. fıkrası çerçevesinde, SPK tarafından uygun görülmesi koşuluyla, anılan maddede sayılanlar dışında yeni şemsiye fon türleri de belirlenebilmektedir.

1.4. Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları

1.4.1. Genel Olarak

Endekse dayalı yatırım araçlarının içinde en yeni ve önemli ürünlerden birisi BYF'ler olarak değerlendirilebilir. BYF'ler endeksin²⁵⁷ anında takibini yapmak ve gün içerisinde alım satımı gerçekleştirmek için oluşturulan yatırım fonu türü ya da yatırım araçlarıdır. Bu fonlar, sermaye piyasalarında uzun yıllar içinde oluşan güçlü bir altyapı ve birikmiş deneyimlerin sonucunda ortaya çıkmıştır.

Konuya ilişkin olarak, BYF'lerin ortaya çıkışının üç temel nedene dayandığı ifade edilmiştir²⁵⁸. Birincisi, son yıllarda yatırımcıların ve tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarına ve yatırım araçlarına olan ilgisinin artmasıyla birlikte yatırım faaliyetlerinde gözlenen hareketlilik²⁵⁹. İkincisi, yatırımcılara güçlü bir biçimde uluslararası erişim imkânı sağlayan piyasalar arasındaki entegrasyon ve bu süreçte söz konusu piyasalara erişimi mümkün kılan ürünlere duyulan gereksinimdir²⁶⁰. Son neden ise, yatırımcıların daha fazla tasarruf, kazanç ve şeffaflık talebine karşılık finansal piyasa dinamiklerinin bu taleplere uyum sağlama yönündeki gelişimidir²⁶¹.

BYF'ler, Kuzey Amerika'da 1990'lı yılların başında ortaya çıkmıştır. Yatırımcılara farklı bir “*endeks satın alma stratejisi*” sağlamaktadır. Bu fonlar, 2000'li yıllardan itibaren

²⁵⁷ Endeks, bir veya daha fazla değişkenin hareketlerinden ibaret olan, oransal değişimi ölçmeye yarayan bir göstergedir. Pay piyasasının genel bir göstergesi olan pay endeksleri, endeks kapsamındaki payların fiyatları baz alınarak “piyasa performansı” hakkında genel bir bilgi verir.

²⁵⁸ Rossitza Tzevetkova, *The Implementation of Exchange Traded Funds in the European Market* (Germany: Südwestdeutscher Verlag für Hochschulschriften, 2009), 1-2.

²⁵⁹ Tzevetkova, *The Implementation of Exchange*, 1-2.

²⁶⁰ Tzevetkova, *The Implementation of Exchange*, 1-2.

²⁶¹ Onur Gözbaşı, “Borsa Yatırım Fonları-Performans Değerlendirmesi ve Analizi”, (Doktora Tezi, Erciyes Üniversitesi, 2010), 14.

sahip oldukları avantajlar ve yatırımcılardan gördükleri olumlu ilgi neticesinde dünya genelinde tanınmıştır²⁶².

1.4.2. Borsa Yatırım Fonunun Tanımı

BYF, katılma payları pay senedi olarak borsalarda işlem gören, fon kurucusunun fon katılma paylarını nakit şekilde satın alma yükümlülüğünün bulunmadığı, ancak yatırımcının isteğine doğrultusunda fon katılma payı karşılığında fonda yer alan pay senetlerinin takas edilmesine olanak sağlayan yarı açık-yarı kapalı uçlu bir enstrümandır²⁶³. Bununla birlikte, BYF, geleneksel açık uçlu yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları (kapalı uçlu yatırım fonları) arasında melez bir yatırım aracı olarak da kabul edilebilir²⁶⁴.

BYF'lerin ABD piyasalarındaki önemi sebebiyle, bu ülkedeki çeşitli kurumlar tarafından yapılan tanımlara yer vermek yararlı olacaktır. Amerika Yatırım Şirketleri Enstitüsü (ICI), BYF'leri "Hisseleri gün içinde borsalarda piyasa tarafından belirlenen fiyatlarla işlem gören yatırım şirketleri" şeklinde tanımlamaktadır²⁶⁵.

Uluslararası Para Fonu'nda (IMF) Küresel Finansal İstikrar Raporlarında kullanılmış ve BYF'yi "borsalarda işlem gören bir yatırım fonu" olarak tanımlanmıştır. Birçoğu S&P 500 gibi bir endeksi takip etmektedir²⁶⁶.

Finansal İstikrar Kurulu'na (FSB) göre BYF'ler, bir endeksi (örneğin S&P 500) takip eden, geleneksel yatırım fonlarının aksine borsalarda sürekli olarak işlem gören ve günlük olarak itfa edilebilen bir yatırım aracı şeklinde tanımlanmıştır²⁶⁷. Ancak günümüzde BYF'ler yalnızca endeks takip eden ürünlerle sınırlı olmadığından, FSB'nin bu tanımının

²⁶² https://ziraatportfoy.com.tr/documents/banner/ZFG_PORTFOY_zpybyf1-pdf_872.pdf(E.T 09.06.2024). Gözbaşı, *Borsa Yatırım Fonları*, 23.

²⁶³ Çetin Ali Dönmez, "Sermaye Piyasalarımız İçin Yeni Bir Enstrüman: Borsa Fonları, (Exchange Traded Fund)", İMKB Dergisi, 23/6 (2002): 23 vd.

²⁶⁴ Gözbaşı, *Borsa Yatırım Fonları*, 13-14.

²⁶⁵ bkz. örneğin ICI tarafından yayınlanan "Research Perspective" serisi. [https://scholar.google.com.tr/scholar?q=%22Research+Perspective%22+serisi+\(Antoniewicz+%26+Heinrichs,+2014,+36.&hl=tr&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholar](https://scholar.google.com.tr/scholar?q=%22Research+Perspective%22+serisi+(Antoniewicz+%26+Heinrichs,+2014,+36.&hl=tr&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholar) (E.T. 27.01.2025).

²⁶⁶ IMF, Global Financial Stability Report, (Washington, DC: IMF, 2023), (E.T.21.11.2025), <https://www.imf.org/en/publications/gfsr>

²⁶⁷ Financial Stability Board. Potential Financial Stability Issues Arising from Recent Trends in Exchange-Traded Funds (ETFs). Basel: FSB, 2011. https://www.fsb.org/uploads/r_110412b.pdf (E.T.21.11.2025).

güncelliğini yitirmiş olduğu söylenebilir. Benzer şekilde, Kanada Merkez Bankası'nın yayımlarında BYF “*borsada işlem gören bir yatırım fonu*” olarak tanımlanmaktadır²⁶⁸.

BYF’ler, yatırım fonlarından farklı olarak, fon kurucusunun fon katılma paylarını geri satın alma gibi bir sorumluluğunun bulunmaması nedeniyle tam olarak açık uçlu fonlar olarak değerlendirilemez. Bununla birlikte, katılma paylarının içerdiği pay senetlerine; pay senetlerinin de fon katılma paylarına dönüştürülebilmesi nedeniyle bu fonlar yarı açık uçlu fonlar olarak tanımlanabilir²⁶⁹.

İlk kez 1990’lı yıllarda ortaya çıkan BYF’ler, bu dönemden itibaren önemli bir pazar payına ulaşmıştır. Bu yatırım fonları son dönemlerin en dikkat çekici finansal yeniliklerindendir. BYF piyasası, yatırımcılara yatırımlarını çeşitlendirme imkânı tanınması ve düşük yönetim ücretleri ile oldukça önemli avantajlar sunmaktadır. Bu piyasa Türkiye’de de gelecek dönemler için sermaye piyasası ve yatırımcılar açısından geniş potansiyellere sahiptir²⁷⁰.

BYF katılma payları, Borsa İstanbul AŞ’de (BIST) işlem gören; fon portföyünün kompozisyonunu gösterecek biçimde, portföyde bulunan varlıkların ya da yalnızca nakdin teslimi yoluyla katılma payı meydana getirilebilen; ayrıca katılma paylarının iade edilmesi karşılığında söz konusu katılma paylarına karşılık gelen varlıkların veya sadece nakdin alınmasına imkân tanıyan bir fon türüdür²⁷¹. BYF’ler kısaca, portföylerinde sermaye piyasası araçlarını barındıran, katılma payları borsalarda işlem görebilen fon türü şeklinde de ifade edilebilir. Bu fonlar tasarruf sahipleri adına ve onların hesabına, inançlı mülkiyet hükümleri çerçevesinde portföy işletmek gayesiyle; portföy yönetim ortaklıkları tarafından bir içtüzük ile oluşturulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlıklarıdır. BYF’ler, SPK tarafından öngörülen bir endeksi takip etmek için oluşturulur²⁷².

²⁶⁸ Ian Foucher ve Kyle Gray, Exchange-Traded Funds: Evolution of Benefits, Vulnerabilities and Risks 2014, 37. (<https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2014/12/fsr-december14-foucher.pdf>) (E.T. 27.01.2025).

²⁶⁹ Dönmez, “Sermaye Piyasalarımız İçin”, 23-52.

²⁷⁰ <https://www.borsaistanbul.com/piyasalar/pay-piyasasi/urunler> (E.T. 30.09.2025).

²⁷¹ Sermaye Piyasası Kurulu, “Borsa Yatırım Fonları”, (E.T.31.05.2023). <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/5Borsa%20Yat%C4%B1r%C4%B1m%20Fonlar%C4%B1.pdf>.

²⁷² Sermaye Piyasası Kurulu, “Borsa Yatırım Fonları”, <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/5Borsa%20Yat%C4%B1r%C4%B1m%20Fonlar%C4%B1.pdf> (E.T.31.05.2023).

BYF'ler, borsada işlem gerçekleştiren menkul kıymetler kombinasyonunu (örneğin muayyen bir endeks gibi) takip eden fon türüdür. Böyle bir menkul kıymetin en önemli getirisi, yatırımcıya anında çeşitlendirme sağlayabilmesidir. Örneğin herhangi bir yatırımcı, tek bir menkul kıymette tüm S&P 500 endeksinin risk ve getirilerine malik olabilmektedir²⁷³.

1.4.3. Borsa Yatırım Fonları ile İlgili Bazı Kavramlar

Bu kavramlara ilişkin olarak ikinci bölümde ayrıntılı ve kapsamlı açıklamalar yapılmıştır. Bu kısımda konu genel hatları ile değerlendirilmiştir.

1.4.3.1. Fon İçtüzüğü

Fon içtüzüğü, kurucu, katılma payı sahipleri, portföy saklayıcısıyla idarecisi arasında fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesini düzenleyen bir sözleşmedir. Bu sözleşme, SerPK'nın m. 56 çerçevesinde, fonun saklanması ve mevzuatta yer alan vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümlere göre idaresini içeren esasları belirleyen; aynı zamanda genel işlem şartlarını taşıyan iltihakı bir sözleşmedir. Fon içtüzük standardı SPK tarafından tespit edilir. İchtüzükte olması gereken temel hususlar ise III-52.2 sayılı EK/2'de²⁷⁴ bulunmaktadır.

1.4.3.2. Fon Katılma Payı

Seri: VII, No: 23 sayılı Tebliğ'e göre katılma belgesi sahiplerinin kurucuya karşı sahip olduğu haklar bulunmaktadır. Bu haklar genel itibarıyla tasfiye payı, kâr payı ve geri satım hakkı şeklinde sayılabilen haklardır. Bununla birlikte, fon portföyünde, inançlı

²⁷³ Peter W. Madlem ve Larry D. Edwards, *Power Investing with Basket Securities: The Investor's Guide To Exchange Traded Funds*, (USA: St. Lucie Press, USA, 2001), 9.

²⁷⁴“ a) Fonun unvanı ve süresi, b) Kurucunun, yöneticinin, portföy saklayıcısının ve yetkilendirilmiş katılımcının unvanı ve adresleri, c) Aşgari işlem birimi, ç) Endekse ve endeks yapıcısına ilişkin bilgiler, d) Fonun yatırım politikasına, amacına, yatırım sınırlamalarına, endeks takip stratejisine ve risklerine ilişkin genel esaslar, e) Fon portföyünün oluşturulmasına ve katılma paylarının halka arzına ilişkin genel esaslar, f) Fonun gösterge niteliğindeki fon toplam değerinin ve birim pay değerinin açıklanmasına ilişkin genel esaslar, g) Fonun birincil ve ikincil piyasa işlemlerine ilişkin ayrıntılı esaslar, ğ) Portföyün yönetimine ve saklanmasına ilişkin esaslar, h) Portföyün değerlemesine ilişkin esaslar, ı) Fon malvarlığından yapılabilecek harcamalara ilişkin esaslar ile Fonun yönetim ücreti ile toplam gider oranı, i) Fon gelir gider farkının katılma payı sahiplerine aktarılmasına ilişkin esaslar, j) Varsa temettü dağıtımına ilişkin esaslar, k) Fonun tasfiye şekli, l) Kurulca belirlenecek diğer unsurlar”.

mülkiyet ilkesi geçerli olduğundan katılma payı sahibinin fon portföyünde doğrudan bir mülkiyet hakkı bulunmamaktadır.

Katılma payı, III-52.2 sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğ m. 3/ (1) i’de; yatırımcının malik olduğu hakları barındıran ve fona katılımını işaret eden, kayden takip edilen sermaye piyasası aracını ifade etmektedir. BYF katılma payları da pay senetlerine benzer biçimde bir aracı kurum aracılığıyla BIST’te alınıp satılabilmektedir.

Seri: VII, No: 23 sayılı, ilk yürürlüğe konan BYF Tebliği’ne göre kurucu “ *Bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 17/7/1964 tarihli ve 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar*” olarak tanımlanmıştı.

III-52.2 sayılı Tebliğ m. 3/j’de ise kurucu, “2/7/2013 tarihli ve 28695 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan *Portföy Yönetim Şirketlerine ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği (III-5.1) çerçevesinde Kuruldan faaliyet izni almış portföy yönetim şirketini*” ifade etmektedir. Dolayısıyla yürürlükteki mevzuat çerçevesinde kurucu sıfatı portföy yönetim ortaklıklarına verilmiştir. Ayrıca, Seri: VII, No: 23 sayılı Tebliğ’e göre katılma payları borsa pazarlarında işlem görürken, III-52.2 sayılı Tebliğ’in m. 4’e göre ise katılma payları BIST’te işlem görmektedir.

III-52.2 sayılı Tebliğ m. 13/1’e göre, fon katılma payı meydana getirilmesi için yetkilendirilmiş katılımcı vasıtasıyla işlemlerin gerçekleştirilmesi gerekir. Aynı Tebliğ m. 3/u’ya göre yetkilendirilmiş katılımcı; fon katılma payı oluşturması ve geri alım işlemlerinin yapılmasına aracılık eden, kurucuyla sözleşme imzalayan ve SPK’dan işlem aracılığı ya da portföy aracılığı faaliyetinde bulunmak için izin alan aracı kurumdur. Bu işlemler; fon portföyünün kompozisyonunu aktaracak biçimde portföyde bulunan varlıkların ya da nakdin toplanıp bir araya konulması ve portföy saklayıcısına devredilmesi, asgari işlem birimi ya da katlarını karşılayan miktarda katılma payı meydana getirilmesidir.

III-52.2 sayılı Tebliğ m. 13/2’ye gereğince, fon katılma paylarının meydana getirilmesine dair bütün detaylar, yetkilendirilmiş katılımcı, kurucu ve portföy saklayıcısı arasında

imzalanan sözleşme ile belirlenebilir. Ayrıca bu esaslar fon içtüzüğünde ve fon izahnamesinde belirtilir.

İzahname, sermaye piyasası araçlarının ilk olarak halka arz edilen piyasa olan birincil piyasada yatırımcıya bilgi akışı sağlayan temel hukuki araçtır²⁷⁵. Öğretide başka bir tanımlamada izahname, sermaye piyasası araçlarının halka arzında düzenlenmesi zorunlu tutulan; bu araçlarla bunların ihraççıları hakkında tasarruf sahiplerinin bilgi edinebileceği en önemli belgedir²⁷⁶. İzahnamede yer alan bilgilerin gerek ihraççı kuruluş gerekse halka arz edilen sermaye piyasası aracı bakımından doğru olması ve gerçeği dürüst bir şekilde yansıtması; buna ek olarak, yatırım kararına etki edebilecek herhangi bir bilginin atlanılmadan tam olarak izahname metnine yansıtılması, yatırımcının korunması açısından önemlidir²⁷⁷. Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi ya da borsada işlem görebilmesi için izahname düzenlenmesi ve düzenlenen bu izahnamenin SPK tarafından onaylanması zorunludur (SerPK m. 4/I; II-5.1 sayılı İzahname Tebliğ, m. 5/I).

1.4.3.3. İnançlı Mülkiyet ve İnançlı İşlem

BYF’lerle ilgili olarak, III-52.2 sayılı Tebliğ m. 4 uyarınca BYF, “ *katılma payları BİAŞ’da işlem gören, fon portföyünün kompozisyonunu yansıtacak şekilde portföyde yer alan varlıkların veya sadece nakdin teslimi suretiyle katılma payı oluşturabilen ya da katılma paylarının iadesi karşılığında söz konusu katılma paylarına karşılık gelen varlıkların veya sadece nakdin alınmasına imkan veren, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığıdır*” şeklinde tanımlanmıştır. Maddede de açıkça ifade edilen haliyle BYF’ler yatırımcılar hesabına yatırımların portföy yönetim ortaklıkları tarafından inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesidir.

BYF’ler SPK düzenlemeleri uyarınca hazırlanan bir fon içtüzüğü ile oluşturulmaktadır. Fon içtüzüğünün temel amacı, fona katılmayı planlayan yatırımcılara, tasarruflarının

²⁷⁵ Mustafa İhtiyar, *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, (İstanbul: Beta Basım Yayım, 2006), 121.

²⁷⁶ Buket Çatakoğlu, “Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk”, *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11, (2016): 119-120.

²⁷⁷ Çatakoğlu, “Halka Arzda İzahnamenin”, 119-120.

hangi özelliklere göre yatırıma konu edileceğine ilişkin bilgi ve teminat sağlamaktır. Genel işlem koşulu niteliğine sahip olan içtüzük, yatırım fonunun hukuki ana yapısını oluşturan ortaklıklardaki esas sözleşmelere benzerlik göstermektedir. Bundan dolayı içtüzük yatırım fonunun temel yasası sayılabilir²⁷⁸.

III-52.1 sayılı Tebliğ m.8/1’de içtüzük “ *Şemsiye fon içtüzüğü, katılma payı sahipleri ile kurucu, portföy saklayıcısı ve varsa yönetici arasında fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesini, Kanunun 56’ncı maddesi kapsamında saklanması, vekalet akdi hükümlerine göre yönetimini ve garantili fonlarda garantiye ilişkin esasları konu alan genel işlem şartlarını içeren iltihakı bir sözleşmedir*” şeklinde tanımlanmıştır.

Benzer biçimde III-52.2 sayılı Tebliğ m.7/1 uyarınca ise BYF’ler için fon içtüzüğü “*fon içtüzüğü, katılma payı sahipleri ile kurucu, portföy saklayıcısı ve yönetici arasında fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesini, Kanunun 56’ncı maddesi kapsamında saklanması ve vekâlet akdi hükümlerine göre yönetimini konu alan genel işlem şartlarını içeren iltihakı bir sözleşmedir*” şeklinde ifade edilmiştir. İçtüzükle ilgili olarak yürürlükten kaldırılan Seri VII No 10 sayılı Tebliğ m.18’de de katılma belgesine sahip yatırımcılar ile saklayıcı, kurucu ve yönetici arasında; portföyün inançlı mülkiyet esasına dayanarak saklanması ve vekâlet sözleşmesi çerçevesinde idaresini içeren, genel işlem koşullarını barındıran iltihakı bir sözleşme olduğu hükme bağlanmıştır.

Dolayısıyla, yürürlükten kaldırılan Seri VII No 10 sayılı Tebliğ’de kabul edilen hususlar, yürürlükteki III-52.1 sayılı ve III-52.2 sayılı Tebliğler’de neredeyse aynı şekilde düzenlenmiştir. Bizim de katıldığımız görüş çerçevesinde²⁷⁹ hükmün mevcut ifade ediliş biçimi hukuken isabetli değildir. Hüküm yasal düzenlemelerle çelişmektedir. Zira içtüzük Seri VII No 10 sayılı Tebliğ m. 18’de belirtildiği gibi “*genel işlem koşullarını barındıran iltihakı bir sözleşme*” olarak nitelendirilmemelidir. İçtüzük, zaten özelliği itibarıyla genel işlem koşulu niteliği taşımaktadır. Esasında burada söz konusu olan içtüzüğü esas alan bir kolektif yatırım sözleşmesidir. Bütün Tebliğlerde ifade edilen

²⁷⁸ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 198. Bkz. Dipnot 424. (Bu konuda aksi görüş, Tekinalp, kolektif yatırım sözleşmesinin fonun hukuki esasını meydana getirdiği görüşündedir. Fakat kolektif yatırım sözleşmesi, yalnızca kurucu ile katılma belgesi sahibi arasındaki ilişkiyi düzenlemektedir. Halbuki, yatırım fonuna ilişkin esasları belirleyen içtüzük, kolektif yatırım sözleşmesinin ile, portföy yönetimi ve saklama ilişkilerini de içermekte, fonun genel statüsünü belirlemektedir). Konu ile ilgili detaylı açıklamalar için bkz. 1.Bölüm sayfa 42 vd.

²⁷⁹ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 198.

içtüzük kurucu tarafından düzenlenmektedir. Buna rağmen hem eski hem de yeni düzenlemeler de içtüzük, kurucu, yönetici, saklayıcı ve katılma payı sahipleri arasında birlikte hazırlanan bir sözleşme gibi ifade edilmiştir. Bu durum teknik olarak yanlıştır. Zira sermaye piyasası mevzuatı uyarınca katılma payı sahipleri yalnızca kurucu ile sözleşme ilişkisi kurmakta, fonun diğer tarafı ile (yönetici veya saklayıcı) doğrudan bir sözleşme ilişkisi tesis etmemektedir²⁸⁰.

1.4.4. Borsa Yatırım Fonlarının Tarihi ve Hukuki Gelişimi

1.4.4.1. ABD’de Tarihi ve Hukuki Gelişimi

BYF’lerin doğuşu ile ilgili literatürde yer alan ilk gelişme, 1993 tarihinde AMEX tarafından sunulan S&P 500 endeksini takip eden Standart and Poor’s 500 Depositary Receipts (SPIDERSs) fonudur²⁸¹. Ancak BYF’ler çok daha eski bir tarihe sahiptir. BYF’lerin teorik temelleri, 1960’lı yıllarda geliştirilen modern portföy kuramlarına kadar uzanmaktadır. Belirli bir portföyün tek bir işlemle alınıp satılabilmesi fikri, 1970’li yıllarda endeksleme stratejilerinin tartışılmasının temelini oluşturmuştur²⁸². Bu dönemde portföy çeşitlendirmesi ve endeks takibi kavramları, yatırım fonlarının yapısal evriminde önemli bir dönüm noktası olmuştur. Yalnızca kurumsal yatırımcılara yönelik olarak oluşturulan ilk endeks fon, 1971 yılında Wells Fargo tarafından geliştirilmiştir²⁸³. Bu fonu, daha geniş yatırımcı kitlelerine ulaşmak amacıyla kurulan Vanguard 500 Index Fund takip etmiştir. Söz konusu fon, Ağustos 1976 tarihinde işlem görmeye başlamış ve endeks fonlarının bireysel yatırımcılar arasında yaygınlaşmasında öncü bir rol oynamıştır²⁸⁴.

Dünya finans sektöründe 1970’li yılların sonu ve 1980’li yılların başlarında portfolio veya program trading olarak adlandırılan farklı bir olgu ortaya çıkmıştır. Böylece bilgisayar teknolojilerinin ilerlemesi ile yatırımcıların işi kolaylaşmış ve verecekleri bir

²⁸⁰ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 198.

²⁸¹ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 29; Mark Wolfinger, *Create Your Own Hedge Fund: Increase Profits and Reduce Risks with ETFs and Options* (USA, NJ, Hoboken, Wiley, 2005), 38.

²⁸² Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 29; Gary L. Gastineau, “A short history of program trading”, *Financial Analysts Journal*, 47(4), (1991), 18–27. <https://www.jstor.org/stable/4479463>.

²⁸³ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 29; Gastineau, “A short history of program trading”, 18–27. <https://www.jstor.org/stable/4479463>.

²⁸⁴ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 29; Gastineau, “A short history of program trading”, 18–27. <https://www.jstor.org/stable/4479463>.

talimat ile belirli bir portföyün tamamı satın alınabilir veya satılabilir hale gelmiştir²⁸⁵. Bu gelişme, kısa süre içerisinde belirli bir otomatik işlem mekanizmasının oluşmasına zemin hazırlamıştır. Ancak yatırımcılar açısından bu stratejiler oldukça yüksek maliyetli olduğundan daha ucuz enstrümanlara ihtiyaç duyulmaya başlanmıştır²⁸⁶. Bu ihtiyacın bir sonucu olarak, 1989 yılından itibaren Amerikan Menkul Kıymetler Borsası (AMEX) ve Philadelphia Borsası'nda Index Participation Shares (IPS) adı verilen endeks katılım payları işlem görmeye başlamıştır²⁸⁷.

Kurumsal yatırımcılar arasında 1980'li yılların başlarından itibaren, endeksleri takip eden pay senetlerine yapılan yatırımlarla bunlara bağlı vadeli işlem sözleşmelerinin (futures) işlem hacminde önemli bir artış gözlenmiştir²⁸⁸. Bu gelişmelerin ardından, 1987 yılında, günümüzdeki BYF'lerden ziyade vadeli işlem sözleşmelerini andıran “*Endeks Katılım Payları*” (IPS) işlem görmeye başlamıştır. IPS'ler, portföylerinde yer alan pay senetlerinin toplam değerinin belli bir oranını yansıtan fiyatlar üzerinden işlem görmüştür²⁸⁹.

Bunu takiben 1989 yılında, Kanada'da, Toronto-35 Endeksi'nde fiyat hareketlerini yansıtmak amacıyla oluşturulan ve depo sertifikası bazlı “*Toronto Borsası Endeks Katılım Payları*” (Toronto Exchange Index Participation Shares veya TIPS) adlı fonlar Toronto Borsası'nda işlem görmeye başlamıştır²⁹⁰. Bu gelişme, endeks bazlı yatırım araçlarının uluslararası ölçekte yaygınlaşmasında önemli bir adım olarak değerlendirilmektedir²⁹¹.

Günümüzdeki BYF'lere benzer nitelikler taşıyan TIPS, Toronto Menkul Kıymetler Borsası tarafından oluşturulan bir menkul kıymetler fonu niteliğindedir²⁹². Fonun portföyünü oluşturan varlıklar arasında, Toronto-35 Endeksi'nde işlem gören 35 farklı

²⁸⁵ Gary L Gastineau, “Exchange Traded Funds An Introduction”, The Journal of Portfolio Management, 27/3 (2001): 88.

²⁸⁶ Gastineau, “Exchange Traded Funds”, 89 vd.

²⁸⁷ Gastineau, “Exchange Traded Funds”, 89 vd.

²⁸⁸ Gastineau, “A short history of program trading”, 18–27. <https://www.jstor.org/stable/4479463>.

²⁸⁹ Gastineau, “A short history of program trading”, 18–27. <https://www.jstor.org/stable/4479463>.

²⁹⁰ Lome N. Switzer ve Rana Zoghaib. “Index Participation Units, Market Tracking Risk, and Equity Market Demand.” Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne des Sciences de l'Administration 26/1 (2009): 33–45. <https://doi.org/10.1111/j.1936-4490.1999.tb00199>.

²⁹¹ Switzer ve Zoghaib, “Index Participation Units” 33 vd.

²⁹² Nalan Şahin, *Borsada İşlem Gören Fonlar*, Yeterlik Etüdü, (İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, 2003), 3.

ortaklığın pay senetleri yer almıştır. Söz konusu paylar, endeksin toplam değerinin 1/10'u esas alınarak fiyatlandırılmıştır²⁹³.

İlk uygulanabilir açık uçlu borsada işlem gören portföy sepeti Kanada'da görülmüştür. Bu ürün 1989 yılında Toronto Borsası Endeks Katılımları (TIP'ler) olarak işlem görmeye başlamıştır²⁹⁴. Bunun ardından, AMEX tarafından geliştirilen Standart&Poor's 500 SPDR fonunun ABD piyasasında işlem görebilmesi için gerekli olan SEC'den onay alınması yaklaşık dört yıl sürmüştür²⁹⁵. Her iki örnekte de ürünlerin piyasaya sürülmesindeki temel amaç, borsa üyelerine işlem yapabilecekleri yeni yatırım aracı sunmak olmuştur.

Çağımız BYF düzenlemelerinin ilk örneği SPDR fonlarıdır. Fonun gelişmesine katkıda bulunan fizikçi Nathan Most yıllarca ABD Donanması'nda hizmet etmiş, 1960'lı yıllarda yemeklik yağlar endüstrisine girmiş ve antrepo işletmeciliği yapmıştır²⁹⁶. Most'un BYF'lerle ilgili ortaya koyduğu düşüncelerin temelinde emtia ticaretindeki uzun senelere dayanan deneyimi yatmaktadır. Most, 2004 yılındaki ölümünden önce, yeni ürünün yani BYF'lerin bir özsermaye endeksi yatırım aracı olarak başlangıçta öngörülen hacmin çok üzerine çıkacağını öngörmüştür²⁹⁷. Most oluşturduğu bu yeni üründen hiçbir telif ücreti talep etmemiştir. BYF'lerin gelişimine katkı sağlayan Most, AMEX bünyesinde borsa endeksleri üzerine yaptığı çalışmalar sayesinde edindiği tecrübelerle, finans sektöründe ilk BYF örneği olan SPDR fonlarının oluşturulmasında belirleyici bir rol oynamıştır²⁹⁸.

BYF'lerde aynı pay meydana getirme ve payların aynı şekilde fona aktarımı kavramlarını geliştiren kişi de Nathan Most'tur. Most, bu fikre emtia piyasasında kullanılan antrepo makbuzlarının el değiştirmesi sisteminden esinlenerek ulaşmıştır²⁹⁹. BYF'lerle ilişkilendirilen temel husus, fon paylarının fiziki malların depolanması, alım satımı ve

²⁹³ Şahin, *Borsada İşlem Gören Fonlar*, 3.

²⁹⁴ Gary L Gastineau, *Exchange Traded Funds Manual*, (Hoboken,US: John Wiley&Sons Inc, 2010), 2.

²⁹⁵ Gastineau, *Exchange Traded Funds*, 2.

²⁹⁶ Frances Denmark, Happy 20 th Birthday, ETFs: A Look Back at Nate Most and His Novel İdea. (2013) [https:// www. institutionalinvestor.com/article/2bstuzgqumloi5ut9aq68/portfolio/happy-20th-birthday-etfs-a-look-back-at-nate-most-and-his-novel-idea](https://www.institutionalinvestor.com/article/2bstuzgqumloi5ut9aq68/portfolio/happy-20th-birthday-etfs-a-look-back-at-nate-most-and-his-novel-idea) (E.T. 15.02.2024).

²⁹⁷ Denmark, "Happy 20 th", (2013).

²⁹⁸ Denmark, "Happy 20 th", (2013).

²⁹⁹ [https:// www. institutionalinvestor.com/article/2bstuzgqumloi5ut9aq68/portfolio/happy-20th-birthday-etfs-a-look-back-at-nate-most-and-his-novel-idea](https://www.institutionalinvestor.com/article/2bstuzgqumloi5ut9aq68/portfolio/happy-20th-birthday-etfs-a-look-back-at-nate-most-and-his-novel-idea) (E.T. 15.02.2024).

devredilmesinde kullanılan antrepo makbuzlarına benzer olarak düzenlenmesidir³⁰⁰. Bu sistemde, yetkilendirilmiş katılımcılar fon yönetimine menkul kıymet portföyü yatırmakta ve karşılık olarak fon payı elde etmektedir. Söz konusu payların nihai sahipleri ise AMEX’de işlem gerçekleştirerek bu payları alıp satabilen ya da düşük maliyetle, çeşitlendirilmiş bir portföyde pay sahibi olma amacıyla elinde tutan perakende yatırımcılardır³⁰¹.

Yatırımcılar, belirli bir dönemin ardından genellikle fon paylarını ellerinde tutmamayı tercih etmektedir³⁰². Bu paylar, yetkilendirilmiş katılımcılar tarafından ikinci piyasada satın alınabilmektedir. Eğer yetkilendirilmiş katılımcı piyasada daha fazla fon payının işlem görmesini isterse, fon yöneticisi ile iş birliği yaparak, takip edilen endeksi meydana getiren muayyen büyüklükteki menkul kıymet portföyü karşılığında yeni fon payları oluşturabilir³⁰³. Böylece fon paylarının, pay senetleri örneğindeki gibi ikincil piyasada alınıp satılabilmesi mümkündür³⁰⁴.

Yeni fon paylarının oluşturulması yalnızca yetkilendirilmiş katılımcılar aracılığıyla gerçekleştirilebilir. Bu katılımcılar, asgari işlem birimi olarak kabul edilen sayısı 25.000 ile 300.000 arasında olan payları bloklar biçiminde meydana getirir³⁰⁵. Yetkilendirilmiş katılımcı, önceden tespit edilen menkul kıymet portföyünü ayrıca bir miktar nakdi fona yatırarak buna karşılık yeni fon paylarını alır³⁰⁶. Bu paylar daha sonra yetkili katılımcı tarafından aracı kurumlar yoluyla yatırımcılara satılır. Böylece yatırımcıların ödedikleri nakit dolaylı olarak yetkilendirilmiş katılımcıya ulaşır³⁰⁷.

BYF piyasası, 1990’lı yılların başından itibaren hızlı bir büyüme göstermiştir. ABD’de büyük önem kazanan bu fonlar, 2000’li yıllardan itibaren Avrupa piyasasında da yaygın şekilde işlem görmeye devam etmektedir³⁰⁸. Dünya genelinde BYF sayısı 2003 yılı

³⁰⁰ <https://www.institutionalinvestor.com/article/2bstuzgqumloi5ut9aq68/portfolio/happy-20th-birthday-etfs-a-look-back-at-nate-most-and-his-novel-idea> (E.T. 15.02.2024).

³⁰¹ <https://www.institutionalinvestor.com/article/2bstuzgqumloi5ut9aq68/portfolio/happy-20th-birthday-etfs-a-look-back-at-nate-most-and-his-novel-idea> (E.T. 15.02.2024).

³⁰² Gastineau, *Exchange Traded Funds*, 54.

³⁰³ Gastineau, *Exchange Traded Funds*, 54.

³⁰⁴ Gastineau, *Exchange Traded Funds*, 54.

³⁰⁵ Laurent Deville, *Exchange Traded Funds: History, Traded and Research*, C. Zopounidis, M. Doumpos, P. Pardalos. *Handbook of Financial Engineering*, Springer, pp.1-37, 2008, 10-11.

³⁰⁶ Deville, “Exchange Traded Funds”, 10-11.

³⁰⁷ Deville, “Exchange Traded Funds”, 10-11.

³⁰⁸ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 45.

başında 276 iken, 17 yıl içinde 30 kattan fazla artarak 2021 yılı sonunda 8.500'ün üzerine çıkmıştır. Fon sayısı artış gösterdikçe BYF'ler tarafından idare edilen menkul kıymet varlıklarında da artış gerçekleşmektedir. 2003 yılında 204,3 milyar dolar olan toplam net varlık değeri, 2021 yılı sonundan itibaren 10.020 milyar dolara çıkarak 50 kata yaklaşan bir artış göstermiştir³⁰⁹. Bu büyüme çizgisi doğrultusunda 2025 yılı itibariyle BYF sayısının 10.000'i bulması ve idare edilen varlık büyüklüğünün ise 17.000 milyar doları geçmesi söz konusu olabilecektir³¹⁰.

ABD'de BYF'lerin hukuki temelleri, 1940 tarihli Investment Company Act kapsamında atılmıştır³¹¹. Bu yasa uyarınca BYF'ler, genellikle “açık uçlu yatırım şirketi” (open-end management investment company) kategorisinde değerlendirilmekle birlikte, bazıları “unit investment trust” olarak da yapılandırılabilir³¹². Açık uçlu yatırım ortaklığı statüsündeki BYF'ler, sürekli yeni pay ihraç edebilme yetkisine sahiptir. Ancak bu süreç yalnızca yetkilendirilmiş katılımcılar (authorized participants) aracılığıyla yürütülür ve bu sistem, BYF paylarının piyasa fiyatı ile net aktif değeri arasındaki dengeyi korumayı amaçlamaktadır³¹³. ABD'de de BYF'lerin hukuki rejimi, yatırım fonu hukuku ile menkul kıymet piyasası düzenlemelerinin kesişiminde şekillenmiş ve SEC'in düzenleyici yaklaşımı sayesinde, yenilikçi BYF yapıları hukuki zemine oturtulmuştur. Böylece yatırımcı korunması ile finansal inovasyon arasında denge kurulmaya çalışılmıştır³¹⁴.

³⁰⁹ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 45.

³¹⁰ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 45. Temmuz 2022 tarihinde dünya çapında en yüksek piyasa değerine malik olan BYF S&P 500 endeksini takip eden SPDERs'dir. AMEX tarafından düzenlenen ve organize edilen bu fon State Global Advisors tarafından idare edilmektedir. SPDERs'ın 1990'lı yıllardaki performansı ABD BYF piyasasının önünü açarak WEBS (iSHARES), DIAMONDS ve QUBES en başta olmak üzere önemli ölçüde piyasa değerine ve yatırımcı kitlesine sahip diğer fonların da doğuşuna sebep olmuştur.

³¹¹ Investment Company Act of 1940, Public Law 76-768, 54 Stat. 789, 22 Ağustos 1940 tarihinde kabul edilip yayımlanmıştır. (U.S. Statutes at Large, Cilt 54, Sayfa 789).

³¹² Investment Company Institute. Reimagining the 1940 Act: Key Recommendations for Innovation and Investor Protection. Washington, D.C.: Investment Company Institute, March 2025. <https://www.ici.org/system/files/2025-03/25-ppr-reimagining-the-40-act.pdf?> (E. T. 20.10.2025).

³¹³ Investment Company Institute. Reimagining the 1940 Act: Key Recommendations for Innovation and Investor Protection. Washington, D.C.: Investment Company Institute, March 2025. <https://www.ici.org/system/files/2025-03/25-ppr-reimagining-the-40-act.pdf?> (E. T. 20.10.2025).

³¹⁴ Investment Company Institute. Reimagining the 1940 Act: Key Recommendations for Innovation and Investor Protection. Washington, D.C.: Investment Company Institute, March 2025. <https://www.ici.org/system/files/2025-03/25-ppr-reimagining-the-40-act.pdf?>

BYF'lerin halka arz süreci ve yatırımcılara yönelik bilgilendirme yükümlülükleri 1933 tarihli Securities Act hükümleri çerçevesinde düzenlenmiştir³¹⁵. Bu yasa uyarınca, her BYF'nin menkul kıymet olarak SEC'e kaydedilmesi, izahname yayımlanması ve yatırımcılara şeffaf bilgi sunması zorunludur³¹⁶. BYF 'lerin ikincil piyasada işlem görmesi, piyasa gözetimi ve sürekli açıklama yükümlülükleri ise 1934 tarihli Securities Exchange Act hükümlerine tabidir. Ayrıca, BYF yöneticileri, Investment Advisers Act of 1940 kapsamında SEC'e kaydolmak ve düzenli denetime tabi olmakla yükümlüdür³¹⁷.

BYF piyasasının düzenlenmesinde yalnızca SEC değil, aynı zamanda Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) ve bazı durumlarda Commodity Futures Trading Commission (CFTC) gibi düzenleyici kurumlar da rol oynamaktadır³¹⁸. FINRA, BYF'lerin işlem gördüğü aracı kurumlar ve borsalar üzerinde gözetim sağlarken, emtia bazlı BYF'lerde CFTC yetkilidir. Son yıllarda ortaya çıkan aktif yönetilen BYF'ler (actively managed ETFs), geleneksel endeks izleyici fonların ötesine geçerek portföy yöneticilerinin piyasa koşullarına göre daha esnek stratejiler izlemelerine imkân tanımaktadır³¹⁹. Bu fonlar, yatırım politikaları ve varlık yapıları itibarıyla daha karmaşık yapılar sergilemekte olup, daha yüksek düzeyde şeffaflık ve açıklama yükümlülüklerine tabidir³²⁰.

ABD'de açık uçlu yatırım fonlarında, fonun çıkarabileceği pay miktarına ilişkin bir sınır bulunmamaktadır³²¹. Yatırımcı açık uçlu fonları satın aldığı anda, piyasaya devamlı bir surette yeni katılma payları arz edilir; yatırımcı fondan ayrıldığında ise fon halihazırdaki katılma paylarını iade almaktadır. Bu fonlar, net aktif değer üzerinden işlem görür³²².

Buna karşılık, kapalı uçlu yatırım fonlarında kuruluş sırasında belirli ve değişmez sayıda pay ihraç edilir. Bu paylar menkul kıymet borsalarında işlem görür ve yatırımcılar sadece

³¹⁵ <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/investment-products/mutual-funds-and-exchange-traded-2>. (E. T. 20.10.2025).

³¹⁶ <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/investment-products/mutual-funds-and-exchange-traded-2>. (E. T. 20.10.2025).

³¹⁷ https://www.ici.org/pubfile_pdf/ppr_17_etf_listing_standards.pdf (E. T. 20.10.2025).

³¹⁸ <https://www.finra.org/investors/investing/investment-products/exchange-traded-funds-and-products> (E. T. 21.10.2025).

³¹⁹ <https://www.sec.gov/tm> (E. T. 21.10.2025).

³²⁰ <https://www.sec.gov/tm> (E. T. 21.10.2025).

³²¹ Jeff Madura, *Financial Institutions and Markets*, (Ohio: Thomson South Western, 2006), 656.

³²² Madura, *Financial Institutions and Markets*, 656.

mevcut payları satın alabilir³²³. Fonun yeni pay ihraç etme yetkisi yoktur. Bu tür fonlarda da muayyen bir net aktif değer bulunmakla birlikte, pay fiyatları piyasa şartlarına göre iskontolu şekilde veya daha üst bir fiyattan primli olarak işlem görebilmektedir³²⁴.

SEC, BYF'leri “yatırım amacı belli bir piyasa endeksi ile aynı getiriyi elde etmek olan bir tür yatırım şirketi” olarak tanımlamaktadır³²⁵. Bu fonlar, çoğunlukla geniş hisse senedi veya tahvil piyasalarını, belirli sektörleri ya da uluslararası piyasaları takip etmek amacıyla tasarlanmıştır. Her BYF genel olarak geniş bir pay senedi veya tahvil piyasasını, pay senedi endüstrisi sektörünü ya da uluslararası pay senedini takip etmek üzere tasarlanmış fakat tek bir pay senedi gibi işlem gören bir menkul kıymet sepetidir. Bu açıdan hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılar için finansal fırsatlar sunar³²⁶.

BYF'lere yönelik yatırımcı talebindeki artışın, bu fonların sahip olduğu üstün niteliklerden kaynaklandığı söylenebilir. ABD'de BYF'lerin büyük çoğunluğu, açık uçlu yatırım fonu yapısına benzer şekilde yapılandırılmış ve yerel hukuk çerçevesinde tescil edilmiştir³²⁷. Açık uçlu yatırım fonu yapısı, BYF'lere pay senedi ödünç verme imkânı tanımakta ve bu durum yatırımcılara ek gelir elde etme fırsatı sunmaktadır. Ayrıca bu fonlar, portföylerinde nakit, vadeli işlem sözleşmeleri, diğer menkul kıymetler ve çeşitli finansal araçları bulundurabilmektedir³²⁸. BYF'ler tarafından elde edilen temettü gelirleri, alındıkları gün fona yeniden yatırılmakta ve yatırımcılara üç aylık, altı aylık veya yıllık dönemlerde dağıtılmaktadır³²⁹.

ABD'de BYF'lerin büyük bir kısmı, ortaklık (corporation) veya iş tröstü (business trust) şeklinde kurulmakta olup, bu nedenle yönetim ortaklığından ayrı bir tüzel kişiliğe sahiptir³³⁰. Buna karşılık, Türkiye'de BYF, tüzel kişiliği bulunmayan bir mal varlığı

³²³ Matthew Tuttle, *How Harvard and Yale Beat the Market -What Individual Investors Can Learn from University Endowments to Help them Prosper in an Uncertain Market*, (New Jersey: John Wiley & Sons, 2009), 81.

³²⁴ Tuttle, *How Harvard and Yale Beat the Market*, 81.

³²⁵ <https://www.sec.gov/investor/alerts/etfs.pdf>, pp. 1–2. (E. T. 21.10.2025).

³²⁶ Elisabeth Hehn, *Exchange Traded Funds: Structure, Regulation and Application of a New Fund Class* (Berlin: Springer, 2005), 2 vd.

³²⁷ <https://www.sec.gov/investor/pubs/etfs.htm> (E. T. 22.10.2025).

³²⁸ Lee M. Dunham, Randy D. Jorgensen ve Ken Washer, “Securities Lending by Mutual Funds and ETFs: Ethical Considerations”, *Journal of Business Ethics*, 139 (1), (2016): 149–159. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-015-2609-1> (E. T. 22.10.2025).

³²⁹ Hehn, *Exchange Traded Funds*, 8.

³³⁰ Soydemir, *Amerika Birleşik Devletleri*, 1 vd.

topluluğu olarak yapılandırılmakta ve portföy yönetim ortaklığı tarafından yönetilmektedir. Bu temel fark, özellikle mülkiyet ve dava ehliyeti alanlarında kendini göstermektedir³³¹. Örneğin Türkiye’de bir BYF adına dava açılması, fonun kurucusu ortaklık aracılığıyla mümkündür; oysa ABD’de fon, tüzel kişiliğe sahip olduğundan kendi adına taraf olabilmektedir. Benzer şekilde, Türkiye’de fon mal varlığının ayrılığı vurgulanırken, ABD’de fonun kendisi zaten mal varlığının yasal sahibi konumundadır.

Bununla birlikte, bu yapısal farklılıklar uygulamada önemli sonuçlar doğurmamaktadır. Her iki sistem de fon portföyünün nihai olarak yatırımcılara ait olduğunu kabul etmektedir³³². Örneğin ABD’de bir aracı kurumun (broker) iflası durumunda, Securities Investor Protection Corporation – Menkul Kıymetler Sigorta Koruma Kurumu, (SIPC) ve ilgili yasal düzenlemeler çerçevesinde, BYF payları yatırımcının mülkiyetinde sayılarak korunmaktadır³³³. Türkiye’de ise benzer bir güvence, Takasbank saklama sistemi aracılığıyla sağlanmaktadır³³⁴.

BYF’ler, yatırım fonu olmaları nedeniyle, çıkarılan her bir pay karşılığında eşit değerde fon varlığıyla desteklenmektedir. Katılma payları nama yazılı kıymetli evrak niteliğindedir ve yatırımcılarına fondan belli oranlarda pay sahibi olma hakkı verir. Türkiye’deki düzenlemelere göre BYF katılma payları diğer menkul kıymetler gibi MKK nezdinde kaydi olarak izlenmekte ve borsada işlem görmektedir³³⁵. ABD’de ise BYF payları genellikle bir yatırım ortaklığının senedi gibidir. Genellikle BYF eyalet kanunlarına göre kurulan bir yatırım ortaklığının (veya yatırım trustunun) payları olarak hukuki nitelik kazanır ve bu nedenle ABD hukukunda hissedarlık haklarına tabidir³³⁶ (oy hakkı, temettü hakkı vb.).

³³¹ III-52.2 sayılı Tebliğ m. 4 vd. Bkz. Korhan Armağan, “Bireysel Portföy Yönetim Sözleşmesi Kapsamında Portföy Yöneticisinin Hukuki Sorumluluğu” Ankara Barosu Dergisi, 80/2 (2022): 251-277.

³³² Understanding Protection under the Securities Investor Protection Act. Securities Investor Protection Corporation. <https://www.sipc.org> SIPC. (2023). (E. T. 22.10.2025).

³³³ Understanding Protection under the Securities Investor Protection Act. Securities Investor Protection Corporation. <https://www.sipc.org> SIPC. (2023). (E. T. 22.10.2025).

³³⁴ <https://www.takasbank.com.tr/tr/hakimizda/tanitim/takasbank> (E. T. 22.10.2025).

³³⁵ https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari.pdf (E. T. 22.10.2025).

³³⁶ U.S. Securities and Exchange Commission, "Form FWP- iShares Trust," SEC.gov, September 10, 2010, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1222333/000095012310084263/y03927fwf.htm>. Investment Company Institute, "Board Oversight of Exchange-Traded Funds," IDC.org, 2024, <https://www.idc.org/24-ppr-board-oversight-etf>. (E. T. 22.10.2025).

Sonuç olarak, kavramsal düzeyde BYF, bir yandan yatırım fonu olmanın getirdiği kolektif yatırım ve profesyonel yönetim özelliklerini, diğer yandan menkul kıymet borsasında serbestçe alınıp satılabilme imkânını bir arada sunan özgün bir finansal araçtır. Bu çift yönlü yapı, hukuken de çift boyutlu düzenlemeler gerektirmiştir. Hem yatırım fonlarına ilişkin mevzuat (Kanun ve ilgili Tebliğler) hem de menkul kıymet borsası ve menkul değerler hukukuna ilişkin kurallar BYF'lere tatbik edilmektedir.

1.4.4.2. Türkiye’de Tarihi Gelişimi

BYF’ler Türkiye’de yakın bir geçmişe sahiptir. Bu fonlar, dünya piyasalarında da yeni bir finansal araç olarak kabul edilmektedir³³⁷. Mevcut yapısıyla dünyada ilk BYF 1993 yılında ABD’de işlem görmeye başlamıştır³³⁸.

İMKB, (günümüzdeki adıyla BIST), BYF’lerin işlem görmesine olanak tanımak amacıyla gerekli altyapıyı hazırlamış ve bu kapsamda “*Fon Pazarı*” adıyla özel bir pazar oluşturmuştur³³⁹. Başlangıçta BYF işlemleri, pay senetlerinden ayrı bir pazarda yürütülmüş; ancak zamanla işlem hacminin artması ve BYF’lerin yatırımcılar nezdinde tanınırlığının yükselmesi sonucunda, bu fonlar Pay Piyasası bünyesinde işlem görmeye devam etmiştir³⁴⁰. Türkiye’de ilk BYF işlemleri 2005 yılında başlamış olup, bu dönemde işlem gören fonlar arasında İMKB-30 Endeksi’ni ve altın endeksini takip eden fonlar yer almıştır. 17.09.2004 tarihinde kurulan ve 14.01.2005’te işlem görmeye başlayan “*Dow Jones Turkey Titans 20*” endeksini takip eden, ülkemizin ilk BYF Dow Jones İstanbul 20’dir (DJIST)³⁴¹.

SPK verdiği izinlerle, 2006-2007 yıllarında yeni BYF’ler kurulmuş ve böylece ürün çeşitliliği artmıştır. 26 Temmuz 2012 itibarıyla İMKB’de toplam 16 adet BYF işlem görmekteydi; bunların dokuzu pay senedi endeksine dayalı, ikisi hazine bonosuna/devlet

³³⁷ Mustafa Mesut Kayalı, “Pricing Efficiency of Exchange Traded Funds in Turkey: Early Evidence from the Dow Jones İstanbul 20.” *International Research Journal of Finance and Economics*,10 (2007) :15 vd.

³³⁸ [https://investors.statestreet.com/investor-news-events/press-releases/news-details/2023/State-Street-Global-Advisors-SPDR-SP-500-ETF-Trust-Celebrates-its-30-Year-Anniversary/default.aspx?utm\(E.T. 17.10. 2025\).](https://investors.statestreet.com/investor-news-events/press-releases/news-details/2023/State-Street-Global-Advisors-SPDR-SP-500-ETF-Trust-Celebrates-its-30-Year-Anniversary/default.aspx?utm(E.T. 17.10. 2025).)

³³⁹ [https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari.pdf?utm\(E.T. 17.10. 2025\).](https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari.pdf?utm(E.T. 17.10. 2025).)

³⁴⁰ [https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari.pdf?utm\(E.T. 17.10. 2025\).](https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari.pdf?utm(E.T. 17.10. 2025).)

³⁴¹ Kayalı, “Pricing Efficiency of Exchange”:15 vd.

tahviline dayalı (sabit getirili), ikisi altına dayalı, ikisi gümüşe dayalı ve biri döviz sepetine dayalıydı³⁴².

Sonuç olarak, BYF'lerin hukuki niteliği, genel yatırım fonu yapısının bir alt türü olup, sözleşmesel esaslara dayalı, trust benzeri özellikler gösteren ve sıkı düzenlemelere tabi bir kolektif yatırım modeli şeklinde özetlenebilir.



³⁴² https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari.pdf (E.T. 17.03.2023).

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARININ VE BORSADA İŞLEM GÖREN YATIRIM FONLARININ HUKUKİ YAPISI VE İŞLEYİŞİ

2.1.Genel Olarak

Kolektif yatırım, sermaye piyasası hukukunda yatırımcılardan alınan paralarla meydana gelen gayrimenkuller, menkul kıymetler, kıymetli taşlar ve benzeri varlıklarla oluşturulan portföylerin, riskin dağıtılması ile inançlı mülkiyet ilkelerine göre bir yönetici tarafından işletilmesidir³⁴³. Hukukumuzda yer alan kolektif yatırım kuruluşları; yatırım ortaklıkları ve yatırım fonlarıdır³⁴⁴. Bu kuruluşlardan yatırım ortaklıklarının tüzel kişilikleri vardır.

Yatırım ortaklıkları menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları olarak oluşturulabilir. Yatırım ortaklıkları, bir portföy işletmek amacıyla anonim ortaklık biçiminde kurulan kolektif yatırım kuruluşlarıdır³⁴⁵. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının, yasada sayılan diğer yatırım ortaklıklarından temel farkı; faaliyet alanlarının yalnızca sermaye piyasası araçları ve

³⁴³ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 131 vd; Vural, *Yatırım Ortaklıkları*,76; Bahtiyar, *Makaleler II*, 319. 6362 sayılı SerPK’nın 35. maddesinin b) bendinde “Kolektif Yatırım Kuruluşları” Sermaye Piyasası Kurumlarından biri olarak gösterilmiştir. 48 ve 56. maddeler arasında ise kolektif yatırım kuruluşu üst başlığı altında yatırım ortaklıkları, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, yatırım fonları ve portföy yönetim ortaklıkları hüküm altına alınmıştır. Ancak, kolektif yatırım kuruluşu kavramı esas itibarıyla yatırım ortaklıklarını ve yatırım fonlarını ifade etmektedir. Tekinalp ve Çamoğlu, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 51.

³⁴⁴ 6362 sayılı SerPK m.48, m.56’da düzenlenmiştir.

³⁴⁵ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 131. Portföy birbirinden farklı kıymetlere yatırım yapılarak işletilmektedir. 6362 sayılı SerPK m.48’e göre, işletilen portföy kıymetleri, sermaye piyasası aracı, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ve SPK tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklar şeklinde belirlenmiştir. Bu konuda SPK tebliğleri ile yatırım kuruluşlarının her birinin portföyünde ne tür değerlerin bulunabileceği ve yatırım yapabileceği ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

altın ve başka kıymetli madenlerden meydana gelen bir portföyün işletilmesi olarak sınırlarının çizilmiş olmasıdır³⁴⁶.

SerPK ve tebliğlerde anonim ortaklıklara dair genel bir tanım yapılmamıştır. TTK m. 329/1’de yer alan tanımına göre anonim ortaklık, sermayesi belli ve paylara bölünen, borçları dolayısıyla sadece mal varlığıyla sorumlu bir ortaklıktır. Yatırım ortaklıkları ancak SPK izni ile kurulabilir. Bu ortaklıkların, kayıtlı sermaye sistemine göre ve anonim ortaklıklar olarak kurulması zorunludur. Başlangıç sermayelerinin en az SPK tarafından belirlenen miktar kadar olması, payların ve pay bedellerinin kuruluş esnasında tamamıyla nakit olarak ödenmesi ve unvanlarında “yatırım ortaklığı” ibaresinin olması zorunludur³⁴⁷. Yatırım ortaklıkları anonim ortaklık statüsünde sayıldığından, SerPK’da aksi düzenlenmediği sürece TTK’nın anonim ortaklıklara ilişkin hükümlerine tabidir.

Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları, taşınmazlar, girişim sermayesi yatırımları veya SPK tarafından tespit edilen diğer varlık ve haklardan meydana gelen portföyleri işletmek amacıyla kurulur. Sermaye piyasasındaki finansal varlıkların piyasadaki alım satımı ve fiyatlaması ancak sermaye piyasası araçları ile sağlanmaktadır³⁴⁸. Sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan yatırım ortaklıklarının portföyleri; 6362 sayılı SerPK m. 3/1-ş bendine göre menkul kıymetleri, türev araçları, yatırım sözleşmelerini ve SPK tarafından bu çerçevede belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarını kapsar. Hükümde menkul kıymetler sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmiştir. Kanun’un 3/1-o bendinde ise menkul kıymetler örnekleme yoluyla sayılmıştır³⁴⁹.

³⁴⁶ <https://spk.gov.tr/kurumlar/yatirim-ortakliklari/menkul-kiymet-yatirim-ortakliklari/tanitim-rehberi> (E.T 20.03.2024).

³⁴⁷ 6362 sayılı SerPK 3/1, m. 35/b, m.43, m. 48, m.49 hükümleri. SPK tebliğlerinde farklı yatırım ortaklığı türlerine göre ayrıntılı hükümler bulunmaktadır.

³⁴⁸ Reha Tanör, *Türk Sermaye Piyasası, Cilt II, Halka Arz*, (İstanbul: Beta Yayıncılık, 2000), 81.

³⁴⁹ *Menkul kıymetler: Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere; 1) Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını, 2) Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını ifade eder.*

TTK'nın anonim ortaklıkları hüküm altına alan bölümünde *pay senetleri* (m.484- 501), *intifa senetleri* (m.502-503) ve *borçlanma senetleriyle, alma ve değiştirme hakkını içeren menkul kıymetler* düzenlenmiştir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, hukuki açıdan ilk olarak yürürlükten kaldırılan 2499 sayılı SerPK'da yer almakta, 6362 sayılı SerPK hükümlerine göre işlevini sürdürmektedir. Bu ortaklıklar ile ilgili detaylı düzenlemeler ise SPK'nın tebliğleri ile yapılmıştır. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, tasarruf sahiplerinin farklı menkul kıymetlere yatırım yaparak bir portföy meydana getirip hem riskin dağıtılması hem de tasarrufların uzman idareciler vasıtasıyla değerlendirilmesi yoluyla, ufak çaptaki tasarruf sahiplerinin birikimlerini sermaye piyasası sistemine dahil edilmesinde rol oynayan finansal kuruluşlar şeklinde tanımlanabilir³⁵⁰.

Menkul kıymet yatırım ortaklığı portföyünün alanında uzmanlar tarafından yönetilmesi sebebiyle, hem tasarruf sahiplerinin riski minimuma indirilip hem de birikimlerin menkul kıymetlerde değerlendirilmesi yoluyla kaynakların etkin kullanımı sağlanmaktadır³⁵¹. Bu ortaklıkların en önemli ilkesi, menkul kıymetlere, mali piyasa ve kurumlara, diğer ortaklıklara dair gelişmeleri devamlı surette takip etmek ve portföy yönetimine ilişkin olarak gerekli tedbirleri almaktır³⁵². Bu nitelikleriyle menkul kıymet yatırım ortaklıkları, yabancı ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de vergi teşvikleri aracılığıyla işerlik kazanmış ve gelişme göstermiştir³⁵³.

Yatırım ortaklıkları bakımından portföy kavramına ilişkin en önemli değerlendirme konularından biri, portföyün ortaklık bünyesinde bağımsız bir mal varlığı oluşturup oluşturmadığıdır. 6362 sayılı SerPK'nın 48 ve 49. maddelerinde yer alan hükümler, portföyü yatırım ortaklıklarının ayrılmaz bir unsuru haline getirmiştir. Bununla birlikte, söz konusu düzenlemeler portföyü ortaklığın genel mal varlığı içindeki diğer unsurlardan ayrı bir hukuki statüye tabi kılmıştır. Böylece portföy, yatırım ortaklığının mal varlığına dâhil olmakla birlikte, özgülenmiş bir varlık grubu olarak farklı hükümlere tabi kılınmış;

³⁵⁰ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 16; Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 66; Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 314. <https://spk.gov.tr/kurumlar/yatirim-ortakliklari/menkul-kiymet-yatirim-ortakliklari/tanitim-rehberi#:~:> (E.T.10.10.2025).

³⁵¹ Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 314-315.

³⁵² Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 314-315.

³⁵³ <https://spk.gov.tr/kurumlar/yatirim-ortakliklari/menkul-kiymet-yatirim-ortakliklari/tanitim-rehberi#:~:>.

yönetim, değerlendirme ve muhasebeleştirme açısından özel bir hukuki rejim altına alınmıştır.

Öğretide genel olarak kabul gören ve bizim de katıldığımız görüşe göre, portföy ve mal varlığı kavramları birbirinden farklı hukuki anlamlara sahiptir; portföy, yatırım ortaklığının tüm mal varlığı içinde ayrı ve belirli bir varlık grubunu oluşturmaktadır³⁵⁴. Bu bağlamda yatırım ortaklığı, kendi mal varlığı içerisinde bağımsız bir portföy birimi meydana getirmekte; ancak bu durum, portföyün ortaklık mal varlığından tamamen ayrıldığı anlamına gelmemektedir³⁵⁵. Diğer bir ifadeyle, ortaklık mal varlığı ile portföy aynı kavram değildir. Portföy, ortaklık mal varlığının özgülenmiş bir bölümünü teşkil eder. Bu ayrımın temel gerekçesi, portföyün özel hukuki hükümlere tabi tutulması ve yatırım ortaklığının tanımında portföy kavramının ayrıca vurgulanmasıdır. Ancak portföyün bu şekilde özel hükümlere tabi kılınması, onun ortaklığın mal varlığından tamamen bağımsız bir ekonomik veya hukuki değer oluşturduğu anlamına gelmez³⁵⁶.

Diğer görüşe göre³⁵⁷ ise, portföyü meydana getiren değerler ortaklıktan ayrı tutulamaz ve bunların bağımsız bir hukuki kişiliği bulunmamaktadır. Portföye ilişkin şekli hükümler düzenlenmiş olsa da bu durum portföyün hukuki açıdan bağımsız bir mal varlığına sahip olduğunu göstermez ve bu tür düzenlemeler, yalnızca portföyün işletilmesinin bir sonucudur³⁵⁸.

III-48.1 sayılı Tebliğ'in 48/1 hükmüne göre, yatırım ortaklıkları, sermayesinin sabit ve değişken olmasına göre, sabit sermayeli ve değişken sermayeli olmak üzere iki türde düzenlenmiştir. Sabit ve değişken sermayeli yatırım ortaklığı türlerine ilişkin ilke ve hususlar SerPK m. 50, m. 51 ve ikincil düzenleme ile SPK'nın III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile hüküm altına alınmıştır.

Kolektif yatırım kuruluşları bakımından 6362 sayılı SerPK ile getirilen en önemli yeniliklerden biri, Kanun'un 50. maddesinde düzenlenen ve "*Değişken Sermayeli Yatırım*

³⁵⁴ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 66. Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 101; Herdem Belen, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının*, 137. Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 548.

³⁵⁵ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 66. Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 101; Herdem Belen, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının*, 137. Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 548.

³⁵⁶ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 66; Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 101; Herdem Belen, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının*, 137; Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 548.

³⁵⁷ Aksi görüş için bkz. Aytaç, *Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları*, 263-264.

³⁵⁸ Aytaç, *Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları*, 263-264.

Ortaklığı” olarak adlandırılan yeni bir yatırım ortaklığı türüdür. Bu ortaklık tipi, AB’nin 2009/65/EC sayılı UCITS Direktifi çerçevesinde yatırım ortaklığı ve yatırım fonu modelinin bir birleşimi şeklinde oluşturulmuştur³⁵⁹. Ortaklığın değişik portföylerden meydana gelecek şekilde yapılanmasına olanak verilmiştir³⁶⁰. Bu ortaklık, anonim ortaklıklarda esas sermayenin belirliliği ilkesine (TTK m. 329/1), sermayenin iadesi yasağına (TTK m. 480/3) ve ortaklığın kendi paylarını satın almasının muayyen koşullara bağlanması (TTK m. 379) hükümlerine istisnai bir durum oluşturmaktadır.

Kara Avrupası Hukuk sistemine tabi olan bazı ülkelerde olduğu gibi, Türkiye’de de değişken sermaye sisteminin yalnızca yatırım ortaklığı şeklinde kurulan anonim ortaklıklar için uygulanması söz konusudur³⁶¹. Başka bir deyişle, “*değişken sermaye*” olarak adlandırılan sistemin yalnızca yatırım ortaklıkları için uygulanabileceği, buna karşın genel ilke olarak değişken sermayeli anonim ortaklık kurulmasına izin verilmediği anlaşılmaktadır³⁶².

Bu bölümde ele alınan temel konulardan biri olan BYF’ler, piyasalarda işlem görmeye başladığı tarihten bu yana geniş bir yatırımcı kitlesi tarafından ilgi görmektedir. BYF’ler, yükselen bir pazar payı ile son zamanların en önemli finansal ürünlerinden biridir³⁶³. BYF piyasası, asgari miktarlarda olan yönetim ücretleri, çeşitlendirilebilme özelliği ve ikincil piyasa işlemleri yönünden yatırımcılara sağladığı kolaylıklar ile göz doldurmaktadır. Ayrıca, BYF’ler piyasa bazında yatırımcıların taleplerini karşılayarak farklı türde finansal varlıklara yatırım gerçekleştirmekte ve buna yönelik geniş bir ürün yelpazesi ortaya koymaktadır³⁶⁴.

³⁵⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32009L0065>.

³⁶⁰ Nusret Çetin, Hatice Ebru Töremiş ve Zeynep Cantimur, *6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun Sistematik Analizi*, (Ankara: Yetkin Basım Yayın Dağıtım Anonim Şirketi, 2014), 103; Turgay Münyas, “Türk Sermaye Piyasasının Yeni Kolektif Yatırım Kuruluşu: Değişken Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı’nın Yapı, İşleyiş ve Faaliyet Esasları Üzerine Bir İnceleme”, *Maliye Finans Yazıları*, 107, (2017): 147 vd.

³⁶¹ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 159. Konuya ilişkin açıklamalar için bkz. 2.2.2. Değişken Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı başlığı.

³⁶² Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 159. Konuya ilişkin açıklamalar için bkz. 2.2.2. Değişken Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı başlığı.

³⁶³ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 29.

³⁶⁴ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 29. BYF’ler ilk olarak ABD piyasasında 1993 yılında ortaya çıkmıştır. BYF’lerin Avrupa’da yatırımcının alakasını cezbedip işlem görmeye başlaması ise 2000’li yıllardan itibaren olmuştur. XTF ve extraMARK fonları 2000 yılında İngiltere ve Almanya’da işlem görmeye başlamıştır; aynı yılda İsveç Borsasında, 2001 yılının ocak ayında Paris ve Amsterdam Borsalarında işlem görmüştür. Bu gelişmelerden sonra, Batı Avrupa Borsalarında da BYF piyasaları

BYF'ler, bir endeksi temel alarak, baz aldığı endeksin performansını yatırımcılara ulaştırmayı gaye edinen ve payları borsalarda işlem gören yatırım fonlarıdır³⁶⁵. BYF'ler bir endeks baz alınarak ona bağlı şekilde ortaya çıkmakta ve baz aldığı endeks içindeki menkul kıymetlere, endeksteği ağırlıkları nispetinde yatırım gerçekleştirmektedir³⁶⁶. Diğer bir anlatımla, BYF'ler yetkili aracı kuruluşlar tarafından yatırımcılardan elde edilen nakitle, baz alınan endeksteği menkul kıymetlerin satın alınmasıyla meydana gelen portföylerdir. BYF'ler, baz aldıkları endeksteği payları veya var olan başka enstrümanların (altın, tahvil, döviz vb.) kârını aksettirmekte; aynı zamanda riskini de barındırmaktadır. BYF katılma payları, aracı kurumlar yoluyla pay piyasasında alınıp satılabilmektedir³⁶⁷.

Ülkemizde BYF'ler ilk olarak SPK'nın Seri: VII No: 23 sayılı “*Borsa Yatırım Fonları Tebliği*” ve İMKB'nin 30.12.2011 tarih ve 385 sayılı Genelgesi ile düzenlenmişti. Bu Seri VII No:23 sayılı Tebliğ'e göre; bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları, Sosyal Sigortalar Kanun'unun Geçici m. 20 uyarınca kurulmuş olan sandıklar BYF kurucusu olabilmekteydi.

BYF'ler daha sonra III-52.2 sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde³⁶⁸ yeniden düzenlenmiştir. III-52.2 sayılı Tebliğ, BYF'lerin kuruluşuna, faaliyet ilke ve kurallarına, katılma payları ile bunların halka arzına ve kamunun aydınlatılmasına ilişkin

etkin bir şekilde faaliyetlerine başlamıştır. 2005 yılına gelindiğinden Norveç, İtalya, Brüksel, İzlanda, Avusturya gibi birçok Avrupa ülkesinde BYF piyasaları oluşturulmuştur.

³⁶⁵ <https://www.borsaistanbul.com/katilim-finans/katilim-esasli-byfler> (05.10.2025)

³⁶⁶ <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Borsa%20Yatirim%20Fonlari.pdf> (05.10.2025)

³⁶⁷ [https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/488/pay-piyasasi-urunler\(E.T.01.05.2024\)](https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/488/pay-piyasasi-urunler(E.T.01.05.2024)). Türkiye'de son yıllarda sayıları hızla artan BYF'ler, paylarının yüksek likiditeye sahip olması, basit bir şekilde alınıp satılabilmesi olanağının bulunması ve riskin dağıtılması özelliği ile yatırım yaptığı piyasaların getirilerinden yatırımcıları yararlandırması gibi cazip nitelikleri taşımaktadır. Her işlem gününün sonunda duyurulan gösterge özelliğindeki portföy kompozisyonu, yatırımcılara yatırımlarının bütün hususlarını şeffaf olarak, günlük bazda izleme olanağı vermektedir. Buna göre yatırımcılar, ellerinde tuttıkları BYF'nin muhteviyatındaki menkul kıymetleri ve bunların ne tutarda olduğunu inceleyebilmektedir. BYF'ler seans süresi boyunca paylara benzer şekilde çabukça alınıp satılabilmek özelliğine sahip olmaktadır.

³⁶⁸ 27.11.2013 tarih 28834 sayılı Resmî Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Türkiye'de piyasada ilk işlem gören, Dow Jones İstanbul 20 A Tipi DJIST BYF'nin ilk işlem tarihi 14/01/2005'tir. DJIST Tipi BYF pay senedi ağırlıklı bir fon türüdür. Bu fon, fon toplam değerinin en az yüzde 80'ini sürekli olarak, menkul kıymet yatırım ortaklıkları payları dışında BIST'te işlem gören pay senetlerine yatırmaktadır. DJIST fonundan sonra ilk İslami BYF 2006 yılında Bizim Menkul Değerler bünyesinde yapılandırılmıştır. Dow Jones İslami piyasa göstergesini izleyen bu fon DJIM Türkiye yatırım fonu şeklinde bilinmektedir. Dünya genelindeki ilk İslami BYF olan DJIM Türkiye fonu 2016 yılında tasfiye edilmiştir.

esaları ortaya koymak gayesiyle yayımlanmıştır. Böylece, yatırımcılara önceki düzenlemelere kıyasla daha belirli ve sınırları çizilmiş bir hukuki çerçeve sunulmuştur. Bu Tebliğ'e göre, BYF'ler kaldırılan Tebliğ'den farklı olarak ancak portföy yönetim ortaklıkları tarafından düzenlenen bir içtüzük ile kurulabilir.

2.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Hukuki Yapısı ve Türleri

III-48.5 sayılı Tebliğ'in 2. maddesine göre, Tebliğ'in dayanağını 6362 sayılı SerPK'nın m. 49, m. 50 ve m. 51. maddeleri oluşturmakta olup, Tebliğ bu hükümlere dayanılarak hazırlanmıştır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarına ilişkin III-48.5 sayılı esaslar Tebliğ'inde, ortaklıkların sabit sermayeli ve değişken sermayeli olarak iki türde oluşturulabileceği, Tebliğ'in 1. maddesinin (a) ve (b) bentlerinde hükme bağlanmıştır. Tebliğ'in düzenlemelerde esas aldığı 6362 sayılı Kanun'un m. 48/1'de yatırım ortaklıklarının sabit ya da değişken sermayeli kurulabilen anonim ortaklıklar olabileceği düzenlenmiştir. 2499 sayılı SerPK V. Bölüm'de Sermaye Piyasası Faaliyetleri ve Sermaye Piyasası Kurumları temel başlığı altında yer alan “*Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları (B)*” alt başlığında ortaklık türlerine ilişkin olarak herhangi bir düzenleme yapılmamıştır.

SerPK'da yatırım ortaklıklarına ilişkin temel esaslar düzenlenmiş olmakla birlikte, konunun ayrıntılarına dair hükümler esasen SPK tarafından çıkarılan tebliğlerde yer almaktadır³⁶⁹. SPK, genel düzenleyici işlem niteliğinde yönetmelik çıkarabileceği gibi adsız düzenleyici işlemler yapma yetkisine de sahiptir. Bununla birlikte SPK, sermaye piyasasına ilişkin düzenlemelerini ağırlıklı olarak tebliğler yoluyla gerçekleştirmekte; zaman zaman sirküler adı verilen düzenleyici işlemlerden de yararlanmaktadır³⁷⁰. SerPK, esas itibarıyla bir çerçeve kanun özelliğine sahiptir. Böylece birçok konu SPK tarafından çıkarılan tebliğler ve benzeri düzenleyici işlemler aracılığıyla hüküm altına alınmıştır³⁷¹. SerPK'da yer alan, içeriği başlangıçta boş bırakılan ve daha sonra Kanun'un tanıdığı yetki ile SPK tarafından doldurulan hükümler öğretide beyaz hüküm olarak adlandırılmaktadır³⁷². SerPK m. 117 ve devamı hükümleri uyarınca SPK'nın en temel

³⁶⁹ <https://spk.gov.tr/> (E.T. 12.11.2025).

³⁷⁰ <https://spk.gov.tr/>

³⁷¹ <https://spk.gov.tr/>

³⁷² Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 147; Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 154.

görevi, Kanun'un kendisine tanıdığı yetki çerçevesinde denetleme ve özellikle düzenleme yapma yetkisini kullanmaktır. Kurul, sermaye piyasalarında rekabetin sağlıklı biçimde işlenmesini temin etmek ve yatırımcıların menfaatlerini korumak amacıyla bu görevini adil ve şeffaf bir biçimde yerine getirmekle yükümlüdür.

ABD'de, SEC, tıpkı Türkiye'deki SPK gibi, menkul kıymetler mevzuatına ilişkin düzenleme yapma yetkisine sahiptir³⁷³. Bu yetki SEC'e kanunla tanınmıştır³⁷⁴. Bu kapsamda, SEC tarafından çıkarılan ve kanunun verdiği yetki sınırları içinde oluşturulan düzenlemeler, usulüne uygun biçimde kabul edildikleri takdirde, kanun hükmünde ve bağlayıcılığında normatif etki doğurur³⁷⁵. Dolayısıyla, SEC'in kural koyma yetkisi, yasama organının genel çerçeveyi belirlediği alanlarda, uygulamayı düzenleyici nitelikte alt normlar oluşturma yetkisini ifade eder³⁷⁶. Bu yetki, yasama organının idari otoritelere tanıdığı tali düzenleme yetkisi (delegated rulemaking authority) kapsamında değerlendirilir³⁷⁷. SEC'in bu yetkiyi kullanarak yayımladığı kurallar, kanunun amaç ve sınırlarına uygun oldukları sürece, doğrudan kanun hükmü etkisi doğurur ve tüm ilgililer bakımından zorunlu hale gelir³⁷⁸.

SPK, bağımsız bir idari kurum olarak sermaye piyasasını düzenleme görevine sahiptir. Bu husus, SerPK'nın m.128/1-e ile açıkça düzenlenmiştir. Anılan maddeye göre SPK, yetkisini düzenleyici işlemler yoluyla ve özel nitelikli kararlar almak suretiyle kullanabilmektedir. SPK aldığı kararları ya Resmî Gazete yoluyla ya da internet ortamını kullanarak yayımlayabilir. Ancak tebliğ ve yönetmelikler, Resmî Gazete yoluyla yayımlanır.

³⁷³ Securities Exchange Act of 1934. <https://www.sec.gov/rules-regulations/statutes-regulations>.

³⁷⁴ Securities Exchange Act of 1934. <https://www.sec.gov/rules-regulations/statutes-regulations>.

³⁷⁵ Thomas Lee Hazen, *Federal Securities Law*, ABD: Second Edition (2003), 6. Bahtiyar, Sermaye Piyasası, 16. Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78d (a). Benzer olarak Bahtiyar SerPK'ya bağlı olarak ortaya konulan ikincil mevzuat hükümlerinin aynı kanun hükümlerinin bir parçası ya da uzantısı olan özel hüküm niteliğinde olduğunu belirtmiştir.

³⁷⁶ Securities Exchange Act of 1934. <https://www.sec.gov/rules-regulations/statutes-regulations>.

³⁷⁷ Securities Exchange Act of 1934. <https://www.sec.gov/rules-regulations/statutes-regulations>.

³⁷⁸ Administrative Procedure Act (APA), 5 U.S.C. §§ 551–559; bu yasa SEC'in düzenleme yapma sürecine ilişkin usul kurallarını belirler. https://www.law.cornell.edu/wex/administrative_procedure_act (E.T. 19.10.2025)

2.2.1. Sabit Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

Sabit sermayeli yatırım ortaklıkları, 6362 sayılı SerPK hükümlerine göre, III-48.5 sayılı Tebliğ'in m. 4'te a-j bentleri³⁷⁹ arasında belirtilen varlık ve araçlardan meydana gelen bir portföyü işletmek amacıyla anonim ortaklık şeklinde kayıtlı sermaye usulüne göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır. Bu ortaklıklar, SerPK m. 48'de sınırı belirlenen faaliyetler çerçevesinde olmak koşuluyla, III-48.5 sayılı Tebliğ'de izin verilen faaliyetlerde bulunabilirler.

Yürürlükten kaldırılan 2499 sayılı SerPK m. 36 hükmünün uygulanmasına göre yatırım ortaklıkları yalnızca sabit sermayeli olarak oluşturulabiliyordu. Bu dönemde ortaklık bulunan pay senetleri bazı istisnalar haricinde ortaklığın yapısı itibarıyla ortaklık tarafından iade alınmıyordu. Bunun asıl nedeni ise 2499 sayılı SerPK'nın uygulamasında aynı anda yürürlükte olan TTK m. 269 ve bu TTK'yı yürürlükten kaldıran 6102 sayılı TTK m. 329'a göre anonim ortaklıkların yalnızca sabit sermayeli olarak meydana getirilebilmesidir.

Bu tür yatırım ortaklıklarında, pay maliklerinin nakit ve tam olarak ortaklığa ödediği, ortaklığın mal varlığını oluşturan sabit bir miktar olan sermaye, sadece Kanun'un öngördüğü usul ve esaslara göre artırılıp azaltılabilmektedir³⁸⁰. Ortaklık hukukunda yer alan sermayenin belirliliği ilkesine göre yatırım ortaklıklarının kendi paylarını satın alması Kanun'da öngörülen bazı istisnalar dışında olanaklı değildir³⁸¹.

³⁷⁹ a) Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulu ihraççılara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları. b) 7/8/1989 tarihli ve 89/14391 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe konulan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ve ihraççı payları. c) 12 aydan uzun vadeli olmamak üzere vadeli mevduat ve katılma hesabı. ç) Borsada işlem görmeleri kaydıyla; altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları. d) Yatırım fonu katılma payları. e) Repo ve ters repo işlemleri f) Kira sertifikaları. g) Gayrimenkul sertifikaları. ğ) Yatırım kuruluşu ve ortaklık varantları ile yatırım kuruluşu sertifikaları. h) Takasbank para piyasası işlemleri. ı) Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri. i) Kurulca portföye alınması uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri. j) Kurulca portföye alınması uygun görülen diğer yatırım araçları.

³⁸⁰ III-48.5 sayılı Tebliğ (blob:<https://mevzuat.spk.gov.tr/75ecd6c1-6966-426d-9719-a9d65a1b2925>) <https://spk.gov.tr/kurumlar/yatirim-ortakliklari/menkul-kiymet-yatirim-ortakliklari/tanitim-rehberi> (E.T. 22.11.2025), III-48.5 sayılı Tebliğ.

³⁸¹ Çetin, Töremiş ve Cantimur, 6362 sayılı Sermaye Piyasası, 104. Sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıkları, pay geri alımları süresince III-48.5 sayılı Tebliğ'in yedinci bölümündeki sınırlamalara uymak koşulu ile II-22.1 Geri Alınan Paylar Tebliği'nde m. 5 ve m. 6'daki

2.2.1.1.Ortaklığın Tanımı

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına ilişkin III-48.5 sayılı Tebliğ m. 4/1’de yer verilen tanıma göre “*Sabit sermayeli ortaklık, Kanun hükümleri uyarınca belirtilen³⁸² varlıklar ve araçlardan oluşan portföyü işletmek amacıyla anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan ve Kanunun 48 inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumudur*”. III-48.5 sayılı Tebliğ hükmünde belirtildiği gibi ortaklığın sadece belirlenen varlıklar ve araçları işletmek amacıyla kurulabilmesi söz konusudur. Ortaklığın amacı belirlenen hususlar ile sınırlandırılmıştır. Buna rağmen ortaklık anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye sistemi ile kurulabilecektir.

III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin 1. maddesinin (a) bendinde de ifade edildiği üzere, sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kurulmasına ilişkin esasların belirlenmesi Tebliğ’in temel amacını oluşturmaktadır. Tebliğ ile; ortaklığın kurulmasını sağlayan kurucuların nitelikleri, ortaklık paylarının halka arzı, ortak ve yöneticilerde bulunması gereken şartlar, pay devrine ilişkin usuller, yönetim ilkeleri, çalışma esasları, portföy sınırlamaları, portföyde yer alan varlıkların değerlendirilmesi ve saklanması, payların itfası, kamunun aydınlatılmasına ilişkin yükümlülükler ve yatırım ortaklığının sona erme usulleri gibi hususlar düzenlenmiştir.

Sabit sermayeli yatırım ortaklığının temel gayesi portföy işletmektir. III-48.5 sayılı Tebliğ m. 5’e göre portföye ilişkin hukuki işlemler; portföyü meydana getirmek,

yetkilendirme esaslarına tabi olmadan, geri alınan paylarının nominal değeri ödenmiş ya da çıkarılmış sermayenin yüzde yirmisini ve fiili dolaşımdaki pay oranının yüzde otuzunu geçmemesi şartıyla sadece halka açık ortaklıkların paylarını geri almasına dair diğer şartlara uyarak kendi paylarını edinebilecektir.

³⁸² a) Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulu ihraççılara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları. b) 7/8/1989 tarihli ve 89/14391 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe konulan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ve ihraççı payları. c) 12 aydan uzun vadeli olmamak üzere vadeli mevduat ve katılma hesabı. ç) Borsada işlem görmeleri kaydıyla; altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları. d) Yatırım fonu katılma payları. e) Repo ve ters repo işlemleri. f) Kira sertifikaları. g) Gayrimenkul sertifikaları. ğ) Yatırım kuruluşu ve ortaklık varantları ile yatırım kuruluşu sertifikaları. h) Takasbank para piyasası işlemleri. ı) Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri. i) Kurulca portföye alınması uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri. j) Kurulca portföye alınması uygun görülen diğer yatırım araçları.

faaliyetini sağlamak ve portföyde değişikliğe gitmek, portföy çeşitlendirmesi yaparak yatırım riskini faaliyet alanlarına ve ortaklıkların haline göre en asgari düzeye indirecek bir durumda dağıtmaktır. Ortaklık ayrıca sermaye piyasası araçlarına, mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmeleri devamlı olarak takip etmek ve portföy idaresiyle bağlı olarak şart olan tedbirleri almak, portföyün değerini korumaya ve artırmaya dair çalışmalar yapmak zorundadır.

2.2.1.2.Kuruluş Şartları ve Yönetim Yapısı

Sabit sermayeli yatırım ortaklıklarının kurulabilmesi için gerekli olan şartlar III-48.5 sayılı Tebliğ m. 6'da sayılmıştır. Buna göre, ortaklığın kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulmuş olması, kurucularının, sabit sermayeli ortaklığın çıkarılmış sermayesinin asgari %49'u oranındaki paylarının, III-48.5 sayılı Tebliğ'de belirtilen süre ve esaslar dahilinde halka arz edileceğini Kurula taahhüt etmiş olmaları, kuruluş sermayesinin 300 milyon TL'den az olmaması³⁸³ gerekmektedir. Ayrıca ortaklık paylarının nakit karşılığı çıkarılması ve pay bedellerinin kuruluş sırasında tam ve nakden ödenmesi, ticaret unvanında “*Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı*” ibaresini taşıması, kurucularından en az birisinin lider sermayedar olması, genel müdür ile yönetim kurulu üyelerinin belirlenmiş olması ve bu kişilerin bu Tebliğ'de öngörülen şartları taşımaları, kurucu ortaklarının bu Tebliğ'de öngörülen şartları haiz olması, esas sözleşmesinin TTK, Kanun ve III-48.5 sayılı Tebliğ hükümlerine uygun olması, kurulca yetkilendirilmiş bir kuruluşun portföy saklama hizmetini yürütmek üzere belirlenmiş olması zorunludur.

2.2.1.3.Kurucuların Nitelikleri ve Kuruluş İşlemleri

III-48.5 sayılı Tebliğ m.14 uyarınca sabit sermayeli yatırım ortaklıkları açısından kurucu ortaklar hem gerçek hem de tüzel kişilerden oluşabilir. III-48.5 sayılı Tebliğ'de kurucu ortaklarda bulunması gereken şartlar belirtilmiştir³⁸⁴.

³⁸³ Bkz. 26.12.2024 tarihli ve 66/2058 sayılı SPK'nın Duyuru ve İlke Kararları başlıklı bülteninde yer alan yeniden değerlendirme oranları. (<https://spk.gov.tr/data/6774184f8f95db0cb0251c8b/2024-60.pdf>) (E.T. 28.01.2025).

(Uygulamada yer alan Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ödenmiş ve çıkarılmış sermayesi 2024 tarihinde belirlenen limitin 150 milyon olması itibarıyla, 200 milyon TL'dir. Bkz. <https://www.kap.org.tr/tr/sirketler/YK> (E.T. 03.11.2024).

³⁸⁴ “a) Müflis olmaması, konkordato ilân etmiş olmaması ya da hakkında iflasın ertelenmesi kararı verilmiş olmaması, b) Faaliyet izinlerinden biri Kurulca iptal edilmiş kuruluşlarda, bu müeyyideyi

III-48.5 sayılı Tebliğ'in m. 9'a göre ise, ilerde kurulması istenen sabit sermayeli ortaklıkların kurucularının, şekli ve esasları SPK tarafından tespiti yapılacak kuruluş başvuru formu ve bu formda ifade edilen hususlarla birlikte Kurul'a başvurmaları zorunludur. Kurul, yapılan bu başvuruyu Kanun ve III-48.5 sayılı Tebliğ hükümlerine uygunluk açısından kontrol edecektir. Eğer Kurul başvuruyu kabul ederse kuruluşun onaylanma isteği ve sermayenin III-48.5 sayılı Tebliğ hükümlerine uygun olarak ödenmiş olduğunu ispatlayan belgeleri, gerekli tüm belgelerle birlikte Ticaret Bakanlığı'na sunar.

Sabit sermayeli ortaklıklar, Bakanlığın kuruluş iznini onaylamasından sonra, TTK'nın ilgili hükümlerine uygun olarak ticaret siciline tescil ile tüzel kişilik kazanır. Sonrasında ana sözleşmenin konuya ilişkin Kurul iznini izleyen günden itibaren en geç 30 gün içinde ticaret siciline tescil ettirilmesi ve TTSG'de ilan için başvurulması yasal bir zorunluluktur. Ayrıca ilanı gösteren TTSG'nin bir nüshasının ilan tarihini takip eden altı iş günü içinde Kurula gönderilmesi zorunludur.

2.2.1.4. Lider Sermayedar Kavramı

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına ilişkin III-48.5 sayılı Tebliğ m. 8/1 fıkrası uyarınca, tanımı yapılan lider sermayedar, ortaklığın halka arzını takip eden pay alımları dışında, sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıklarında bir ortağın ya da birden fazla ortağın birleşmek yoluyla sermayenin en az %25 nispetindeki paylara malik olan

gerekli olan olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması, c) Kanunda yazılı suçlardan kesinleşmiş mahkumiyetinin bulunmaması, ç) Mülga 14/1/1982 tarihli ve 35 sayılı Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararnameye göre kendileri veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması, d) 26/9/2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 53 üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile; kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmaması, e) Kuruluş için gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlaması ve taahhüt ettikleri sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olması, f) İşin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması, g) Muaccel vergi borcu bulunmaması, ğ) 7/2/2013 tarihli ve 6415 sayılı Terörizmin Finansmanının Önlenmesi Hakkında Kanunda düzenlenen suçlardan mahkûm olmaması, h) Kanunun 101 inci maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi uyarınca işlem yasaklı olmaması, şarttır. (a) bendinde belirtilen şartlar, iflasın kaldırılmasına, kapatılmasına veya konkordato teklifinin tasdikine ilişkin kararın, (b) bendinde yer alan şartlar ise buna ilişkin kararın kesinleşme tarihinden itibaren 10 yıl geçmesi halinde bu fıkranın uygulanmasında dikkate alınmaz".

ortak veya ortaklardır³⁸⁵. Maddede yer aldığı gibi lider sermayedar tek bir kişi olabileceği gibi birden fazla ortağın birleşmesiyle de olabilir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları kuruluş gayesi çerçevesinde ortaklığın paylarının sermaye piyasasında işlem görmesi söz konusudur. Bu nedenle, söz konusu ortaklıklarda çok sayıda küçük pay sahibinin bulunması olağandır. SPK ise bu ortaklığın yaptığı işlemler için sermayenin %25'ine sahip hâkim ortak konumundaki lider sermayedarı sorumlu tutabilmektedir³⁸⁶. Lider sermayedar, aynı zamanda yönetici ortak vasfına sahiptir³⁸⁷. Kurucu ortak sıfatıyla da borsadan pay alarak yatırımları gerçekleştiren ortaktır.

Lider sermayedar kavramı, yatırım fonlarındaki kurucu olan portföy yönetim ortaklıklarına benzer bir işlev üstlenmektedir. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarında da tıpkı yatırım fonlarında olduğu gibi, payların yatırımcılara satılabilmesi için öncelikle yatırım portföyünün oluşturulması ve kurulması gerekmektedir³⁸⁸. Aslında hem yatırım fonlarında hem de yatırım ortaklıklarında bu faaliyeti gerçekleştirecek ortak lider sermayedar olarak kabul edilebilir. Fonlarda ve aynı şekilde menkul kıymet yatırım ortaklıklarında da lider sermayedar tarafından oluşturulan portföy, katılma payları halinde yatırımcılara sunulur. Böylece bu payların satışı gerçekleştikçe, kurucu ya da lider sermayedar, başlangıçta kurucu olarak sağladığı sermayeyi geri alabilmektedir³⁸⁹. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarında yatırım portföyünü lider sermayedar oluşturur. Bu aşamadan sonra, oluşturulan paylar borsada satışa sunulur ve yatırımcılara aktarılmaktadır.

Bu ortaklıklarda, Tebliğ'de öngörülen asgari sermaye miktarını sağlayan birden fazla ortağın bulunması hâlinde, bunlardan yalnızca birinin lider sermayedar olarak belirlenmesi yeterlidir. Madde hükmüne göre, “*Birincil halka arzın sermaye artırımı yoluyla gerçekleştirilmesi halinde, lider sermayedarın sahip olması gereken asgari*

³⁸⁵ Sermaye Piyasası Kurulu. *Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.5)*. Resmi Gazete, 27 Mayıs 2015, Sayı: 29368. Madde 8/1.

³⁸⁶ Sermaye Piyasası Kurulu. III-48.5 Sayılı Tebliğ, Madde 8/1.

³⁸⁷ <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Menkul%20Kıymet%20Yatırım%20Ortaklıkları.pdf> (E.T.23. 07. 2025).

³⁸⁸ Sermaye Piyasası Kurulu. III-48.5 Sayılı Tebliğ, Madde 8/1-2.

³⁸⁹ Borsa İstanbul. “Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları.” <https://www.borsaistanbul.com/urunler/yatirim-ortakliklari/menkul-kiymet-yatirim-ortakliklar> i (E.T.23. 09. 2025).

sermaye miktarı halka arz öncesindeki sermayeye göre hesaplanır”³⁹⁰. III-48.5 sayılı Tebliğ’e göre ortaklıkta birden çok gerçek ve/veya hükmi şahıs lider sermayedar olarak tespit edilirse, bu şahısların hepsinin lider sermayedar için aranan şartları ayrı ayrı taşımaları gerekir³⁹¹ (Bu konuda maddede geçen 5. fıkra saklı tutulmuştur).

Sabit sermayeli yatırım ortaklığının ticaret unvanında, doğrudan adı veya unvanı yer alan ya da doğrudan yer almasa dahi ortaklıkla ilişkili olduğu izlenimini uyandıran bir ifadeye yer verilen gerçek veya tüzel kişilerin, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği uyarınca lider sermayedar olmaları zorunludur³⁹². III-48.5 sayılı Tebliğ’e göre gerçek ve tüzel kişilerin sabit sermayeli yatırım ortaklığı kurucusu ve ortaklığın hissedarı sıfatına sahip olmalarının bir sakıncası bulunmamaktadır. Fakat böyle bir niteliğe sahip olmak için bu sıfatın zorunlu kıldığı ekonomik güce ve piyasalar alanında yeterli tecrübeye sahip olmaları zorunludur³⁹³.

III-48.5 sayılı Tebliğ m.8/ (6)’ya göre, tüzel kişilerin lider sermayedar sıfatına sahip olabilmeleri için, asgari üç yıllık bir faaliyet geçmişine sahip olmaları gerekmektedir. Ayrıca tüzel kişiliğin en son hesap dönemindeki konsolide ve şahsi finansal tablolarının bağımsız denetiminin yapılmış olması şarttır. Sözü geçen finansal tablolarında bulunan özsermayesinin, asgari olarak yapılandırılacak sabit sermayeli yatırım ortaklığının çıkarılmış sermayesinin iki katı ve halihazırdaki toplamının kurulacak sabit sermayeli yatırım ortaklığının çıkarılmış sermayesinin en az üç katı olması gereklidir.

Gerçek kişilerin lider sermayedar olabilmeleri için, sahip oldukları taşınır ve taşınmaz varlıklarının tamamının rayiç değerinin asgari 150 milyon TL’yi bulması şarttır. Birden fazla gerçek kişinin lider sermayedar sayılması durumunda bu kişilerin taşınır ve taşınmaz varlıklarının rayiç değerinin toplamının en az 300 milyon TL olması zorunludur.

Bu çerçevede, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 8/(6)’ya göre yapılacak hesaplarda özsermaye koşulu açısından lider sermayedar sıfatına sahip olacak hükmi şahısların en az üç yıllık sürede faaliyette olması, son hesap dönemine ait konsolide ve bireysel finansal tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması ve bu finansal tablolarında bulunan

³⁹⁰ Sermaye Piyasası Kurulu. III-48.5 Sayılı Tebliğ, Madde 8/3.

³⁹¹ Sermaye Piyasası Kurulu. III-48.5 Sayılı Tebliğ, Madde 8/5.

³⁹² Sermaye Piyasası Kurulu. III-48.5 Sayılı Tebliğ, Madde 8/4.

³⁹³ Sermaye Piyasası Kurulu. III-48.5 Sayılı Tebliğ, Madde 8/6.

özsermayesinin en az kurulacak sabit sermayeli ortaklığın çıkarılmış sermayesinin iki katı ve aktif toplamının kurulacak sabit sermayeli ortaklığın çıkarılmış sermayesinin en az üç katı olması gereklidir³⁹⁴. Birden çok tüzel kişinin lider sermayedar olarak belirlenmesi halinde yukarıda belirtilen koşullar tüzel kişilerin hepsi için ayrı ayrı aranır.

Almanya’da lider sermayedar hak ve sorumlulukları önemli ölçüde Alman Medeni Kanunu (BGB-Bürgerliches Gesetzbuch) ve Alman Ticaret Kanunu (HGB-Handelsgesetzbuch) hükümleri çerçevesinde düzenlenmektedir³⁹⁵. Alman hukukunda Türk sermaye piyasası hukukunda olduğu gibi lider sermayedar, yatırım sürecinde ve ortak girişimlerde yer alan, ayrıca diğer yatırımcıları yönlendirme yetkisi olan ana yatırımcıyı, yöneticiyi ifade eder. Lider sermayedar, işlev olarak özellikle girişim sermayesi özel sermaye yatırımları çerçevesinde önem arz eder. Bu sermayedar genellikle bir girişimcinin gerçekleştirdiği girişim faaliyetine yatırım yapan en büyük yatırımcıdır³⁹⁶.

Alman hukukunda lider sermayedar, yatırım koşullarını (mesela pay fiyatı, pay oranları gibi) belirleyerek diğer yatırımcıların sürece katılmasını kolaylaştırır³⁹⁷. Lider sermayedar, girişim ortaklığı ile ilgili gerçekleştirilecek yatırım sözleşmeleri, pay sahipliği sözleşmeleri gibi belgeleri müzakeresini yürütür³⁹⁸. Finansal hukuki ve operasyonel analizleri yaparak, yatırımın risklerini değerlendirir ve bu bilgileri diğer yatırımcılara aktarır. Ayrıca lider sermayedar, küçük yatırımcıları yatırım hakkında bilgilendirir ve yatırım sürecine katılım ilgisini artırma işlevini de üstlenir. Bunun yanında, lider sermayedar belirli öncelikli haklara sahip olabilir; bunlar arasında veto hakkı, yönetim kurulunda temsil hakkı ve benzeri kurumsal ayrıcalıklar yer almaktadır³⁹⁹. Yatırımın ne şekilde ve hangi süre içerisinde sona ereceği, halka arz edilmesi veya

³⁹⁴ Sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıklarında, lider sermayedarın tüzel kişi olması durumunda tüzel kişiliğin malik olması gereken en az özsermaye mükellefiyetinin hesabında göz önünde tutulacak özsermaye ve aktif büyüklüğünün tavanı olarak SPK’nın 26.12.2024 tarihli ve 66/2058 sayılı ilke kararına göre miktar olarak özsermaye, tavan 1.500.000.000 ve 3.000.000.000 TL olarak belirlenmiştir.

³⁹⁵ Civil Code in the version promulgated on 2 January 2002 (Federal Law Gazette [Bundesgesetzblatt] I page 42, 2909; 2003 I page 738), last amended by Article 1 of the Act of 10 August 2021 (Federal Law Gazette I p. 3515).

³⁹⁶ Christian Brehm, *Das Venture-Capital-Vertragswerk: Die Bedeutung für Management und Strategie des Zielunternehmens*, (Wiesbaden: Gabler Verlag, 2012), 24–26.

³⁹⁷ Brehm, *Das Venture-Capital*, 24–26.

³⁹⁸ Brehm, *Das Venture-Capital*, 24–26.

³⁹⁹ Brehm, *Das Venture-Capital*, 24–26.

ortaklığın satışı gibi konularda da lider sermayedar belirleyici bir konumda bulunmaktadır⁴⁰⁰.

2.2.2. Değişken Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

Değişken Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, anonim ortaklık olarak kurulur, muayyen türdeki varlıklardan meydana gelen bir portföy işletir ve bu ortaklığın sermayesi değişkendir⁴⁰¹. Bu ortaklık çeşidi 2009/65 sayılı UCITS Direktifine göre, yatırım ortaklığı ve yatırım fonu kuruluşlarının ortak bir birleşimi olarak yeni bir model şeklinde düzenlenmiştir. Bu çerçevede yatırım ortaklığının farklı portföylerden meydana gelecek biçimde oluşturulması sağlanmıştır⁴⁰².

Değişken sermayeli yatırım ortaklığı, sermayesinin ortaklığın net mal varlığına eşit sayılması esasına dayanır; bu durum, ortaklığın sermayesinin, mal varlığında yer alan varlıkların değerinin artması veya azalmasına paralel olarak değişmesi sonucunu doğurur⁴⁰³. Sermaye değişikliği, sabit sermayeli yatırım ortaklıklarında olduğu haliyle ayrıntılı ve uzun süreli bir usule bağlı değildir⁴⁰⁴. Bu ortaklıkta yeni pay ihraç ederek sermaye arttırılabilir. Sermayenin azaltılması ise sermaye geri ödenerek ve pay bedelleri itfa edilerek gerçekleştirilebilir⁴⁰⁵.

⁴⁰⁰ Brehm, *Das Venture-Capital*, 24-26.

⁴⁰¹ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 139; Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 316- 319; Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 38; Bahtiyar, *Makaleler II*, 322-323; Münyas, “Türk Sermaye Piyasasının”, 152 vd; Çetin, Töremiş ve Cantimur, *6362 sayılı Sermaye Piyasası*, 104-105; Altay, “Değişken Sermayeli”, 200. 6362 sayılı SerPK m. 50 ve m. 51.

⁴⁰² Christopher P. Buttigieg, “The 2009 UCITS IV Directive: A Critical Examination of the Framework for the Creation of a Broader and More Efficient Internal Market for UCITS,” *The Journal of Business Law*, (2012): 453 vd.

⁴⁰³ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 139; Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 316-319; Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 38; Bahtiyar, *Makaleler II*, 322-323; Münyas, “Türk Sermaye Piyasasının”, 152 vd; Çetin, Töremiş ve Cantimur, *6362 sayılı Sermaye Piyasası*, 104-105; Altay, “Değişken Sermayeli”, 200. <https://tspb.org.tr/yatirimcisoslugu/degisken-sermayeli-yatirim-ortakliklari/> (E.T. 10.09.2025).

⁴⁰⁴ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası” 139; Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 316-319; Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 38; Bahtiyar, *Makaleler II*, 322-323; Münyas, “Türk Sermaye Piyasasının”, 152 vd; Çetin, Töremiş ve Cantimur, *6362 sayılı Sermaye Piyasası*, 104-105; Altay, “Değişken Sermayeli”, 200.

⁴⁰⁵ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası” 139; Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 38; Bahtiyar, *Makaleler II*, 322-323; Münyas, “Türk Sermaye Piyasasının”, 152 vd; Çetin, Töremiş ve Cantimur, *6362 sayılı Sermaye Piyasası*, 104-105.

2.2.2.1.Ortaklığın Tanımı ve Özellikleri

Kolektif yatırım kuruluşlarının türlerinden biri olan değişken sermayeli yatırım ortaklıkları Türk hukukunda ilk defa 6362 sayılı SerPK'nın m. 50 ve m. 51'de düzenlenmiştir⁴⁰⁶. Bu ortaklıklar, SerPK m. 50/1 hükmünde yer alan tanımına göre sermayesi her zaman net aktif değerine eşit sayılan yatırım ortaklıklarıdır. Bu ortaklıklarda bir yandan yatırımcıların paylarını bedeli karşılığında ortaklığa iade edebilmeleri, diğer yandan ise ortaklık portföyünde yer alan yatırım araçlarının değerlerinin değişkenliği yatırım ortaklığının net aktif değerinin (mal varlığı değerinin) değişmesine ve bundan dolayı sermayesinin de değişmesine neden olmaktadır⁴⁰⁷.

Bu tür yatırım ortaklıklarında TTK m. 329 anlamında belirli ve sabit bir sermaye bulunmamaktadır. Ortaklıkta var olan sermaye net aktif değerinin değişmesiyle herhangi bir usule tabi olmadan (TTK m. 456 vd. düzenlendiği gibi), özel bir prosedüre bağlı kalmadan kendiliğinden de değişmektedir. Bu durum ortaklığın temel esasını oluşturmaktadır. Bu ortaklıklara yatırımcılar istediğinde pay sahibi olarak katılabildiği gibi aynı şekilde paylarını ortaklığa iade ederek ayrılabilir. Ortaklık, yatırımcıların talebi üzerine payların iadesini geri çevirmeden bedelini ödemekle yükümlüdür⁴⁰⁸.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapmakta, elde edilen bütün gelirler bir havuzda toplanmakta ve açık uçlu olduklarından dolayı sermayeleri yatırımcıların arz ve talebine göre artıp azalmaktadır⁴⁰⁹. Yatırımcılar,

⁴⁰⁶ Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 316- 319; Poroy,Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, 330, 331; Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 138; Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 160; Sıtkı Anlam Altay, “Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları”, içinde *6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu*, Korkut Özkorkut, (İstanbul: Banka ve Ticaret Araştırma Enstitüsü, 2013), 197; Günel ve Okat, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, 296; Çetin, Töremiş ve Cantimur, *6362 sayılı Sermaye Piyasası*,103; Korkmaz ve Ceylan, “*Sermaye Piyasası Temel*”, 145; Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 19; Tekinalp ve Çamoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunun*”, 54.

⁴⁰⁷ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 139; Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 316-319; Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*,38; Bahtiyar, *Makaleler II*, 322-323; Münyas, “Türk Sermaye Piyasasının”, 152 vd; Çetin, Töremiş ve Cantimur, *6362 sayılı Sermaye Piyasası*, 104-105; Altay, “Değişken Sermayeli”, 200. <https://tspb.org.tr/yatirimcisoszlugu/degisken-sermayeli-yatirim-ortakliklari/> (E.T. 10.09.2025).

⁴⁰⁸ III-48.5 sayılı Tebliğ m. 56/1 hükmünde düzenlenmiştir.

⁴⁰⁹ Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*,19.

ortaklık paylarını pay başına net aktif değer üzerinden alıp satmakta; bu değerın üzerine alım veya satım komisyonu da eklenmektedir⁴¹⁰.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında, özellikle ortaklık alacaklıları ve ortaklar yönünden önem taşıyan husus, TTK ile düzenlenen sermaye kavramının, muhasebe disiplinine dahil bir kavram olan net aktif değer tutarıyla eşitlenmiş olmasıdır. Net aktif değer, ortaklığın varlıklarının toplamından borçlarının toplamının çıkarılmasıyla bulunan tutar olarak tanımlanabilir⁴¹¹. Bu kapsamdaki varlık ve borç kalemleri muhasebe esasları çerçevesinde belirlenecektir. Ayrıca, konu SPK tarafından 6362 sayılı SerPK’da yer alan hükümlere bağlı olarak yürürlüğe konulan III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ilişkin Tebliğ’de ayrıntılı şekilde düzenlenmiştir⁴¹².

Türk hukukunda değişken sermayeli yatırım ortaklıkları modeli, 2499 sayılı SerPK’da yer almamış olsa da 30.07.1981 tarihinde yayınlanan bu SerPK’nın gerekçesinde (5.Bölüm/b/1) adı geçmişti⁴¹³. Buna göre, “(Yatırım ortaklıkları) sabit sermayeli olarak kurulabildikleri gibi, sattıkları hisse senetlerini geri alacak şekilde değişken sermayeli olarak da kurulmaktadır” şeklinde ifade edilmekle beraber, 2499 sayılı SerPK ile yalnızca sabit sermayeli yatırım ortaklıkları düzenleme konusu yapılmıştır. 2499 sayılı Kanun’da 1992 ve 1999 yılında yapılan değişikliklerle değişken sermayeli tip olan yatırım ortaklıkları ile ilgili herhangi bir düzenleme yapılmamıştır⁴¹⁴.

Yatırım ortaklıkları yalnızca anonim ortaklık şeklinde kurulabilirler. TTK’ya göre, uluslararası literatürde açık tür ortaklık olarak nitelendirilen değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, bazı hükümlere göre kurulması söz konusu değildi⁴¹⁵. Buna engel teşkil eden, TTK’da var olan ve sermayenin korunması ilkesini oluşturan hükümlerdir. Bu hükümler

⁴¹⁰ Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 19.

⁴¹¹ Seri VI No 30 sayılı Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları Esaslar Tebliğ m. 3/e fıkrasında net aktif değer ifade edilmiştir. III-48.5 sayılı Tebliğ m. 52/2, 52/3, 52/4. hükmünde de net aktif değer hususu düzenlenmiştir.

⁴¹² 27.05.2015 tarihli ve 29368 sayılı R.G. yayınlanan III-48.5 sayılı tebliğle düzenlenmiştir. Tebliğ’in 41.maddesi (1)’e göre “Değişken sermayeli ortaklık, sermayesi her zaman net aktif değerine eşit olan, Kanun hükümleri uyarınca aşağıda belirtilen varlıklar ve araçlardan oluşan portföyü işletmek amacıyla anonim ortaklık şeklinde kurulan ve bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumudur” şeklinde belirtilmiştir. Aynı maddede hangi araç ve varlıklarla portföyün işletileceği açıklanmıştır.

⁴¹³ Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 37.

⁴¹⁴ Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 37.

⁴¹⁵ Bkz. Bahtiyar, *Makaleler II*, 322-323.

ise sermayenin iadesi yasağı (TTK m. 480/3)⁴¹⁶, esas sermayenin belirli olması (TTK m.329/1) ve ortaklığın kendi paylarını satın almasının belli koşullara bağlanmasıdır. (TTK m. 379 vd.)⁴¹⁷. Bu yönden SerPK ile değişken sermayeli yatırım ortaklığı kurulması, aslında ortaklık hukuku alanında TTK’ya getirilen istisnai bir durumdur.

SerPK m. 51’e göre değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında, “*TTK’nın anonim şirketlerde esas sermayeye, asgari sermaye miktarına, esas sözleşmenin asgari içeriğine, aynı sermaye taahhütlerine, nominal değere, ortaklığın kendi paylarını iktisap veya rehin şeklinde kabul etmesine, sermaye artırım ve azaltım usulüne, pay taahhüdü ve ödenmesine, pay devrine dair kısıtlamalara, kar zarar hesabı ve karın dağıtımına, yedek akçelere tasfiyeye dair hükümler uygulanmaz*” şeklindeki ifadesi ile bu yatırım ortaklığının, TTK’da yer alan anonim ortaklık esaslarına getirilen bir istisna olduğu belirtilmiştir.

Bu konuda öğretide yer alan bizim de katıldığımız görüşe göre ise, değişken sermayeli yatırım ortaklığının yalnızca SerPK düzeyinde değil, aynı zamanda TTK sistematigi içerisinde de karşılık bulması gerektiğidir⁴¹⁸. Özellikle değişken sermayeli yatırım ortaklığının esas sözleşmesine yazılması zorunlu olan unsurların, asgari sermaye tutarının, pay ihracı ile payların ortaklığa iade ve itfasına ilişkin kuralların, portföyün içeriği ile yönetimine ilişkin prensiplerin, yatırımcı pay sahiplerine tanınan hakların ve ortaklık yönetimine ilişkin ayrıntıların kanunla düzenlenmesi daha uygun olacaktır⁴¹⁹.

⁴¹⁶ “Pay sahipleri sermaye olarak şirkete verdiklerini geri isteyemezler; tasfiye payına ilişkin hakları saklıdır”.

⁴¹⁷ “(1) Bir şirket kendi paylarını, esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya bir işlem sonunda aşacak olan miktarda, ivazlı olarak iktisap ve rehin olarak kabul edemez. Bu hüküm, bir üçüncü kişinin kendi adına, ancak şirket hesabına iktisap ya da rehin olarak kabul ettiği paylar için de geçerlidir. (2) Payların birinci fıkra hükmüne göre iktisap veya rehin olarak kabul edilebilmesi için, genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi şarttır. En çok beş yıl için geçerli olacak bu yetkide, iktisap veya rehin olarak kabul edilecek payların itibari değer sayıları belirtilerek toplam itibari değerleriyle söz konusu edilecek paylara ödenebilecek bedelin alt ve üst sınırı gösterilir. Her izin talebinde yönetim kurulu kanuni şartların gerçekleştiğini belirtir. (3) Birinci ve ikinci fıkralardaki şartlara ek olarak, iktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra, kalan şirket net aktif, en az esas veya çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olmalıdır. (4) Yukarıdaki hükümler uyarınca, sadece, bedellerinin tümü ödenmiş bulunan paylar iktisap edilebilir”.

⁴¹⁸ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası, 142.

⁴¹⁹ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası, 142; Nomer, Yatırım Ortaklıkları, 173; Bahtiyar, Makaleler II, 322-323.

Bizim de katıldığımız bu görüşe göre açık uçlu değişken sermayeli ortaklıklar açısından sadece SerPK’da değişiklik yapılmamalı, ana ilkeler TTK’da da yer almalıdır⁴²⁰. Bu husus; yani değişken sermayeli yatırım ortaklığı modelinin sabit sermayeli olana göre esnek ve bir o kadar güvenli yatırım ortamı sağlayıcı vasfı gereğince bu yönde yapısal değişiklik yapılmalıdır. Bu sistemde yatırımcıların korunması SPK’nın gözetimi altında sağlanmakta, dolayısıyla hem alacaklıların menfaatleri hem de yatırımcı güvenliği açısından hukuki denge korunmaktadır. Bu nedenle, değişken sermayeli yatırım ortaklığı modelinin ana ilkeleri doğrultusunda, anonim ortaklık yapısının düzenlenmesi suretiyle TTK’ya dâhil edilmesi yerinde olacaktır. Böyle bir düzenleme fikrimizce, yalnızca SerPK ile TTK arasındaki normatif bütünlüğü sağlamakla kalmayacak, aynı zamanda AB’nin UCITS (2009/65/EC) direktifine uyum açısından da Türk sermaye piyasası mevzuatını güçlendirecektir.

Öğretide yer alan ve sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde yapılan başka bir değerlendirmede, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının yatırımcı tarafından tercih edilmesinin nedenleri; ortaklığa, kanun tasarısında belirtildiği üzere, yatırımcının dilediğinde girip çıkabileceği, paylarını piyasadaki arz talep dengesine göre değil satım zamanındaki envanter değerinden satmasının mümkün olduğu ve en önemlisi yatırımcının ortak sıfatıyla pay sahipliği haklarını elde edebildiğinden dolayı güvende hissettiği bir yapı olmasıdır⁴²¹.

Avrupa ülkeleri arasında yer alan Lüksemburg ve Fransa gibi ülkelerin hukuk sistemlerinde, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları açısından benzer özel hükümler düzenlenmiştir⁴²². Bu ortaklıklar Türk hukukunda olduğu gibi yalnızca yatırım ortaklığı olarak faaliyet gösteren anonim ortaklıklar olarak kabul edilmiştir. Genel ilke olarak, birçok hukuk sisteminde değişken sermayeli anonim ortaklığa izin verilmemiştir. Örneğin Fransa hukukunda anonim ortaklıklar değişken sermayeli olarak düzenlenemez⁴²³. Türk

⁴²⁰ Bahtiyar, *Makaleler II*, 323; Aynı doğrultuda, Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 173; Erdoğan Moroğlu, *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarısı, Değerlendirme ve Öneriler*, (Ankara: Türkiye Barolar Birliği, 2006), 7 vd.

⁴²¹ Bahtiyar, *Makaleler II*, 323.

⁴²² Eero Nikkanen, "Variable Capital Investment Companies in Luxembourg and Ireland: Frameworks for Finnish Reform." *Helsinki Law Review*, 19/ 1(2025): 18–43. <https://doi.org/10.33344/vol19iss1pp18-43>.

⁴²³ France, Code de commerce, arts. L.231-1 à L.231-6. 2025. <https://www.legifrance.gouv.fr/codes/id/LEGISCTA000006178052/> (E.T. 25.10.2025)

mevzuatında da değişken sermayeli şekilde kurulabilecek tek ortaklık çeşidi, yatırım ortaklığıdır⁴²⁴.

Dünyada en yaygın kolektif yatırım kuruluşu özelliğini taşıyan değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, farklı ülkelerde genellikle ya trust yapısı ya da sözleşmeye dayanan kolektif yatırım kuruluşları ile varlıklarını devam ettirmektedir⁴²⁵. Açık uçlu yatırım araçlarının diğer türleri olan yatırım fonları ve trustlar'da olduğu gibi, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında da yatırım amacıyla oluşturulan portföyün değeri değişkendir. Ancak bu iki araçtan farklı olarak, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları; yatırım araçlarının tamamının bir arada olduğu portföyün, tüzel kişiliğe sahip bir yapı tarafından işletildiği hukuki bir model olarak değerlendirilmektedir⁴²⁶. Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, yatırım fonuna benzer şekilde faaliyetlerini yerine getirmektedir. Bu görüş çerçevesinde değişken sermayeli ortaklık, yatırım fonunun ortaklık statüsüne sahip olması şeklinde değerlendirilmiştir. Ortaklık statüsü, değişken sermayeli ortaklığın kurucular ve yatırımcılarına yeni imkânlar sunsa dahi bu yapı özellikleri itibarıyla yatırım fonuna benzemektedir⁴²⁷. Açıkçası bu ortaklıklar faaliyetleri ve işleyişleri açısından incelendiğinde yatırım fonu özellikleri taşıdığını söylemek mümkündür.

Okat'a göre, Türkiye'de yatırım fonları paylarının her zaman alım satıma açık olması ve geri alım fiyatının borsa dalgalanmalarından etkilenmemesi sebebiyle, yatırım ortaklıklarına kıyasla avantaj sağlamıştır⁴²⁸. Yatırım ortaklıklarının avantajı ise, yatırımcılarına ortaklık hakları sağlamalarıdır. Değişken sermayeli yatırım ortaklığı modeli, her iki modelin (yatırım ortaklığı ve yatırım fonları) avantajlarını yapısında toplamaktadır⁴²⁹. Fakat bu ortaklıklarda önemli kararların alınması için genel kurul toplantılarında yatırımcıların onayının gerekliliği ve yatırımcıların bu toplantılara iştirak etmemesi kararların alınamaması, bunun sonucunda ise ortaklık faaliyetlerinin aksaması

⁴²⁴ 6362 sayılı SerPK ve 6102 sayılı ilgili TTK Hükümleri. Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 160.

⁴²⁵ Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*,19; Mark St. Giles, Ekaterina Alexeeva ve Sally Buxton, *Managing Collective Investment Funds* (İngiltere: Cadogan Financial, 2000), 29.

⁴²⁶ Altay, "Değişken Sermayeli", 197-198.

⁴²⁷ Günel ve Okat, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, 297.

⁴²⁸ Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*,38.

⁴²⁹ Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*,38.

sorunu ortaya çıkabilecektir⁴³⁰. Bu durum ise ortaklıklar açısından önemli bir dezavantaj olarak karşımıza çıkmaktadır.

Birleşik Krallık'ta başlangıçta yürütülen açık uçlu yatırım ortaklığı ile ilgili çalışmalara göre, bu ortaklık yatırımcının talebi üzerine net varlık değerine göre hesaplanan bir fiyat üzerinden pay senetleri itfa edilebilen değişken sermayeli bir ortaklık niteliğinde olacaktır. Bu temel üzerine organize edilen yatırım araçları, halihazırda Kuzey Amerika'da ve Avrupa'nın birçok bölgesinde mevcuttur. Benzer nitelikte, esnek bir aracın Birleşik Krallık'ta da sağlanmasıyla birlikte sektör, denizaşırı yatırımcıların ülkeye yönelmesinin teşvik edileceğine inanmaktadır. Bir open-ended investment companies (OEIC)'nin Şirketler Yasası uyarınca kurulmuş bir kurumsal yapı mı yoksa yeni bir ortaklık türü mü olduğu tartışılmış ve bu konuda ayrı bir düzenleme yapılıp yapılmaması gerektiği konusunda belirsizlik yaşanmıştır. Bu tartışmalar sonucunda ikinci yaklaşım benimsenmiş; yönetmeliklerde, Şirketler Kanunları kapsamı dışında kalan bağımsız özel amaçlı bir kurumsal düzenleme oluşturulmuştur⁴³¹.

2.2.2.2. Ortaklığın Yönetimi

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına dair düzenlemeler; yönetime ilişkin kurallar, ortaklığın idaresine ilişkin kurallar ve ortaklığın portföyünün idaresine ilişkin kurallar olarak iki kısımda incelenebilir⁴³². İlk kısım düzenlemeler değişken sermayeli yatırım ortaklığının anonim ortaklık olarak yönetimini ve kısmen ortaklığın sahip olduğu ticari işletmenin yönetimi ile ilgiliyken; ikinci kısım ise bu ortaklığın en önemli mal varlığı unsuru olan portföyün yönetimine ilişkindir⁴³³.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında yönetim yapısına ilişkin hükümler, yönetim kurulu üyelerinin ve tüzel kişi temsilcilerinin özelliklerine (III-48.5 sayılı Tebliğ m. 58/1-

⁴³⁰ Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 40.

⁴³¹ Hodge, "Open-Ended Investment Company", 323.

⁴³² Altay, "Değişken Sermayeli", 214.

⁴³³ Altay, "Değişken Sermayeli", 214.

2)⁴³⁴ ve yeniden atanmalarına (III-48.5 sayılı Tebliğ m. 58/4)⁴³⁵, murahhasın yükümlülüğünün kapsamına (III-48.5 sayılı Tebliğ m. 58/3)⁴³⁶ ve genel müdürün hukuki konumuna ilişkindir.

III-48.5 sayılı Tebliğ’de geçen yönetici vasıflarına dair hükümler tecrübe ve uzmanlığa ilişkindir. Söz konusu hükümler ile alanında tecrübe sahibi olan ortaklığın yöneticilerinin menkul kıymet yatırım ortaklığını üstün piyasa bilgisiyle yönetmesi ile yatırımcılar bir külfete girmeden bu uzmanlıktan yararlanacaklardır. Buna göre değişken sermayeli yatırım ortaklığında yönetim kurulu, SPK düzenlemeleri ile TTK hükümleri çerçevesinde görevini yerine getirir. Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun dört yıllık yükseköğretim kurumlarından mezun olması gerekmektedir. Bu üyelerden de en az birinin işletmecilik ya da finansal piyasalar alanında asgari beş yıllık tecrübeye sahip olmaları zorunludur.

III-48.5 sayılı Tebliğ’in 59. maddesinde, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında genel müdürün organ olarak yer aldığı belirtilmiştir. Fakat ortaklık portföyünün yönetimine dair bütün hizmetlerin dışardan alınması durumunda değişken sermayeli yatırım ortaklığına genel müdür atama zorunluluğu bulunmamaktadır. Ortaklığa genel müdür atandığında bu kişinin hem yönetim kurulu üyesi hem de portföy yöneticisi olarak görev yapmasına bir engel yoktur.

⁴³⁴ “(1) Yönetim kurulu, Kurul düzenlemeleri ile TTK’nın ilgili maddeleri çerçevesinde seçilir ve görev yapar. (2) Değişken sermayeli ortaklıklarda görev alacak yönetim kurulu üyelerinin, 46 ncı maddenin birinci fıkrasının (e) bendi dışındaki bentlerinde; tüzel kişi yönetim kurulu üyeleri tarafından TTK’nın 359 uncu maddesinin ikinci fıkrası kapsamında belirlenen gerçek kişilerin ise 46 ncı maddenin birinci fıkrasının (e) ve (g) bentleri dışındaki bentlerinde yer alan şartları taşımaları gerekmektedir. Ayrıca yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun dört yıllık yükseköğrenim kurumlarından mezun olmuş olmaları ve en az birisinin finansal piyasalar veya işletmecilik alanında en az beş yıllık tecrübeye sahip olması zorunludur. Bu zorunluluğun değerlendirilmesinde, tüzel kişi yönetim kurulu üyeleri tarafından TTK’nın 359 uncu maddesinin ikinci fıkrası kapsamında belirlenen gerçek kişiler de dikkate alınır”.

⁴³⁵ “Yönetim kurulu üyeliği görevine yeni bir atama yapılması halinde atamaya ilişkin karar, atanan kişinin ikinci fıkrada yer alan ilgili şartları sağladığını tevsik eden belgelerle birlikte atamayı takip eden en geç 10 iş günü içinde SPL’ye gönderilir. Tüzel kişi yönetim kurulu üyeleri tarafından TTK’nın 359 uncu maddesinin ikinci fıkrası kapsamında belirlenen gerçek kişiler, belirlenen kişinin ikinci fıkrada yer alan ilgili şartları sağladığını tevsik eden belgelerle birlikte, TTK’nın 359 uncu maddesinin ikinci fıkrası kapsamında yapılan tescile ilişkin ilanı takip eden en geç 10 iş günü içinde SPL’ye bildirilir”.

⁴³⁶ “Yönetim kurulu üyeleri veya yönetim kurulunca yetkilendirilmiş olması halinde ilgili murahhas üye, bu Tebliğde yer verilen portföy sınırlamaları ve kamuyu aydınlatmaya ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmesinden sorumludur. Bu sorumluluk, 60 ıncı madde kapsamında dışarıdan hizmet alınması halinde de devam eder”.

Yönetim kurulu, III-48.5 sayılı Tebliğ'in 15/4. maddesi uyarınca portföy sınırlamalarına uygun hareket etmekle, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmekle ve KAP'ta ilan edilmesi gereken bilgi ve belgeleri eksiksiz, doğru ve güncel biçimde yayımlamakla yükümlüdür. Bu görevler, yönetim kurulu üyeleri tarafından bizzat veya kurul tarafından yetkilendirilen murahhas üye aracılığıyla yerine getirilir (m.74/4). Ayrıca Kurul, kurucu pay sahiplerine karşı değişken sermayeli yatırım ortaklığının genel durumu hakkında sorumludur. Bu arada yönetim kurulu, her ne kadar ortaklığın portföyünün, portföy yönetim ortaklığınca işletilmesi ve portföy saklama kuruluşu tarafından saklanmasında temel sorumluluğa sahip olmasa da bu aşamaların özenle yürütülüp yürütülmediğini incelemekle yükümlüdür.

2.2.2.3. Ortaklığın Kuruluşu ve Kuruluş Şartları

Değişken sermayeli yatırım ortaklığı SPK'nın izni ile kurulabilir. Ortaklığın kuruluşu anonim ortaklığın kurulmasına dair hükümlerle birlikte, ilgili III-48.5 sayılı Tebliğ'de yer alan “kuruluşa özgü olan şartlar⁴³⁷” ve “kurucuların özelliklerine dair şartlar” olmak üzere iki grupta sıralanan koşullara tabidir⁴³⁸ (III-48.5 sayılı Tebliğ m. 45-46). Bu yatırım ortaklığı, doğrudan ortaklık türüne özgü kuruluş sürecinin yürütülmesi ile oluşturulabileceği gibi, mevcut bir sabit sermayeli yatırım ortaklığın bu yapıya dönüştürülmesi yoluyla da kurulabilir (III-48.5 sayılı Tebliğ m. 79/3)⁴³⁹. Bu dönüşüm

⁴³⁷ “(1) Değişken sermayeli ortaklıkların kuruluşlarının Kurulca uygun görülebilmesi için; a) Anonim ortaklık şeklinde kurulması, b) Kurucularının, ortaklığın net aktif değerini, bu Tebliğde belirtilen süre ve esaslar dahilinde yatırımcı payları ihracıyla asgari olarak 4 milyon TL'ye artıracaklarını Kurula taahhüt etmiş olması, c) Başlangıç sermayesinin 2 milyon TL'den az olmaması, ç) Paylarının nakit karşılığı çıkarılması ve pay bedellerinin tam ve nakden ödenmesi, d) Ticaret unvanında “Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı” ibaresine yer vermesi, e) 59 uncu maddenin ikinci fıkrası hükmü saklı kalmak üzere genel müdür ile yönetim kurulu üyelerinin belirlenmiş olması ve bu kişilerin bu Tebliğde öngörülen şartları taşımaları, f) Kurucularının bu Tebliğde öngörülen şartları haiz olması, g) Esas sözleşmesinin Kanun, bu Tebliğ ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olması, ğ) Kurulca yetkilendirilmiş bir kuruluşun portföy saklama hizmetini yürütmek üzere belirlenmiş olması, zorunludur. (2) Değişken sermayeli ortaklık tarafından işletme adı kullanılmak istenmesi halinde, işletme adında ortaklık portföyü türüne ve “DSYO” kısaltmasına yer verilmesi zorunludur. (3) İstenmesi halinde esas sözleşmede azami sermaye miktarına yer verilebilir”.

⁴³⁸ Altay, “Değişken Sermayeli”, 200.

⁴³⁹ “Sabit sermayeli ortaklıkların değişken sermayeli ortaklıklara dönüşümlerinde, sabit sermayeli ortaklıkta imtiyazlı pay sahibi olan ortaklar değişken sermayeli ortaklıkta kurucu paylara sahip ortak olurlar. Sabit sermayeli ortaklığın sermayesini temsil eden paylar içerisinde imtiyazlı pay bulunmaması halinde yönetim kontrolüne sahip ortaklar değişken sermayeli ortaklıkta kurucu paylara sahip olurlar.”

SPK'nın izniyle yapılacak ana sözleşme değişikliği yoluyla oluşabilecek bir tip değişimi niteliğindedir.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 45/1 hükmü çerçevesinde, kurucu paylarından meydana gelen başlangıç sermayesi en az 30 milyon TL olmalıdır. Ayrıca kurucuların, yatırımcı paylarının ihracıyla net aktif değeri 60 milyon TL'ye çıkarmayı ana sözleşmede taahhüt etmeleri zorunludur. Bunun yanı sıra, sermayenin altı ay içinde en az bu değere, yani 60 milyon TL'ye çıkarılmaması, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78 uyarınca ortaklık sona erme sebebi kabul edilmiştir. Bu ortaklık türü, her ne kadar yatırımcılar tarafından diğer yatırım fonlarına göre daha az tercih edilse dahi, mevcut enflasyon değerleri çerçevesinde ilgili değerler devamlı olarak güncellenmelidir. Ayrıca kanımızca, öneminden dolayı burada yer alan ortaklığın sona ermesine ilişkin düzenleme bir kanun maddesi ile SerPK'da yer alması gerekmektedir. Bunlara ek olarak, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 45/ç bendi çerçevesinde kurucu paylarının nakit sermaye olarak çıkarılması ve ortaklığın ticaret sicili tescilinden evvel bu sermaye taahhüdünün tamamının ödenmesi zorunludur.

Değişken sermayeli yatırım ortaklığının ticaret unvanında “*Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı*” ibaresi bulunmak zorundadır. Ayrıca, ortaklık ticari işletme adı kullanacaksa bu işletme adında “*DSYO*” kısaltmasına ve portföyün çeşidine yer verilmelidir⁴⁴⁰ (III-48.5 sayılı Tebliğ m. 45/2). Ortaklığın kuruluşu sırasında kuruculara dair şartların yerine getirilmesi (III-48.5 sayılı Tebliğ m. 46) yönetim kurulu üyelerinin ve atandığı zaman genel müdürün, tecrübe ve uzmanlığa ilişkin birtakım şartları taşıması gerekir (Tebliğ m. 48-49). Bunlara ek olarak kuruluş aşamasında, ortaklığın portföy saklama hizmetini hangi kuruluştan alacağını SPK'ya bildirmesi zorunludur. Bu bildirim, Tebliğ uyarınca açıkça bir kuruluş şartı olarak düzenlenmiştir⁴⁴¹. Kuruluşa dair tüm şartlar yerine getirilerek bu durum belgelenmelidir. Ayrıca ortaklık SPK'dan ve ilgili Bakanlıktan izin alarak ticaret siciline tescil edilecektir (III-48.5 sayılı Tebliğ m. 47).

⁴⁴⁰ “(2) Değişken sermayeli ortaklık tarafından işletme adı kullanılmak istenmesi halinde, işletme adında ortaklık portföyü türüne ve “*DSYO*” kısaltmasına yer verilmesi zorunludur. (3) İstenmesi halinde esas sözleşmede azami sermaye miktarına yer verilebilir”.

⁴⁴¹ Türkiye’de Takasbank dışında saklama Türkiye Emlak Katılım Bankası AŞ., Tera Yatırım Kalkınma Bankası AŞ. gibi kuruluşlara ve bazı bankalara verilmiştir.

2.2.2.4. Ortaklığın Faaliyet ve İşlemleri

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında temel faaliyet ve işlemler, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 41 (1) ve (2) fıkralarına göre, özellikle (1) fıkra da sayılan⁴⁴² varlıklardan meydana gelen portföyün işletilmesi ve gerektiğinde portföyde değişiklikler yapılmasıdır.

Bu ortaklıklar, SerPK m. 50/3 hükmüne göre paylarını yatırımcılara ihraç eder ve bu ihraç edilen payları itfa eder. Buna göre ortaklık, pay sahibinin isteği doğrultusunda payları itfa etmek ve ortaklığın sermayesinde buna karşılık olan pay bedellerini ödemekle sorumludur. Payların itfasına dair usullere esas sözleşmede yer verilir. Esas sözleşmedeki hususlara göre yatırım ortaklığının pay malikinden gelen iade ve bedel isteğini kabul etmemesi olanaklı değildir. Ayrıca ortaklık sermayesinde paya karşılık gelen net değeri geri ödemek mesuliyeti altındadır.

AB Direktiflerinde yer verilen değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının yapısal nitelikleri, üye ülkelerin kendi hukuk sistemlerine göre şekillenmektedir⁴⁴³.

SerPK m. 50'ye göre, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının paylarının itibari değerinin olmayacağı hükme bağlanmıştır. Bunun nedeni, ortaklık sermayesinin devamlı olarak değişikliğe uğramasıdır. Bu değişken yapı, payların sabit bir itibari değerinin olmasını engellemektedir⁴⁴⁴. Buna göre, değişken sermaye sisteminde sermayenin artırılması ve azaltılması, sabit sermaye sistemine özgü uzun ve ayrıntılı usullere tabi olmaksızın gerçekleştirilmektedir. Sabit sermaye sistemine dair hükümlere tabi olmadan, mevcut pay sahiplerine ya da üçüncü kişilere verilmek üzere yeni pay ihraç ederek

⁴⁴² “a) Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulan ihraççılara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları. b) 7/8/1989 tarihli ve 89/14391 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe giren Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ile ihraççı payları. c) 12 aydan uzun vadeli olmamak üzere vadeli mevduat ve katılma hesabı. ç) Borsada işlem görmeleri kaydıyla; altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları. d) Yatırım fonu katılma payları. e) Repo ve ters repo işlemleri. f) Kira sertifikaları. g) Gayrimenkul sertifikaları. ğ) Yatırım kuruluşu ve ortaklık varantları ile yatırım kuruluşu sertifikaları. h) Takasbank para piyasası işlemleri. ı) Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri. i) Kurulca uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri. j) Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçları”. Çetin, Töremiş ve Cantimur, 6362 sayılı Sermaye Piyasası, 105.

⁴⁴³ Filippo Annunziata, “Cross-Border Mergers between Investment Funds in Europe: A Complicated Enigma”, (Bocconi Legal Studies Research Paper, October 5, 2019), Social Science Research Network, <https://papers.ssrn.com/abstract=3470794>.

⁴⁴⁴ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 140.

sermaye artırılabilir. Sermayenin azaltılması ise geri ödenmek ve pay bedelleri itfa edilmek yoluyla mümkündür⁴⁴⁵.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında payın gerçek değeri III-48.5 sayılı Tebliğ m. 52/3'e göre "*pay başına net aktif değer*" olarak isimlendirilmektedir ve bu aynı zamanda payın satış değerine de eşdeğerdir. Buradaki değer her gün olarak hesaplanır ve ilan edilir⁴⁴⁶ (Tebliğ m. 52/4). Ancak, Tebliğ 52/7. madde uyarınca pay değerinin hesaplanmadığı bir durumun ortaya çıkması hâlinde, payların satışı geçici olarak durdurulur.

2.2.2.5. Kurucuların Nitelikleri ve Kuruluşa Dair İşlemler

Kurucu paylarına sahip olan değişken sermayeli gerçek ve tüzel kişi ortaklarında bulunması zorunlu olan hususlar III-48.5 sayılı Tebliğ m. 46'da belirtilmiştir⁴⁴⁷.

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına ilişkin III-48.5 sayılı Tebliğ m. 47'ye göre ilerde kurulması istenen değişken sermayeli ortaklıkların kurucularının, şekli ve esasları SPK

⁴⁴⁵ Nomer, Yatırım Ortaklıkları, 160.

⁴⁴⁶ Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin m. 74/3'e göre "*Savaş, doğal afetler, ekonomik kriz, iletişim sistemlerinin çökmesi, ortaklık portföyündeki varlıkların ilgili olduğu pazarın, piyasanın, platformun kapanması, bilgisayar sistemlerinde meydana gelebilecek arızalar, ortaklık portföyünün mali durumunu etkileyebilecek önemli bir bilginin ortaya çıkması gibi olağanüstü durumların meydana gelmesi halinde, değerlendirme esaslarının tespiti hususunda değişken sermayeli ortaklık yönetim kurulu karar alabilir. Bu durumda değerlendirme esaslarının gerekçeli olarak karar defterine yazılarak, Kurula ve portföy saklama kuruluşuna bildirilmesi zorunludur. Ayrıca söz konusu olaylarla ilgili olarak KAP'ta açıklama yapılır*".

⁴⁴⁷ "*Müflis olmaması, konkordato ilân etmiş olmaması ya da hakkında iflasın ertelenmesi kararı verilmiş olmaması, b) Faaliyet izinlerinden biri Kurulca iptal edilmiş kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması, c) Kanunda yazılı suçlardan kesinleşmiş mahkûmiyetinin bulunmaması, ç) Mülga 14/1/1982 tarihli ve 35 sayılı Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname'ye göre kendileri veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması, d) 26/9/2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 53 üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile; kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmaması, e) Kuruluş için gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan arı olarak sağlamaları ve taahhüt ettikleri sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olmaları, f) İşin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması, g) Muaccel vergi borcu bulunmaması, ğ) 7/2/2013 tarihli ve 6415 sayılı Terörizmin Finansmanının Önlenmesi Hakkında Kanunda düzenlenen suçlardan mahkûm olmaması, h) Kanunun 101 inci maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi uyarınca işlem yasaklı olmaması, şarttır*".

tarafından tespiti yapılacak kuruluş başvuru formu ve bu formda ifade edilen hususlarla birlikte SPK'ya başvuruları zorunludur. Kurul, yapılan bu başvuruyu 6362 sayılı Kanun ve ilgili Tebliğ hükümlerine uygunluk açısından kontrol edecektir. Eğer Kurul başvuruyu kabul ederse, kurucular kuruluşun onaylanma isteği ve sermayenin Tebliğ hükümlerine uygun olarak ödenmiş olduğunu ispatlayan belgeler ve gerekli tüm belgelerle birlikte Ticaret Bakanlığına başvurabilir.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, ilişkin III-48.5 sayılı Tebliğ m. 47 hükmü çerçevesinde Bakanlığın kuruluş iznini onaylamasından sonra, TTK'nın ilgili hükümlerine uygun olarak ticaret siciline tescil ile tüzel kişilik kazanırlar. Bundan sonra, ana sözleşmenin konuya ilişkin Kurul iznini izleyen günden itibaren en geç 30 gün içinde ticaret siciline tescil ettirilmesi ve TTSG'de ilan için başvurulması yasal bir zorunluluktur. Ayrıca ilanı gösteren TTSG'nin bir nüshasının ilan tarihini takip eden altı iş günü içinde Kurula gönderilmesi şarttır.

2.2.2.6. Payların Türleri ve İtfası

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 45/1 uyarınca, değişken sermayeli yatırım ortaklığının kuruluşunun tescil edilmesinden evvel payların bedelinin tam ve nakit şeklinde ödenmiş olması zorunludur⁴⁴⁸.

III-48.5 sayılı Tebliğ m.52/1'e göre, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında sermayenin ortaklığın net aktif değerine eşit olması nedeniyle, kurucu payları ve yatırımcı payları itibari değere sahip değildir. Bundan dolayı itibari değer farklılaşabildiği ve farklılaşmanın payın gerçek değerini etkilediği, tipik anonim ortaklıktan farklı olarak, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarda payın değeri değişmeyeceği için, her payın değerinin diğer her bir paya eşit olduğu kabul edilebilir⁴⁴⁹. Gerçekten tipik bir anonim ortaklıkta itibari değer esas sözleşmeyle değiştirilmediği sürece sabit olmasına karşın, gerçek değer her zaman değişken olacaktır. Uygulanan değerlendirme yönteminin seçimi ve

⁴⁴⁸ “ç) Paylarının nakit karşılığı çıkarılması ve pay bedellerinin tam ve nakden ödenmesi”,

⁴⁴⁹ Altay, “Değişken Sermayeli”, 209. Burada farklı olarak ilgili tebliğin 57. maddesine göre portföy yönetim ücreti, pazarlama satış dağıtım ücreti ve/veya portföye giriş-çıkış komisyonu uygulanmak suretiyle farklı pay grupları oluşturulabileceği ve bu ücretlerin ve komisyonların, değişken sermayeli ortaklık, portföy yöneticisi, değişken sermayeli ortaklık payı alım satımını yapan kuruluşlar ve portföy saklama kuruluşu arasında paylaşılabilirliği öngörülmüştür. Farklı pay grupları olarak TTK m.478 'e göre imtiyazlı paylardan bahsedilmemektedir. Altay'a göre pay gruplandırılması daha çok portföy gruplandırmasının değişken sermayeli yatırım ortaklığına özgü olan bir şeklidir.

bu yöntemin hangi zaman dilimi açısından uygulandığı, payın değerinde farklı sonuçlar doğurabilir. Değerleme zamanının öncesi veya sonrasına göre yapılan ölçümler, farklı değer tespitlerine yol açabilir⁴⁵⁰.

Yatırım ortaklıkları paylarını, net varlıklarının tedavülde olan pay sayısına bölünmesi ve ilgili masraf ve komisyonların eklenmesi yoluyla tespit edilen bedel üzerinden ihraç edebilir⁴⁵¹. Bu ortaklıklarda pay senedi iade edildiğinde, payın değeri, iade edilen bedel yatırım ortaklığının net mal varlığının tedavülde bulunan pay sayısına bölünmesi ayrıca ilgili masraf ve komisyonların çıkarılmasıyla hesaplanmaktadır⁴⁵². Ortaklığın net mal varlığı, mal varlığının işlem değerinden, yani ortaklık mal varlığına dahil edilen yatırım araçlarının işlem değerinin toplamından, ortaklıkların tüm borçlarının ve ortaklığın tasfiyesi halinde ihtimal dahilinde ödenecek olan vergilerin düşülmesi suretiyle meydana gelen değerdir⁴⁵³.

6362 sayılı SerPK’da değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında pay türleri, kurucu ve yatırımcı payları olarak ikiye ayrılmıştır. (III-48.5 sayılı Tebliğ m. 50/II). III-48.5 sayılı Tebliğ m. 53/ (1)’e göre, değişken sermayeli yatırım ortaklığı payları nama ya da hamiline yazılı olarak ihracı yapılabilen yatırımcı payları ve nama yazılı olması zorunlu kurucu paylarından meydana gelmiştir. Bu maddenin ikinci ve üçüncü fıkralarında, kurucu ve yatırımcı payı sahiplerine tanınan haklar ayrıntılı biçimde düzenlenmiştir. Ayrıca maddenin son fıkrasında kurucu ve yatırımcı paylarının yeni pay alma hakkına sahip olmadığı belirtilmiştir.

2.2.2.6.1. Kurucu Payları

Değişken sermayeli yatırım ortaklığının kurucu payları, sermaye taahhüdünü yerine getirerek yatırım ortaklığının kuruluşunu gerçekleştiren kişilere tahsis edilen paylardır⁴⁵⁴. Bundan dolayı kurucu paylarının sahipleri, yatırım ortaklığı ilk kurulurken yeterli asgari sermayeyi ortaklığa sağlayan gerçek veya tüzel kişilerdir.

⁴⁵⁰ Altay, “Değişir Sermayeli”, 210.

⁴⁵¹ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 161.

⁴⁵² Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 161.

⁴⁵³ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 161.

⁴⁵⁴ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 140; Altay, “Değişir Sermayeli”, 210.

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 53/2'ye göre kurucu paylarına ilişkin “*kurucu payları sahibine, kâr payı, tasfiyeden pay alma, genel kurula katılma, genel kurulda oy kullanma, bilgi alma ve inceleme, özel denetim isteme, genel kurul kararlarının iptali için dava açma ve azlık hakkı tanır. Her bir kurucu payı, sahibine, genel kurulda bir oy hakkı tanır*” hükmü düzenlemiştir. Her bir kurucu payı için bir oy kullanılması esas bir taraftan pay başına bir oydan daha az nicelikte oy kullanılmasını (TTK m. 434/1) engeller ve oyda imtiyazın söz konusu olmayacağına da işaret eder. Bu hakların her birinin kullanılmasının şartları SerPK m. 50 ve m. 51 hükümleri ile Tebliğ’de aksi belirtilmedikçe TTK m. 407 vd. hükümlerine göre belirlenir⁴⁵⁵.

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 54/3 hükmüne göre, yatırım ortaklığının kuruluşundan sonra dahi, SPK’dan izin almak şartıyla ve genel kurul tarafından verilecek bir kararla yeni kurucu payı ihracı söz konusu olabilir. Dolayısıyla kurucu payları kuruluş sırasında ya da sonradan yapılacak sermaye artırımını yoluyla çıkarılabilir. Sermaye artırımını yoluyla ihraç edilecek olan yeni kurucu paylarının, mevcut kurucu ortaklara ya da üçüncü kişilere tahsis edilmesi imkânı da vardır⁴⁵⁶. III-48.5 sayılı Tebliğ m. 53/4’e göre kurucu paylara yeni pay alma hakkı tanınmamıştır. Ancak öğretide Altay’a göre ortaklık genel kurulunun aynı yönde kararı ile yeni çıkarılan kurucu ya da yatırımcı paylarının halihazırdaki kuruculara veya yatırımcılara tahsisi mümkündür⁴⁵⁷.

SerPK m. 50/II fıkrası uyarınca kurucu paylarının devri ve itfası SPK’nın iznine bağlı tutulmuştur. Kurulun izni olmaksızın yapılan kurucu pay devirlerinin pay defterine yazılamayacağı, izin alınmadan yapılan kayıtların hükümsüz olacağı kabul edilmiştir.

2.2.2.6.2.Yatırımcı Payları

Yatırımcı payları, pay sahibine idari haklar sağlamayan paylardır⁴⁵⁸. III-48.5 sayılı Tebliğ m. 53/3 hükmüne göre, yatırımcı payları sahibine yalnızca kâr payı ve tasfiyeden pay alma hakkı tanır. Bundan başka genel kurula katılma ve genel kurulda oy kullanma da içinde olmak üzere başka bir hak tanımaz. Tebliğ’de belirtildiği gibi, idari haklar denildiğinde öncelikle genel kurula katılma, oy kullanma ve genel kurul kararlarının iptali

⁴⁵⁵ Altay, “Değişir Sermayeli”, 210.

⁴⁵⁶ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”,139-140; Altay, “Değişir Sermayeli”, 211.

⁴⁵⁷ Altay, “Değişir Sermayeli”, 211.

⁴⁵⁸ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”,140; Altay, “Değişir Sermayeli”, 211.

için dava açma hakları akla gelir. Bu paylarla ilgili olarak kanun koyucu, ortaklık yönetimine katılma amacı taşımayan, sadece maddi kazanç sağlamak için pay senedine yatırım yapan kişileri göz önüne almıştır⁴⁵⁹.

Yatırımcı payları, değişken sermayeli yatırım ortaklığının tüzel kişilik kazanmasının ardından ihraç edilir. Çünkü kuruluş aşamasında halka arz yasaktır ve başlangıç sermayesi yalnızca kurucu paylarından oluşur⁴⁶⁰. Yatırımcı payları hem nama hem de hamiline olarak yazılabilir⁴⁶¹. Bu paylara tanınan hakların kapsamı, kurucu paylara kıyasla daha sınırlıdır.

Yatırımcı payı sahipleri, sahip oldukları paylar sayesinde yalnızca gelir elde edebilirler. Ancak klasik pay sahiplerinden farklı olarak, yatırımcı payı sahipleri genel kurulda oy kullanamaz, dolayısıyla yatırımın sonuçlarını belirleyecek idari süreçlerde etkin bir rol üstlenemezler. Ayrıca kurucu paylarında olduğu gibi yatırımcı paylarına ilişkin rüçhan hakkı bulunmamaktadır. Bununla birlikte, III-48.5 sayılı Tebliğ'in 54/3. maddesi uyarınca, bu kısıtlama; yeni ihraç edilecek payların halka arzı veya yatırımcı pay sahibinin de dâhil olduğu nitelikli yatırımcılara tahsisi halinde, söz konusu pay sahibinin yeni yatırımcı paylarını ya da kurucu paylarını edinmesine veya bu payları devralmasına engel teşkil etmez⁴⁶².

Yatırımcı paylarının yatırımcılara satışı, halka arz edilmesi, payların belirli bir yatırımcı grubuna ya da nitelikli yatırımcılara tahsisi ile gerçekleşir⁴⁶³. SPK'nın tasdikine bağlı

⁴⁵⁹ Nomer Ertan, "6362 Sayılı Sermaye Piyasası", 140.

⁴⁶⁰ Bu durum Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğ m. 45/1-b bendine göre "Kurucularının, ortaklığın net aktif değerini, bu Tebliğde belirtilen süre ve esaslar dahilinde yatırımcı payları ihracıyla asgari olarak 4 milyon TL'ye artıracığını Kurula taahhüt etmiş olması" ve aynı tebliğde geçen m.54'te açıklanmıştır.

⁴⁶¹ Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 53/1. maddesine göre "Değişken sermayeli ortaklık payları nama veya hamiline yazılı olarak ihraç edilebilen yatırımcı payları ile nama yazılı olması zorunlu olan kurucu paylarından oluşur".

⁴⁶² Altay, "Değişken Sermayeli", 212. "(3) Kurucu payları kuruluştan sonra da Kurulun izni ve genel kurul kararıyla mevcut kurucu ortaklara veya üçüncü kişilere tahsis edilmek üzere ihraç edilebilir".

⁴⁶³ III-48.5 sayılı Tebliğ m. 49/1.

olarak izahname⁴⁶⁴, ihraç belgesi⁴⁶⁵ ve yatırımcı bilgi formu⁴⁶⁶ hazırlanır. Ayrıca bunlar KAP’da yayımlanır⁴⁶⁷. Yatırımcı payları karşılığında yatırımcılardan toplanan tüm varlıkların, takip eden iş günü içerisinde izahnamede tespit edilen varlıklara ve işlemlere yatırılması yasal zorunluluktur.

Yatırımcı payı sahipleri, paylarını istediklerinde değişken sermayeli yatırım ortaklığına iade edebilirler. Bu kapsamda pay sahibinin kullandığı hak, hukuken yenilik doğurucu bir haktır⁴⁶⁸. Pay sahibinin, payını iade etme iradesini ortaklığa bildirmesiyle birlikte, taraflar arasında payların net aktif satış değeri üzerinden belirlenen bir sözleşme ilişkisi doğar. Öğretide, bizim de katıldığımız görüşe göre, bu sözleşme pay devri sözleşmesinin şartlarını taşıyan sui generis bir sözleşme niteliğindedir⁴⁶⁹. Bu kapsamda yatırımcıya pay başına düşen net aktif değeri tutarı tam ve nakden ödenir. (III-48.5 sayılı Tebliğ m. 56) Başka önemli bir husus olarak, payın değişken sermayeli yatırım ortaklığı tarafından iade alınması hâlinde, anonim ortaklıkların kendi paylarını edinmesine ilişkin TTK hükümleri uygulanmaz. Bu durum, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının kendine özgü hukuki yapısından kaynaklanmaktadır⁴⁷⁰.

AB Hukukuna göre, yatırım ortaklıklarının karşılıkları nakden ödenen payları geri almasının şartları genel olarak belirlenmiştir⁴⁷¹. AB’ye üye ülkeler, yatırım ortaklıklarının ana sözleşmelerinde, pay ihraç ve iadelerinin durdurulabileceği halleri, AB Hukuku ile

⁴⁶⁴ İzahname, yatırım ortaklığına ortak olmak isteyen yatırımcılara belli konularda bilgi aktarmak gayesini taşıyan bir kamuyu aydınlatma belgesidir. İzahnamede yer alan hususlar esas olarak ortaklığın kuruluş tarihi, çalışma konusu ve amacı gibi ortaklığı açıklayan bilgiler, halka arza ilişkin bilgiler, risk faktörleri, ortaklığın finansal bilgileri, idari yapı mevcut sermaye ve sermaye piyasası araçları, ortaklığın dahil olduğu gruplar ve vergilendirmeye dair konulardır. Dolayısıyla izahname incelenmeden yatırıma ait kararlar verilmemesi gerekir. (bkz. <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/79>).

⁴⁶⁵ Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında belli bir yatırımcı grubuna tahsisi yapılarak veya nitelikli yatırımcılara yapılacak pay satışlarında izahname yerine ihraç belgesi düzenlenebilir. İhraç belgesi sermaye piyasası araçlarının niteliği ve satış koşulları hakkında bilgiler içeren bir ilan olarak tanımlanabilir. (bkz. <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/79>).

⁴⁶⁶ Yatırımcıların ortaklık portföyünün yapısını, yatırım stratejisini ve risklerini makul olarak idrak edebilmeleri ve bilgiye bağlı olarak yatırım kararları alabilmeleri amacıyla düzenlenir.

⁴⁶⁷ Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliğinin 3 maddesi (1) h’ya göre kısaca KAP “*Mevzuat uyarınca kamuya açıklanması gerekli olan bilgilerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistemi*” olarak tanımlanabilir (m. 49/6, m. 50/1).

⁴⁶⁸ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 140.

⁴⁶⁹ Altay, “Değişken Sermayeli”, 213.

⁴⁷⁰ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 140.

⁴⁷¹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX%3A32012L0030&>. (E.T. 11.11.2026).

paralel olarak düzenlemiştir⁴⁷². Bu tür durumda, yani pay iadelerinin geçici olarak durdurulabileceği hallerde, yatırım ortaklıkları yetkili kuruluşlarını ve AB denetim makamlarını bilgilendirmekle yükümlüdür⁴⁷³.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında payların günlük olarak alım satımı yapılır. Ancak ortaklık portföyünün çeşidi ve özelliklerine bağlı olarak payların günlük alım satımına SPK tarafından istisna getirilebilir. Yatırımcı paylarının alım satımı Kurul'un düzenlemeleri ile yatırım kuruluşları ve portföy yönetim ortaklıkları tarafından yerine getirilir. (III-48.5 sayılı Tebliğ m. 56/3-4)⁴⁷⁴.

2.2.2.6.3. Payların İtfası

Değişken sermayeli yatırım ortaklığını diğer ortaklıklardan ayıran en önemli özelliği, açık uçlu bir kolektif yatırım kuruluşu olmasıdır. Bu yapı sayesinde, yatırımcı pay sahibi olmakta, ancak aynı zamanda dilediği anda payını değişken sermayeli yatırım ortaklığına iade etme hakkına sahip bulunmaktadır (III-48.5 sayılı Tebliğ m. 56/1). Öğretide Nomer Ertan, bu iade etme hakkının yatırımcının korunmasını sağlayan en önemli haklardan biri olduğunu savunmuştur⁴⁷⁵. Anonim ortaklıklarda payın itfası, kuruluş aşamasında ya da sermaye artırımını sonucunda oluşan payın, genel kurul kararıyla ve bu karara bağlı olarak yetkili makama tescil edilmesi suretiyle ortadan kaldırılmasıdır⁴⁷⁶. Buna karşılık, öğretide atipik⁴⁷⁷ ortaklık türü olarak kabul edilen değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında,

⁴⁷² <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX%3A32012L0030&>.

⁴⁷³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX%3A32012L0030&>.

⁴⁷⁴ “(3) Payların günlük olarak alım satımı esastır. Ortaklık portföyünün türü ve niteliği dikkate alınarak payların günlük olarak alım satımına Kurulca istisna getirilebilir. İzahnamede/ihraç belgesinde ve yatırımcı bilgi formunda şartları belirlenmiş olmak koşuluyla payların yatırımcılar tarafından alım ve satımlarında giriş-çıkış komisyonu uygulanabilir. Elde edilecek komisyon tutarı portföy yöneticisi, yatırımcı paylarının alım satımını yapan kuruluşlar veya portföy saklama kuruluşu arasında paylaştırılabilir. Bu kapsamda uygulanan komisyonlar izahname/ihraç belgesi ve yatırımcı bilgi formunun yanı sıra değişken sermayeli ortaklığın resmî internet sitesinde ve KAP'ta ilan edilir. Yapılan açıklamada, komisyonların hangi şartlar dahilinde yatırımcılardan tahsil edileceği bilgisine ayrıntılı olarak yer verilir. Değişken sermayeli ortaklık, portföy yöneticisi ve yönetim veya sermaye bakımından bunlarla doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkili olanlar tarafından kurulan veya yönetilen fonların katılma paylarının ortaklık portföyüne dahil edilmesi halinde bu fonların katılma paylarının alım satımında giriş ve çıkış komisyonu ödenemez”.

⁴⁷⁵ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 150. Bu görüş çerçevesinde yatırımcı portföy yönetimi konusunda etkili olamasa dahi, bu hak ile yatırımını üçüncü kişilere satmak zorunda kalmayacaktır.

⁴⁷⁶ Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, 284-286; Altay, “Değişken Sermayeli”, 213.

⁴⁷⁷ Altay, “Değişken Sermayeli”, 200-213.

payın itfası için organ kararı veya tescil şartı aranmaz. Bu ortaklıklarda, pay sahibi tarafından ortaklığa yapılan iade işlemiyle birlikte itfa gerçekleşmiş sayılır⁴⁷⁸.

Değişken sermayeli yatırım ortaklığında gerek kurucu payları gerekse yatırımcı payları bakımından, payın ortaklığa iade edilmesi ve bu suretle itfasının gerçekleşmesi, pay sahibine tanınmış bir seçim hakkıdır. Pay sahibi, bu hakkını kullanmak yerine, payını başka bir yatırımcıya devretmeyi de tercih edebilir⁴⁷⁹.

Bununla birlikte, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 56 hükmüne göre, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında payın itfası, özellikle yatırımcı payları açısından temel bir ilke ve zorunluluktur. Ortaklık, yatırımcı pay sahibinden geri aldığı payın bedelini nakden öder ve payı itfa eder. Tebliğ m. 55/ (1)⁴⁸⁰’e göre ise, kurucu paylarının itfa edilebilmesi için, kurucu paylarına malik olan diğer ortakların onaylarının alınması ve itfa sonrasında kuruculara ait pay tutarının başlangıç sermayesinin altına düşmemesi yasal bir zorunluluktur. Kurucu payı miktarı, kurucu ve yatırımcı paylarının tamamına eşdeğer olan net aktif değer, kurucu paylarına düşen oranı esas alınarak tespit edilir. Kurucu paylarının itfası gerçekleştiğinde, itfa fiyatı, itfanın yapıldığı tarihte geçerli olan pay başına net aktif değer olarak kabul edilir.

2.2.2.6.4. Payların Geri Alınması ile İlgili Temel Düzenlemeler

6102 sayılı TTK’nın yürürlüğe girmesinin ardından, 30.12.2012 tarihinde yürürlüğe giren 6362 sayılı SerPK ile çeşitli alanlarda önemli değişiklikler yapılmıştır. Bu kapsamda, pay geri alımlarına ilişkin hükümler de kabul edilerek, uygulamanın sermaye piyasası boyutuna ilişkin hukuki çerçevesi netleştirilmiştir.

⁴⁷⁸ Altay, “Değişken Sermayeli”, 213.

⁴⁷⁹ Altay, “Değişken Sermayeli”, 213. Kurucu payların üçüncü kişilere devri yönünden, yatırımcı payları ihraç edilmeden evvel herhangi bir nispetteki payın devri SPK’nın iznine tabi iken, yatırımcı paylarının ihraç edilmesinden sonra, kontrolün el değiştirmesine neden olan devirler Kurul’un iznine bağlıdır.

⁴⁸⁰ “Kurucu paylarının itfa edilmesi için kurucu paylara sahip diğer ortakların onayının alınması ve itfa sonrasındaki kurucu payı tutarının 45 inci maddenin birinci fıkrasının (c) bendinde belirtilen başlangıç sermayesinin altına düşmemesi zorunludur”. Başlangıç sermayesinin 30 milyon TL’den az olmaması gerekir.

Sermaye ortaklıklarının en önemli özelliğinin ortakların haklarının ve mesuliyetlerinin paylarına göre tespit edilmesi olduğu kabul edilebilir⁴⁸¹. Bu nedenle, pay geri alım işlemleri, ortakların sahip oldukları pay miktarını değiştirdiği için, doğrudan hak ve yükümlülük dengesi üzerinde etkili olmaktadır. Bu çerçevede, konuya ilişkin düzenlemelerin odağında genellikle anonim ortaklıklar, kimi durumlarda ise yalnızca halka açık veya payları borsada işlem gören anonim ortaklıklar bulunmaktadır⁴⁸².

Anonim ortaklıkların kendi paylarını geri almalarına ilişkin hükümler TTK m. 379 vd. düzenlenmiştir. Sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıkları, kendi paylarını III-48.5 sayılı Tebliğ m. 34/1, c. 1 düzenlemesi çerçevesinde, halka açık anonim ortaklıkların paylarını geri almasına dair SPK düzenlemelerine göre geri satın alması söz konusudur.

SerPK'nın 22. maddesi dayanak alınarak hazırlanan II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği⁴⁸³ ile, halka açık ortaklıkların kendi paylarını satın almalarına veya rehin olarak edinmelerine ilişkin usul ve esaslar ayrıntılı biçimde düzenlenmiştir. Tebliğin 2. maddesinde, ortaklıkların geri aldıkları payların elden çıkarılması veya itfasına ilişkin hususlar hüküm altına alınmıştır. Bu düzenlemelerle birlikte, pay geri alımına ilişkin yasal altyapının büyük ölçüde tamamlandığı söylenebilir.

Pay senetleri borsada işlem gören ortaklıklar için, TTK m. 379.5, c.2'de şeffaflık ve fiyata dair kurallar açısından yapılacak düzenlemeler SPK'ya bırakılmıştır. Bu madde ile SPK'ya düzenleme yapılacak konu ve ortaklıkların belirtilmesi suretiyle kısıtlama getirilmiştir⁴⁸⁴. SerPK m. 51/1'e göre, TTK'nın ortaklığın kendi paylarını iktisabına dair

⁴⁸¹ Mehmet Özdamar, *Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisap Etmesi*, (Ankara: Yetkin Yayınları, 2005), 41; Burak Pirgaip, "Pay Geri Alımları ile Geri Alım İşlemlerinin Neden ve Sonuçlarının Analizi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama", (Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014), 42.

⁴⁸² Payları yalnızca borsada işlem gören aracı kurumlar ve yatırım ortaklıkları için geçerli olmak üzere SPK'nın 01.09.2009 tarihinde aldığı bir kararda, eTTK'da yer alan istisnâî hükümler dikkate alınarak, belirli esaslarla pay geri alımı yapılabilmesini gerçekleştirmek amacıyla düzenleme yapılmıştır. Bu düzenlemeden sonra borsada pay geri alım işlemlerine 2010 yılı ile başlanmıştır. Mevzuatı AB müktesebatıyla uyumlaştırma çalışmaları sonucunda hazırlanan ve pay geri alımı düzenlemelerini bu kapsamda değiştiren 6102 sayılı TTK 14.02.2011 tarihinde yayımlanmıştır. Kanunun yürürlük tarihi 01.07.2012 olarak belirlenmiştir. Bu zaman içinde SPK, 6362 TTK'nın yürürlüğe girmemiş olmasına bağlı olarak hukukten tartışmalı bir şekilde önceki kararını 10.08.2011 tarihinde kabul edilen başka bir kararıyla değiştirmiş ve pay geri alımı uygulamasını bütün borsa ortaklıklarını içine alacak haliyle genişletmiştir (Pirgaip, "Pay Geri Alımları", 97-98).

⁴⁸³ 3.1.2014 tarihli ve 28871 sayılı Resmî Gazetede yayımlanmıştır.

⁴⁸⁴ Çağlar Manavgat, *Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016), 515; Özlem İlbasmış Hızlısoy, "Halka Açık Anonim Şirketlerin ve Halka Açık Şirket Olarak Yatırım Ortaklıkların Kendi Paylarını Edinmesi", *Bahçeşehir*

hükümlerinin, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları açısından uygulama imkânı bulunmamaktadır.

TTK'nın m. 382/1'e göre, menkul kıymetler ortaklıkları TTK m. 379 hükmü ile bağlı olmayacak şekilde kendi paylarını edinebilir. Fakat söz konusu hükümde menkul kıymet yatırım ortaklığı kavramına ilişkin bir tanım yapılmamıştır. Bu husus öğretilde eleştirilmiştir⁴⁸⁵. Özellikle TTK m. 382/1-e bendinde yer alan “*menkul kıymet şirketi*” ifadesinin neyi kapsadığı konusunda belirsizlik bulunduğu ifade edilmiştir. Bu belirsizlik, SerPK m. 48/2 hükmüyle giderilmiştir. Anılan düzenleme, yatırım ortaklıklarının dolayısıyla menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kendi paylarını edinmelerine ilişkin düzenleme yetkisinin açıkça SPK'ya ait olduğunu ortaya koymaktadır. Kanaatimizce, öğretilde de genel kabul gördüğü üzere, bu yorum isabetlidir⁴⁸⁶. Zira TTK m. 382/1 hükmünde yer alan ve özellikle (e) bendinde kullanılan “*menkul kıymet şirketi*” ibaresi, kanunda açık ve teknik bir tanıma kavuşturulmamış olup, bu durum menkul kıymet yatırım ortaklıklarının anılan hüküm kapsamında değerlendirilip değerlendirilemeyeceği hususunda ciddi bir belirsizlik yaratmaktadır. TTK'nın sistematigi içerisinde menkul kıymet yatırım ortaklıklarına özgü bir düzenlemenin veya tanımın bulunmaması, bu şirketlerin kendi paylarını edinmelerine uygulanacak hukuki rejimin tespitinde genel hükümlere başvurulmasını zorunlu kılmakta; bu ise sermaye piyasasına özgü yapı ve amaçlarla bağdaşmayan sonuçlar doğurabilmektedir. Bu noktada, SerPK m. 48/2 hükmü, yatırım ortaklıklarının dolayısıyla menkul kıymet yatırım ortaklıklarının, kendi paylarını edinmelerine ilişkin usul ve esasların belirlenmesine yönelik düzenleme yetkisinin açıkça SPK'ya ait olduğunu hükme bağlayarak söz konusu belirsizliği ortadan kaldırmaktadır. Böylelikle kanun koyucu, yatırım ortaklıklarının kendi paylarını edinmelerine ilişkin

Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 217/18 (2023): 1384 vd; Fatma Betül Çelebi Çakır, “Payları Borsada İşlem Gören Şirketlerin Kendi Paylarını Edinmesinin Koşulları”, *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Prof.Dr. Durmuş Tezcan'a Armağan, 21/Özel sayı, (2019): 2547-2548. Manavgat'a göre halka açık ortaklıklarının tamamı hüküm çerçevesinde değerlendirilmelidir.

⁴⁸⁵ Alihan Aydın, Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, (İstanbul: Arıkan Yayıncılık, 2008), 325-326; Çağlar Manavgat, “Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesinde “Menkul Kıymetler Şirketi”nin Anlamı ve İstisnanın Değerlendirilmesi, Prof. Dr. Erdal Onar'a Armağan “Ankara Üniversitesi Yayınları, 2 (2013): 1137 vd. Manavgat menkul kıymet şirketi ifadesinin menkul kıymet yatırım ortaklıklarını işaret ettiği ve böylece yatırım ortaklıklarının kendi paylarını TTK 379'a bağlı kalmadan edinebileceğini öngörmüştür.

⁴⁸⁶ Hatice Ebru Töremiş, “Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Pay Geri Alımlarında Yeni Düzen” *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 20/2, (2014): 181-215; İlbasmış Hızlısoy, “Halka Açık Anonim”, 1407.

hukuki rejimi, genel ortaklıklar hukuku kurallarından ayırıştırarak, sermaye piyasası hukukunun kendine özgü ilkeleri çerçevesinde ele almayı tercih ettiğini açıkça ortaya koymuştur. Nitekim sermaye piyasası hukukunun esas amaçları arasında bulunan yatırımcıların korunması, piyasanın güven, açıklık ve istikrar içinde işlemesinin sağlanması hedefleri dikkate alındığında, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kendi paylarını edinmelerine ilişkin işlemlerin, uzmanlık ve denetim kapasitesi itibarıyla SPK'nın düzenleyici ve denetleyici yetkisi altında gerçekleştirilmesi zorunlu görünmektedir. Bu bağlamda, SerPK'nın konuya ilişkin düzenlemelerinin, genel nitelikteki TTK m. 379 ve devamı hükümlerine nazaran özel hüküm niteliği taşıdığı ve öncelikle uygulanması gerektiği açıktır. Dolayısıyla, TTK m. 382/1 hükmünün, SerPK m. 48/2 düzenlemesi ışığında yorumlanması ve menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kendi paylarını edinmelerine ilişkin hukuki rejimin SPK düzenlemeleri çerçevesinde belirlenmesi gerektiğinin kabulü hem normlar hiyerarşisi hem de kanunlar arası sistematik bütünlük bakımından isabetli olduğu gibi, öğretide genel kabul görmüş görüşlerle de uyumludur.

SerPK m. 22 hükmü ile bütün halka açık ortaklıkları kapsayacak şekilde SPK'ya pay geri alımlarında düzenleme yapma yetkisi verilmiştir. Ayrıca SerPK m. 48/2 fıkrasında özellikle yatırım ortaklıkları bakımından, bu konuda SPK tarafından özel düzenlemeler yapılacağı açıkça hükme bağlanmıştır⁴⁸⁷. Tebliğ hazırlanırken, yürürlükte bulunmasına rağmen, hiçbir gerekçe belirtilmeden, TTK'nın anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisap etmesine ilişkin hükümleri göz önüne alınmamıştır. Tebliğde yer alan hükümlerin birçok noktada TTK'dan ayrıldığı görülecektir. Bu durum da TTK'nın 379. maddesi vd. hükümlerinin uygulanabilirliğinin azalmasına neden olmuştur. Uygulamada anonim

⁴⁸⁷ Töremiş, “Türk Ticaret Kanunu”, 193. İlbasmış Hızlısoy, “Halka Açık Anonim”, 1407. SerPK'nun 22. maddesi uyarınca, “*Halka açık ortaklıklar, kendi paylarını, Kurul tarafından belirlenen şartlar çerçevesinde satın alabilir ve rehin olarak kabul edebilirler. Kurul, halka açık ortaklıkların kendi paylarını satın ve rehin almasına ilişkin şartlara, işlem sınırlarına, geri alınan payların elden çıkarılması veya itfası ve bu hususların kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları düzenler*”. Bu hükmün gerekçesinde, borsa şirketi ayrımı yapmadan SerPK hükümlerine tabi tüm halka açık ortaklıkların kendi paylarını satın almalarına ilişkin düzenleme yapma yetkisinin SPK'ya verilerek olası yetki tartışmalarının önlenmesinin amaçlandığı belirtilmiştir. Çelebi Çakır, “Payları Borsada İşlem Gören”, 2548.

ortaklıkların kendi paylarını iktisap etmelerine en çok halka açık anonim ortaklıklarda görülmekte, bu hallerde ise Tebliğ hükümleri uygulanmaktadır⁴⁸⁸.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının kendi paylarını edinmesine dair belirtilmesi gereken en önemli konu, SerPK m. 51/1' e göre TTK'nın ortaklığın kendi paylarını edinmesine ilişkin hükümlerin değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına uygulanmayacak olmasıdır. Öğretide Altay'a göre bu durumun temel nedeni, pay sahiplerinin istedikleri anda paylarını ortaklığa iade etme hakkına sahip olmalarıdır⁴⁸⁹. Nitekim pay sahiplerinin bu iade hakkı değişken sermayeli yatırım ortaklığının en belirgin özelliğini oluşturur. Bu unsur ortaklığın sabit sermayeli ortaklıklardan önemli farklarından birini teşkil etmektedir. Sabit sermayeli ortaklıklarda pay sahipleri mevzuata göre paylarını her zaman ortaklığa iade etme hakkına sahip değildir⁴⁹⁰. SerPK'nın 48/2. maddesinde, özellikle pay geri alımları bakımından yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerin SPK tarafından yapılacağına hükme bağlanmış olması, bu konuda öncelikli olarak SPK düzenlemelerinin esas alınması gerektiğini ortaya koymaktadır.

Sabit sermayeli yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası mevzuatı ve boşluk olması halinde TTK'nda yer alan hükümler çerçevesinde kendi paylarını edinebileceklerdir. Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında ise bu hususa ilişkin yalnızca SerPK m. 51/1' hükmü çerçevesinde, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesindeki hükümler uygulanabilecektir. II-22.1 sayılı Tebliğ m. 2/3'e göre Tebliğ hükümleri değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına uygulanmaz. Öğretide bir görüş çerçevesinde değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının kendi paylarını edinmesi konusunda bilinçli boşluk oluşturulduğu ifade edilmiştir⁴⁹¹. Buna göre değişken sermayeli yatırım ortaklıkları sermaye piyasası mevzuatı ve TTK hükümlerinde payların geri alımına ilişkin sınırlamalara tabi olmadan kendi paylarını edinebilecektir⁴⁹². Bu görüş, öğretide benzer biçimde paylaşılan diğer yaklaşım ile de paralellik göstermekte olup, mevzuatın bilinçli olarak esnek bir yapı oluşturduğu yönündeki genel kabulü desteklemektedir⁴⁹³.

⁴⁸⁸ Ahmet Türk, *Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatına Göre Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi*, (Ankara: 2016), 401; Çelebi Çakır, "Payları Borsada İşlem Gören", 2548.

⁴⁸⁹ Altay, "Değişken Sermayeli", 204.

⁴⁹⁰ Bkz. 2.2.1. Sabit Sermayeli Yatırım Ortaklıkları.

⁴⁹¹ İlbasmış Hızlısoy, "Halka Açık Anonim", 1410.

⁴⁹² İlbasmış Hızlısoy, "Halka Açık Anonim", 1410.

⁴⁹³ Töremiş, "Türk Ticaret Kanunu", 196-206.

II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği'ne göre temel kural, yatırım ortaklıklarının geri alım yapabilmesi için genel kurulun yönetim kuruluna yetki vermesi gerekliliğidir. Bu yetki, geri alım programının yönetim kurulu tarafından hazırlanması ve bu programın genel kurul toplantısında tasdik edilmesi ile kazanılır. Ayrıca, yönetim kurulu geri alım programı genel kurul kararı ile kabul edildikten sonra, bu yetkisini kendi belirleyeceği gerçek veya tüzel kişilere devredebilir. Yönetim kurulu tarafından hazırlanan pay geri alım programına ilişkin genel kurul toplantılarında ortaklığın esas sözleşmesinde daha yüksek bir çoğunluk belirlenmemişse, TTK'nın 418'inci maddesinde düzenlenen toplantı ve karar nisapları geçerli olacaktır.

2.2.2.7. Denetim Sistemi

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 83/2 hükmüne göre, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları bağımsız denetime tabi olmaktadır⁴⁹⁴. Tebliğ m. 83 ve m. 84'e göre ortaklığın finansal raporlamaları hakkında, SPK'nın finansal raporlamaya dair düzenlemeleri uygulanır. Ayrıca yalnızca değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına özgü olmak olmak üzere, yıllık faaliyet raporlarında, portföy raporları ve ortaklık portföyünde bulunan varlıklara ilişkin detaylı bilgilere yer verilir.

Değişken sermayeli yatırım ortaklığının gözetimle ilgili olan kısmını iç kontrol, risk yönetimi ve iç denetim sistemleri meydana getirir. Bu sistemlere dair birimler ortaklığın kendi içerisinde oluşturulabileceği gibi, ana sözleşmede hüküm olması ve yönetim kurulu kararı alınması koşuluyla, risk yönetimi yatırım kuruluşlarından ya da diğer uzman kuruluşlardan ve iç kontrol ve iç denetim hizmetleri ise yatırım kuruluşlarından alınabilecektir (III-48.5 sayılı Tebliğ m. 60/2-3)⁴⁹⁵. Bu hizmetlerin ve ilgili personelin

⁴⁹⁴ “Ortaklık genel kurulunca her faaliyet dönemi itibarıyla TTK hükümleri kapsamında bir denetçi seçilir”.

⁴⁹⁵ “(2) Değişken sermayeli ortaklıklar teftiş hizmetini, iç kontrol hizmetini ve muhasebe ve operasyon gibi hizmetleri yatırım kuruluşlarından; kontrolü ve takibi yönetim kurulu tarafından gerçekleştirilmek şartıyla risk yönetim sistemine ilişkin hizmeti yatırım kuruluşlarından ve Kurulca uygun görülecek uzmanlaşmış diğer kuruluşlardan sağlayabilirler. İç kontrol elemanının görev ve sorumlulukları, tecrübe şartını taşımak kaydıyla müfettiş tarafından da yerine getirilebilir. Değişken sermayeli ortaklıklar, hizmet aldıkları portföy yönetim şirketinden, söz konusu portföy yönetim şirketinin bünyesinde kurulu olması şartıyla bu madde kapsamında dışarıdan alınmasına izin verilen diğer hizmetleri de temin edebilirler. Bu fıkra kapsamında hizmet alınan kurum ve sözleşme süresi hakkında sözleşme tarihini takip eden altı iş günü içinde KAP'ta açıklama yapılması zorunludur. Risk yönetimi hizmetinin dışarıdan sağlanması durumunda, risk yönetim sisteminin kontrolü ve izlenmesi fonksiyonları yönetim kurulu veya yönetim kurulunca yetkilendirilmiş olması halinde ilgili murahhas üye tarafından gerçekleştirilir”.

ortaklık dışından temin edilebilmesi için, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının esas sözleşmelerinde bu yönde açık bir hüküm bulunması ve yönetim kurulunca bu konuda karar alınması gereklidir. Ayrıca, ortaklık bu hizmetleri portföy yönetimini gerçekleştiren portföy yönetim ortaklıklarından da sağlayabilir⁴⁹⁶.

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 61/2 bendine göre iç kontrol sisteminin dışarıdan temin edilip edilmediğine bakılmaksızın, iç kontrol politikalarının belirlenmesi yönetim kurulunun görev ve yetkisi altındadır⁴⁹⁷. Ayrıca, yönetim kurulu, Tebliğ m. 61/4 hükmüne göre kendisine bağlı icracı birimler bulunmayan üyelerinden birini, iç kontrol sisteminden sorumlu kılmakla yükümlüdür⁴⁹⁸. Bu düzenleme kapsamında, söz konusu yönetim kurulu üyesinin yetkileri yalnızca iç kontrolle sınırlı olmayıp, risk yönetimi ve iç denetim faaliyetlerini de kapsayacak şekilde geniş anlamda iç denetimden sorumlu yönetim kurulu üyesi olarak nitelendirilmektedir.

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 61'e göre, iç kontrol hizmetinin dışardan temin edildiği durumlarında dahi iç kontrol süreçlerinin eşgüdümünün değişken sermayeli yatırım ortaklığı bünyesinde sağlanmasını öngörmektedir. Buna karşılık iç denetim faaliyetlerinin tamamen dışardan sağlanmasına imkân tanınmış; bu ihtimalde değişken sermayeli yatırım ortaklığının bünyesinde ayrıca bir iç denetim birimi kurulması zorunlu görülmemiştir. SPK'nın bu seçiminin nedeni portföyün yönetimi ile ilgili olan sürecin gözetiminin esas olarak iç kontrol sistemi tarafından yürütülmesidir. Pay değerinin günlük şekilde ilan edilmesi, payını ortaklığa iade etmek isteyen pay sahibinin talebinin karşılanması, pay bedelinin ödenmesi ve payın itfası gibi işlemler operasyonel yoğunluk gösterir. Bu işlemler, ortaklığın günlük operasyonlarını doğrudan izleyen iç kontrolün hizmet alanı ile yakından ilişkilidir. Öğretide Altay'ın değerlendirmesine göre, buradaki

⁴⁹⁶ Altay, "Değişken Sermayeli", 215.

⁴⁹⁷ "İç kontrol sistemine ilişkin tüm politika ve prosedürlerin yazılı hale getirilerek yönetim kurulu kararı ile yürürlüğe konulması şarttır. Bu politika ve prosedürlerde yapılacak değişikliklerde de aynı usul ve esaslara uyulması gerekir".

⁴⁹⁸ "Yönetim kurulu, kendisine bağlı icracı birimler bulunmayan üyelerinden birini iç kontrolden sorumlu yönetim kurulu üyesi olarak belirler. İç kontrolden sorumlu yönetim kurulu üyesi; a) İç kontrol sisteminin düzenlemelere, meslek kurallarına ve yazılı prosedürlere uygun çalışmasına, doğabilecek risklerin tespitine ve yönetilmesine ilişkin çalışmalar yapmaktan ve bu konuda yönetim kurulunu bilgilendirmekten, b) Kurul düzenlemeleri ve değişken sermayeli ortaklık politikaları çerçevesinde kabul edilebilir risk düzeylerini belirlemekten, iç kontrol politikaları ile prosedürlerinin hazırlanmasından ve yönetim kurulunun onayına sunulmasından, c) İç kontrol hedeflerinin uygunluğu, kontrol sonuçlarının izlenebilirliği, kontrol faaliyetinin bağımsız ve nesnel olarak sürdürülmesi ve güvenilirliği konularından, sorumludur".

kurumsal boşluğu, iç kontrolden sorumlu yönetim kurulu üyesi olarak görev verilen; fakat esasında bütün iç sistemlerden sorumlu olarak değerlendirilmesi gereken yönetim kurulu üyesi dolduracaktır⁴⁹⁹.

2.2.2.8. Ortaklık Portföyüne İlişkin Durumlar

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında temel faaliyet konusu, portföyün işletilmesidir. Yönetim kurulu, portföyün nasıl oluşturulacağını belirler ve aynı zamanda portföyde yapılacak değişiklikleri karara bağlar. Bu yetki, TTK m. 367⁵⁰⁰ hükmü uyarınca devredilebilir. Portföyün niteliği özellikle yatırımcıların kararlarını ve aldıkları riskleri ilgilendirdiğinden, portföyün türünün tanımlanması ve kamuya bildirilmesinde, değişken sermayeli yatırım ortaklığının özen borcu büyük önem taşımaktadır. Ortaklık, yatırımcının yanlış yönlendirilmesine veya hata yapmasına neden olabilecek ifadelerden kaçınmakla sorumludur. III-48.5 sayılı Tebliğ m. 44/2'e göre, ortaklık portföyünün türünü tanımlayan ifadeler, ortaklığın veya portföyü idare eden yöneticinin belgeyle kanıtlanamayan özelliklerine ya da ortaklık portföyünün diğer portföylerden üstün olduğunu ima eden benzeri subjektif ifadelerle yer verecek şekilde veya benzeri yollarla yatırımcıların yanıltılmasına yol açacak nitelikte kullanılamaz. Ayrıca ortaklık portföyünün içeriğine göre portföyün tanımında birtakım ifadelerle yer verilmelidir⁵⁰¹.

Portföy bir taraftan konusunda bulunan varlıkların ve sermaye piyasası araçlarının çeşitlerine ve yoğunluğuna göre, diğer yandan satılacağı yatırımcıların niteliğine göre "*Borçlanma Araçları Portföyü*", "*Hisse Senedi Portföyü*", "*Kıymetli Madenler Portföyü*", "*Para Piyasası Portföyü*", "*Katılım Portföyü*", "*Değişken Portföy*", "*Serbest Portföy*" ve "*Dengeli Portföy*" şeklinde sınıflandırılmaktadır (III-48.5 sayılı Tebliğ m.43/1)⁵⁰².

⁴⁹⁹ Altay, "Değişken Sermayeli", 216.

⁵⁰⁰ "(1) Yönetim kurulu esas sözleşmeye konulacak bir hükümle, düzenleyeceği bir iç yönergeye göre, yönetimi, kısmen veya tamamen bir veya birkaç yönetim kurulu üyesine veya üçüncü kişiye devretmeye yetkili kılınabilir. Bu iç yönerge şirketin yönetimini düzenler; bunun için gerekli olan görevleri, tanımlar, yerlerini gösterir, özellikle kimin kime bağlı ve bilgi sunmakla yükümlü olduğunu belirler. Yönetim kurulu, istem üzerine pay sahiplerini ve korunmaya değer menfaatlerini ikna edici bir biçimde ortaya koyan alacaklıları, bu iç yönerge hakkında, yazılı olarak bilgilendirir. (2) Yönetim, devredilmediği takdirde, yönetim kurulunun tüm üyelerine aittir".

⁵⁰¹ Örneğin SPK'nın finansal raporlama standartlarına dair düzenlemeleri kapsamındaki iştiraklerin para ve sermaye piyasası araçlarından meydana gelen portföylerinin isminde "iştirak" ibaresine yer verilmesi zorunluluğu söz konusudur.

⁵⁰² "Esas sözleşmede belirtilmek şartıyla ortaklık portföyleri aşağıdaki türlerde kurulabilir. a) Net aktif değer en az %80'i devamlı olarak; 1) Türk ve/veya yabancı kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırılan portföyler "*Borçlanma Araçları Portföyü*", 2) Türk ve/veya yabancı ihraççıların

Tebliğ’de yer alan bu sınıflandırma sınırlı sayıda değildir. Buna göre yeni portföy türleri SPK’nın onayıyla gerçekleştirilebilir (m. 43/2). “*Değişken Portföy*”⁵⁰³ türünün ise Tebliğ’de bulunması portföy açısından tip serbestisini ifade etmektedir.

Alman mevzuatında, yatırım ortaklıkları portföyün sahibi olmayıp yöneticisi konumundadır⁵⁰⁴. Portföy, ortaklığın mal varlığını oluşturmaz. Yatırımcılar tarafından ortaklığa aktarılan tasarruflardan meydana gelir. Böylece ortaklık portföyü kendi namına ama yatırımcının hesabına riskin dağıtılması ilkesine göre yönetir⁵⁰⁵. Türk mevzuatında ise, Alman hukukundan farklı olarak, portföyün maliki yatırımcılar değil, bizzat yatırım ortaklığıdır. Ortaklığın pay sahipleri, sahip oldukları payları oranında portföye katılmakta, portföyün işletilmesinden elde edilen kazançlar ise anonim ortaklıklara özgü kâr payı ödeme usulü çerçevesinde pay sahiplerine dağıtılmaktadır⁵⁰⁶.

Bu farklılıklar genel olarak değerlendirildiğinde, Türk hukukunda portföy mülkiyetinin yatırım ortaklığının mal varlığına dahil edilmesinin, yatırımcı korunması bakımından yapısal bir zayıflık oluşturduğu söylenebilir. Zira bu modelde portföy, ortaklığın borçları ve mali riskleri karşısında ilke olarak korunmuş ayrı bir mal varlığı niteliği taşımamakta, yatırımcıların hakları ortaklığın genel mali durumuna bağımlı hâle gelmektedir. Buna karşılık Alman hukukunda portföyün şirket mal varlığından ayrılması, sadece teorik bir mülkiyet ayrımı olmayıp, aynı zamanda iflas ve cebri icra gibi durumlarda yatırımcıların

paylarına yatırılan portföyler “Hisse Senedi Portföyü”, 3) Borsada işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılan portföyler “Kıymetli Madenler Portföyü”, b) Tamamı devamlı olarak vadesine en fazla 184 gün kalmış likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan ve günlük olarak hesaplanan ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan portföyler “Para Piyasası Portföyü”, c) Tamamı devamlı olarak, kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile Kurulca uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyler “Katılım Portföyü”, ç) Portföy sınırlamaları itibarıyla yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen portföyler “Değişken Portföy”, d) Yatırımcı payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan portföyler “Serbest Portföy”, e) Tamamı, ortaklık payları, kira sertifikaları, borçlanma araçları, altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon toplam değerinin %20’sinden az olmayan portföyler “Dengeli Portföy”, olarak adlandırılır”.

⁵⁰³ “portföy sınırlamaları itibarıyla yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen portföyler “olarak yer alır.

⁵⁰⁴ Alman mevzuatına göre yatırım ortaklıkları, yönettikleri yatırım fonlarının mülkiyetine sahip değildir; sadece yöneticisi konumundadır. Bu durum, KAGB § 17 (1) maddesinde tanımlanan "kolektif portföy yönetimi" kavramı ile, § 91 maddesinde açıkça “yatırım fonunun KVG’nin mal varlığına dahil olmadığı” hükmüyle ortaya konmuştur.

⁵⁰⁵ Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 103. Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 170.

⁵⁰⁶ Bahtiyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 68. Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 170.

menfaatlerini güvence altına alan işlevsel bir koruma mekanizması niteliği taşımaktadır. Bu bağlamda Türk sisteminin, anonim ortaklık yapısının bütünlüğünü koruma amacıyla yatırımcı mülkiyetini ikinci plana iten bir tercih benimsediği, ancak bu tercihin çağdaş yatırımcı korunması ilkeleriyle tam anlamıyla örtüşmediği ve normatif açıdan yeniden değerlendirilmesinin gerekli olduğu ileri sürülebilir.

2.2.2.9. Ortaklık Statüsünden Ayrılma

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına ilişkin III-48.5 sayılı Tebliğ m. 38'e göre, sabit sermayeli ortaklık statüsünden çıkma sadece değişken sermayeli ortaklığa dönüşüm suretiyle söz konusu olmaktadır. Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının sabit sermayeli ortaklıklara göre en önemli avantajı, yatırımcılar tarafından payların ortaklığa iade edilebilmesi olanağının sağlanmasıdır. Ortaklık sermayesinden, payın karşılığı sayılan miktarın ödenmesi imkân dahilindedir. Buna göre, istenildiği takdirde payların iadesinin geri çevrilmeden, bedelin ödenmesi yatırım ortaklığı açısından bir zorunluluktur. Bu zorunluluğa göre, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının esas sözleşmelerinde payların iadesine ve bedellerinin ödenmesine dair temel hususların belirtilmesi şarttır (SerPK m. 50/III).

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 38/4 uyarınca, değişken sermayeli yatırım ortaklığına dönüşmek isteyen sabit sermayeli ortaklıkların esas sözleşme değişikliğinin gerçekleşebilmesi için SPK tarafından onay verilmesi gerekir. Bunun için genel kurul toplantılarında, değişken sermayeli ortaklığa dönüşmeyi sağlayacak esas sözleşme değişikliklerine olumlu oy kullanan ortaklar haricindeki bütün ortakların, sahip oldukları payların dönüşümü hakkındaki yönetim kurulu kararına ilişkin özel durum açıklamasının kamuya ilan edildiği tarihten önceki otuz günlük ve altı aylık dönem içinde oluşan, düzeltilmiş günlük ağırlıklı borsa fiyatlarının ortalamaları ile söz konusu altı aylık döneme ilişkin kamuya açıklanan düzeltilmiş pay başı net aktif değer ağırlıklı ortalamasından yüksek olanı ile satın alınacağı yönünde, sabit sermayeli ortaklık dışındaki kişi veya kişilerce bir pay alım teklifinin yapılması zorunludur⁵⁰⁷.

⁵⁰⁷ <https://mevzuat.spk.gov.tr/5fb40e0a-f4ad-4017-9fbe-05c63b2edf7a> (E.T. 25.10.2025)

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 38/3'e göre, ortaklığın yönetim kurulu tarafından; değişken sermayeli ortaklığa dönüşüme dair nedenleri, dönüşüm gerçekleşikten sonrasında idare edilecek portföy çeşidi ve yatırımlara dair hususlarla ilgili dönüşümün ortaklık üzerindeki yansımalarını içeren bir rapor düzenlenir. Bu rapor, SPK'ya yapılacak başvuru tarihini geçmeyecek şekilde KAP'ta ilan edilir. Değişken sermayeli ortaklığa dönüşümün onaylandığı genel kurul kararlarının ilan edildiği TTSG'nin bir nüshasının, ilan tarihini takip eden altı iş günü içinde Kurul'a gönderilmesi zorunludur⁵⁰⁸.

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 79/ (3)'e göre, değişken sermayeli ortaklığa dönüşen sabit sermayeli ortaklıklarda, imtiyazlı payların sahibi olan ortaklar, dönüştükleri değişken sermayeli ortaklıkta, kurucu paylara sahip ortaklar olacaktır. Eğer sabit sermayeli ortaklığın sermayesini temsil eden payların içinde imtiyazlı pay bulunmuyorsa, yönetim kontrolüne sahip ortaklar değişken sermayeli ortaklıkta kurucu paylara sahip olacaktır. Dolayısıyla, sabit sermayeli yatırım ortaklıklarında imtiyazlı olmayan paylara sahip ortaklar, değişken sermayeli ortaklıkta yatırımcı paylarına sahip olurlar.

Sabit sermayeli ortaklıkların, değişken sermayeli ortaklıklara dönüşümlerinde; ortaklığın dönüşümüne ait hususların, ana sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden altı ay içinde, III-48.5 sayılı Tebliğ'de yer alan değişken sermayeli ortaklıklara dair unsurlardan en az başlangıç sermayesi, asgari net aktif değeri, portföy sınırlamaları ve başkaca sorumluluklara uyum sağlamaları zorunludur. Bu koşulu gerçekleştiremeyen değişken sermayeli ortaklığa dönüşen ortaklıklar; bu sürenin bitiminden başlayarak üç ay içerisinde, III-48.5 sayılı Tebliğ m.78'e göre tasfiye isteğiyle SPK'ya başvurabilirler (m. 79/5).

2.3.Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının İşleyişi

2.3.1. Ortaklığın Genel Özellikleri

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının diğer yatırım ortaklıklarından farkı; çalışma alanlarının yalnızca sermaye piyasası araçları ve altın ve diğer kıymetli madenlerden meydana gelen bir portföyün işletilmesi şeklinde sınırlandırılmış olarak

⁵⁰⁸ <https://mevzuat.spk.gov.tr/5fb40e0a-f4ad-4017-9fbe-05c63b2edf7a>.

kurulabilmesidir⁵⁰⁹. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları; sermaye piyasası araçlarıyla ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa haricinde teşkilatlanan piyasalarda işlem gören altın ayrıca başkaca kıymetli madenler portföyü işletmek için anonim ortaklık olarak yapılan sermaye piyasası kurumlarıdır⁵¹⁰.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının amacı; akılcı bir yönetim anlayışıyla ortaklığın portföyünü, menkul kıymet türleri ile bu kıymetlerin özelliklerine göre oluşturmak ve ekonomik koşulları dikkate alarak portföyde gerekli değişiklikleri yapabilmektir⁵¹¹. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, geleceğe yönelik öngörülerde bulunarak ortaklarının birikimlerinin değerini korumak ve artırmak, ayrıca ortaklarına süreklilik arz eden kazançlar sağlamakla yükümlüdür. Bu ortaklıklar, yatırım riskini faaliyet alanlarına ve ortaklarının durumlarına göre en aza indirerek, elde edilen kazançların dağıtımını gerçekleştirmekle görevlidir⁵¹².

Öğretide, menkul kıymet yatırım ortaklıkları; ortaklığa katılanların tasarruflarını değişik menkul kıymetlere yatırarak bir portföy oluşturmak suretiyle, bir taraftan riskin dağıtılması ve sınırlandırılması, diğer yandan uzman bir idare yoluyla güvenilir bir biçimde tasarrufların değerlendirilmesi yöntemi ile özellikle küçük yatırımcıların sahip olduğu tasarrufların sermaye piyasasına aktarımında önemli rolü bulunan, finansman kuruluşları şeklinde tanımlanmıştır⁵¹³. Bu çerçevede menkul kıymet yatırım ortaklıkları; yatırımcıların bireysel tasarruflarını kolektif bir yapı içinde toplayarak bunları çeşitli menkul kıymetlere yönlendiren, portföy çeşitlendirmesi yoluyla riskin dağıtılmasını ve sınırlandırılmasını amaçlayan, uzman yönetim aracılığıyla tasarrufların profesyonel ve güvenilir biçimde değerlendirilmesini sağlayan ve özellikle küçük yatırımcıların sermaye piyasasına katılımını kolaylaştıran kurumsal finansman kuruluşları olarak ifade edilebilir.

Bireysel ve kurumsal tasarruf sahipleri, tasarruflarını değerlendirmek için, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının pay senetlerini elde ederek; bu ortaklıkların biriken fonlarıyla ilgili

⁵⁰⁹ <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Menkul%20Kıymet%20Yatırım%20Ortaklıkları.pdf> (E.T. 25.10.2025).

⁵¹⁰ Çanakçı, *Yatırım Ortaklıkları-1996 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları*, 4.Tanım Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri VI No:4 sayılı "Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 3.maddesi 1.fıkrasında yer almaktadır. (31/7/1992 tarihli ve 21301 sayılı mükerrer Resmî Gazete 'de yayımlanmıştır.)

⁵¹¹ Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 315.

⁵¹² Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 315.

⁵¹³ Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 314.

mevzuat ile sınırlandırılmış piyasadaki sermaye piyasası araçlarına alanında uzman olan üyeleri ile riskin dağıtılması prensibi gereğince yatırım yapmaya çalışacaktır⁵¹⁴. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının esas fonksiyonu; küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir havuzda toplayarak, birbirinden farklı menkul kıymetlerden oluşan bir portföye yatırmak, bu şekilde elde ettikleri geliri kâr payı olarak ortaklarına payları nispetinde dağıtmak ve ortaklarını borsada meydana gelen olası fiyat artışlarından faydalandırmaktır⁵¹⁵.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının uzman bir kadro tarafından idare edilmesi sebebiyle, bir taraftan tasarruf sahibinin riski azaltılırken, diğer taraftan tasarruflarını menkul kıymetlere yatıran tasarruf sahiplerinin varlıklarının etkili şekilde değerlendirilmesi sağlanır⁵¹⁶. Bunun yanında, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kurulması ve gelişmesinde devletin vergi teşvikleri önemli rol oynamaktadır⁵¹⁷.

2.3.2. Ortaklığın Yönetimi ve Yapısı

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarını kimlerin kurabileceği hakkında sermaye piyasası mevzuatında yapılmış özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Bundan dolayı, ortaklık hukukuna göre herhangi bir anonim ortaklık kurma yeterliliğine sahip gerçek ve tüzel şahıslar menkul kıymet yatırım ortaklığı kurabilir. Bu şekilde işletmenin faaliyetlerini yürütebilirler. Bununla birlikte, sermaye piyasası düzenlemelerinde kurucular için birtakım şartlar öngörülmüştür. Bunlar; kurucuların muaccel vergi borcunun bulunmaması, müflis olmaması, rüşvet, sahtecilik, kaçakçılık gibi yüz kızartıcı suçlardan dolayı hüküm giymemiş olmaları ve sermaye piyasası mevzuatına aykırı işlemlerde bulunmamış olmaları gibi sicile yönelik şartlar ile; ayrıca yeterli mali güç, tecrübe ve

⁵¹⁴ Gültekin Rodoplu, *Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri*, (İstanbul: Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, 1993), 83; Yusuf Gürsel Laçın, “Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye Uygulaması”, (Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, 1999), 5.

⁵¹⁵ <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Menkul%20Kıymet%20Yatırım%-20Ortaklıkları.pdf>.

⁵¹⁶ Sermaye Piyasası Kurumu, *Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları*, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu Yayını, 2016), 5-6

⁵¹⁷ Sermaye Piyasası Kurumu, *Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları*, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu Yayını, 2016), 5-6

itibara sahip olma koşullarıdır. Bu özellikleri taşıyan gerçek ve tüzel kişiler, Ticaret Bakanlığı ile SPK'dan izin alarak menkul kıymet yatırım ortaklığı kurabilirler⁵¹⁸.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları daha önce de belirtildiği üzere, sabit sermayeli yatırım ortaklıkları ve değişken sermayeli yatırım ortaklıkları olarak iki şekilde kurulabilir. Her iki ortaklık türünün yapısı mevzuatta birbirinden farklı olarak hükme bağlanmıştır. Sabit sermayeli yatırım ortaklığı; SerPK'ya göre, III-48.5 sayılı Tebliğ'de geçen varlıklar ve araçlardan oluşan portföyü işletmek amacıyla, anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye sistemi esasına göre kurulan; SerPK m.48'de sınırları belirtilen faaliyetler çerçevesinde olmak şartıyla, Tebliğ'de izin verilen diğer hizmetleri de gerçekleştirebilen sermaye piyasası kurumudur⁵¹⁹. Değişken sermayeli yatırım ortaklığı ise, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 41 (1)'e göre; sermayesi her zaman net aktif değerine eşit olması gereken, SerPK'da belirtilen hususlara göre belli varlıklar ve araçlardan oluşan portföyü işletmek gayesiyle, anonim ortaklık şeklinde kurulan ve III-48.5 sayılı Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde de bulunabilen sermaye piyasası kurumudur.

2.3.2.1. Ortaklığın Merkezi

Bu konuda TTK'da “merkez” kavramına ilişkin açık bir tanım yapılmamıştır. Merkez; öğretide ortaklığın idari, hukuki aynı zamanda ticari faaliyetlerinin yerine getirildiği yer olarak tanımlanmaktadır⁵²⁰. Menkul kıymet yatırım ortaklığı ise, fiili ve hukuki bir bağ sağlanması yoluyla uygun gördüğü yeri merkezi olarak kabul edebilir⁵²¹.

2.3.2.2. Ortaklığın Gayesi ve Konusu

TTK m. 331 hükmüne göre, anonim ortaklıklar kanunen yasaklanmamış her tür faaliyeti gerçekleştirmek için kurulabilir. TTK m. 339/2-b'ye göre ise, anonim ortaklık esas

⁵¹⁸ III-48.5 sayılı Tebliğ m.7 ve m. 46/1. Sermaye Piyasası Kurulu Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi, (E.T.2.12.2023).

⁵¹⁹ Sermaye Piyasası Kurumu, *Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları*, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu Yayını, 2016), 5-6.

⁵²⁰ Sabih Arkan, *Ticari İşletme Hukuku*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2022), 35. Hüseyin Ülgen, Mehmet Helvacı, Abuzer Kendigelen, Arslan Kaya ve N. Füsün Nomer Ertan, *Ticari İşletme Hukuku*, (İstanbul: Onikilevha Yayıncılık, 2015), 168. İsmail Kayar, *Ticari Hukuku*, (Ankara: Seçkin Yayınevi, 2018), 65.

⁵²¹ İsmail Özgün Karaahmetoğlu, “Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 1.5.2016 Tarihinde Verdiği E.2015/9937, K.2016/4885 Sayılı Kararı Işığında Anonim Şirket Merkezi”, *Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, XII/1 (2017): 5.

sözleşmesinde ortaklığın işletme konusunun esaslı unsurlarının açıkça belirtilmesi ve tanımlanması zorunludur.

TTK m. 125/2'ye göre, ticaret ortaklıklarının tümünün Türk Medeni Kanun'un (TMK) 48. maddesi⁵²² ile haklardan yararlanabileceği ve borç altına girebileceği belirtilmiştir. Maddede bu konu ile ilgili yasal istisnalar saklı tutulduğu ifade edilmiştir.

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 5/1-a hükmü uyarınca menkul kıymet yatırım ortaklıkları ancak portföy işletmek amacıyla kurulabilir. Aynı Tebliğ'in 4. maddesinde belirtilen varlıklar ve araçlardan meydana gelen portföyü işletmek gayesiyle anonim ortaklık olarak kurulmaktadır. Bununla birlikte, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 9 uyarınca menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kuruluş ve esas sözleşme değişiklikleri SPK iznine tabidir.

2.3.3. Ortaklıkta Sermaye Sistemi

Kanunen yasaklanmamış her türlü iktisadi gaye ve konu için faaliyette bulunmak amacıyla kurulan anonim ortaklıkların, bu gayeye erişebilmeleri için ortaklarının ortaklığa sermaye sağlaması ya da taahhüt etmesi gerekmektedir. Dolayısıyla, ortağın ortaklığın amacına ulaşması açısından bağlanma saiki (affectio societatis) bulunmalıdır⁵²³.

TTK'nın ticaret ortaklıklarına ilişkin genel hükümler bölümünde bulunan m. 127 hükmünde, sermaye koyma borcunun konusu olabilecek değerler belirtilmiştir. Yatırım ortaklıkları açısından ise, bu konuda TTK'da açık bir düzenleme bulunmamaktadır. Bununla birlikte, sermaye ortaklıkları değerlendirildiğinde; şahsi emek, ticari itibar veya mesleki bilginin sermaye olarak ortaklığa sunulamayacağı kabul edilmektedir. Bunun sebebi, anonim ortaklığın tüzel kişiliğini kazanmasından sonra sermaye şeklinde ortaklığa konulan aynı unsurlar üzerinde ortaklığın doğrudan tasarruf yetkisine sahip olmasıdır. Bu tasarruf yetkisinin yalnızca mülkiyet hakkına konu olabilen ve devredilme olanağına sahip ekonomik değerler üzerinde kullanılabilmesi mümkündür. Dolayısıyla, kişisel

⁵²² “Tüzel kişiler, cins, yaş, hısımlık gibi yaradılış gereği insana özgü niteliklere bağlı olanlar dışındaki bütün haklara ve borçlara ehildirler”. Bu maddeye göre ortaklıklar fitrat olarak insana dair özellikler dışında tüm haklara sahip olabilir ve borçları edinebilir.

⁵²³ Tekinalp, Poroy ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, n. 60 ; Hasan Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt I*, (Ankara: Adalet Yayınevi, 2018), 36; Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 216; Bkz. Kürşad Göktürk, “Şirketler Hukukunda Affectio Societatisin Anlamları” *Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 7/2 (2021): 217.

emek ve itibar gibi mülkiyet hakkının konusu olmayan ve devredilemeyen unsurların anonim ortaklığa sermaye şeklinde getirilmesi söz konusu değildir (TTK m.342). Bu nedenle, anonim ortaklıklara yalnızca para, mal, hak ve alacak vb. iktisadi değeri olan varlıklar sermaye olarak getirilebilir.

TTK'nın 127. maddesinde yer alan genel düzenlemeden farklı olarak, bazı anonim ortaklıklar bakımından istisnai bir durum kabul edilmiştir. Bu kapsamda; yatırım kuruluşları (SerPK m. 43/1-c), yatırım ortaklıkları (SerPK m. 49/1-c), borsa ve piyasa işleticisi kuruluşlar (SerPK m. 65/2-c), bankalar (Bankacılık Kanunu m. 7/f)⁵²⁴, sigorta ve reasürans şirketlerinin (Sigortacılık Kanunu m.3/5-b)⁵²⁵ nakit sermaye ile kurulma zorunluluğu söz konusudur.

Halka açık anonim ortaklıkların dolayısıyla menkul kıymet yatırım ortaklıklarının, kapalı anonim ortaklıklara göre sermaye yapısına ilişkin farklı özellikleri bulunmaktadır. TTK m. 339/2-e uyarınca, anonim ortaklıklara kural itibarıyla nakit ve bununla birlikte iktisadi değer taşıyan her türlü mal ve hakkın sermaye olarak konulması mümkündür. Buna karşılık SerPK'da ise, bu durumda ortaklık paylarının nakit karşılığında çıkarılması öngörülmüştür⁵²⁶. Başka bir ifade ile, pay bedelinin nakit olması zorunludur. Bu zorunluluğun amacı; halka arz yoluyla gerçekleştirilen ihraçlarda sermayeye katılma taahhütlerinden dolayı bakiye borç kalmamasını sağlamak ve aynî sermaye getirilmesinin yaratabileceği zorluklar ile risklere karşı ortaklığı, pay sahiplerini ve alacaklıları güvence altına almaktır⁵²⁷.

Tam ve nakden ödeme, yalnızca pay senetlerine özgü bir uygulamadır⁵²⁸. Bu ödeme biçimi, sadece pay senetlerinin halka arz yoluyla gerçekleştirilen satış işlemlerinde söz

⁵²⁴ Maddeye göre “Nakden ve her türlü muvazaadan ari olarak ödenmiş sermayenin en az otuz milyon yeni Türk lirası olması” şeklinde ifade edilmiştir.

⁵²⁵ Maddeye göre “Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması ve halka açık anonim şirketlerde halka açık olan kısım hariç olmak üzere tamamının nama yazılı olması” şeklinde hüküm altına alınmıştır.

⁵²⁶ Bkz. III-48.5 sayılı Tebliğ m. 6/1-ç ve m. 45/1-ç hükümleri.

⁵²⁷ Tekinalp, Sermaye Piyasası, 29; Zühtü Aytaç, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri* (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1988, 164; Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 225.

⁵²⁸ Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 31; Aytaç, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 167; *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 226; Doğan Kütükçü, *Sermaye Piyasası Hukuku Cilt I*, (İstanbul, Beta Yayınları, 2004), 452.

konusudur⁵²⁹. Dolayısıyla, halka açık anonim ortaklıklarda pay senetlerinin halka arz yoluyla satılması haricinde, paradan başka varlıkların sermaye olarak konulması mümkündür. Ayrıca halka arz dışında tam ve nakit olarak ödeme zorunluluğu da bulunmamaktadır.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında sermaye, sabit sermaye sisteminden farklı olarak, sermaye artırımı ve azaltımı için kabul edilen uzun ve ayrıntılı prosedüre tabi olmadan değiştirilebilir⁵³⁰. Bu modelde, kolektif yatırım kuruluşu, ortaklarının talepleri hâlinde zaman sınırlaması olmaksızın paylarını, senetlerin net aktif değerleri üzerinden iade almaya veya itfa etmeye hazır durumdadır⁵³¹. Paylarını her zaman geri satın almayı taahhüt eden ortaklıklar, bu özelliğin doğal sonucu olarak sürekli şekilde pay senedi ihraç etmekte ve satmaktadır. Ortaklığın sermayesi, net aktif değerdeki değişimle birlikte artmakta ve azalmaktadır⁵³². Buna göre, sermaye, mevcut pay sahiplerine veya üçüncü kişilere tahsis edilmek üzere yeni payların ihraç edilmesi suretiyle artırılabilir; aynı şekilde, pay bedellerinin itfası yoluyla da azaltılabilir⁵³³. Sermayede oluşan artma ve azalma biçimindeki değişikliklere TTK m. 456 vd. uygulanmayacaktır. Burada sermayede meydana gelen artma ve azalma kooperatiflerde olduğu gibi kendiliğinden gerçekleşmektedir⁵³⁴.

Bu ortaklıklarda azami miktarda bir kayıtlı sermaye tutarı belirlenir; öncelikle bu sermayenin bir bölümü için pay senetleri çıkarılır, kalan kısmı ise ortaklığın gelişim durumuna göre düzenlenir. Belirlenen azami sermaye tutarı fiilen ödenmiş sermayeyi değil, ortaklık tarafından gerçekleştirilecek sürekli ihraçlar sonucunda sermayenin ulaşabileceği en yüksek değeri ifade etmektedir⁵³⁵.

⁵²⁹ Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 31; Kütükçü, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 452; Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 226.

⁵³⁰ Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 133; Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 316-319; Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 32; Bahtiyar, *Makaleler II*, 322-323; Münyas, “Türk Sermaye Piyasasının”, 152 vd

⁵³¹ III-48.5 sayılı Tebliğ m. 56/1 hükmünde belirlenmiştir.

⁵³² Okat, *Türk ve AB Hukukunda*, 35; Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 318.

⁵³³ Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 316; Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası”, 138 vd; Altay, “Değişken Sermayeli”, 200; Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 160; Çetin, Töremiş ve Cantimur, *6362 sayılı Sermaye Piyasası*, 103; Korkmaz ve Ceylan, *Sermaye Piyasası Temel*, 145; Okat, *Kolektif Yatırım Modellerine*, 19; Tekinalp ve Çamoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Kanunu*, 54.

⁵³⁴ Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 318.

⁵³⁵ Okat, *Türk ve AB Hukukunda*, 35; Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 318.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları kanunda belirtildiği gibi kayıtlı sermaye sistemine göre kurulmak zorundadır⁵³⁶. Konu ile bağlantısından dolayı aşağıda kayıtlı sermaye sistemi ile ilgili olarak ve yatırım ortaklıkları için önemine binaen kısa açıklamalara yer verilmiştir.

2.3.3.1.Kayıtlı Sermaye Sistemi

2.3.3.1.1. Genel Olarak

Türk mevzuatında, SerPK yürürlüğe girmeden önce, özel kanunlarla yalnızca iki ortaklığa kayıtlı sermaye sistemine tabi olma hakkı tanınmıştır. Buna göre, kayıtlı sermaye sistemi, hukukumuzda ilk olarak 28.02.1960 tarihinde 7462 sayılı Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Ortaklığı Kanunu'nda⁵³⁷ yer almıştır⁵³⁸. Sonrasında aynı dönemde 20.09.1960 tarihinde 86 sayılı Yatırımlar (Holding) Anonim Şirketine Bazı İstisna ve Muaflıklar Verilmesine Dair Kanunla⁵³⁹, Yatırımlar Anonim Şirketi'ne sermaye artırmada yapılan düzenlemelerle kolaylık sağlanmıştır⁵⁴⁰. Buradaki iki düzenleme de genel uygulama olmayıp, yalnızca özel olarak bu ortaklıklar için kayıtlı sermayeyi öngörmüştür⁵⁴¹.

Kayıtlı sermaye sistemine ilişkin ilk genel düzenleme, 2499 sayılı SerPK ile getirilmişti. Sabit sermaye sisteminde sermaye artırımlarının uzun bir sürece yayılması, genel kurul toplantılarının yüksek masraflarla yapılması bu durumun zaman kaybına neden olması; ayrıca karar alma ve diğer toplantı nisaplarının güçlükle sağlanabilmesi gibi sebeplerle kayıtlı sermaye sistemine geçilmesi zorunluluğu doğmuştur⁵⁴². Yürürlükten kaldırılan

⁵³⁶ Aytaç, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 154. ABD'nde geniş uygulama alanı bulunan kayıtlı sermaye sistemi esas ve belirli sermaye sisteminde var olan sakıncalar sebebiyle ülkemizde geçerliliğini korumaktadır. Bu sistem halka açık anonim ortaklıkların kolaylıkla sermaye artırımını yapabilmesine imkân sağlamaktadır. Zühtü Aytaç, "Kayıtlı Sermayeli Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali Sorunu", (Prof. Dr. Ernst. E. HIRSCH'in Hatırasına Armağan), Ankara 1986, 257-291.

⁵³⁷ 10445 sayılı ve 01.03.1960 tarihli Resmî Gazete 'de yayımlanmıştır.

⁵³⁸ Mehmet Bahtiyar, *Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı*, (İstanbul, Beta Basım Yayın, 1996), 49-50; Melis Avşar, "Kayıtlı Sermaye Sisteminde Yönetim Kurulunun Yetkileri ve Yönetim Kurulu Kararlarına Karşı Başvurulacak Hukuki Yollar" (İstanbul Üniversitesi, 2015), 12. RG. 10610 sayılı ve 22.09.1960 tarihli kanun.

⁵⁴⁰ Bahtiyar, *Anonim Ortaklıkta Kayıtlı*, 50-51.

⁵⁴¹ Aydın Davut, "Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Uygulaması", *Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisat ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 1(1989): 175 vd.

⁵⁴² Aytaç, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 155.

SerPK m. 12 hükmü ile kayıtlı sermaye sistemine ilişkin olarak belirli şartları taşıyan halka açık anonim ortaklıklar yönünden düzenlemeler yapılmıştı.

Günümüzde Türk hukukunda, kayıtlı sermaye sistemine ilişkin genel düzenlemeler iki ayrı kanunda düzenlenmektedir. Kayıtlı sermaye sistemini ilk olarak halka açık olmayan ortaklıklar açısından kabul eden kanun, 6102 sayılı TTK'dır. İkinci genel düzenleme ise 6362 sayılı SerPK'da bulunmaktadır. 6362 sayılı SerPK m.18 (2499 sayılı SerPK'da m.12) hükmü bu imkânı bütün halka açık anonim ortaklıklara tanımıştır. SerPK m. 18 uyarınca bu sisteme tabi olmak, kural olarak ortaklıklar açısından isteğe bağlıdır. Bununla birlikte, SerPK m. 49/1-a hükmü ile bu sistem, yatırım ortaklıkları açısından zorunlu hale getirilmiştir.

SerPK'da halka açık anonim ortaklıklar için kayıtlı sermaye sisteminin benimsenmesinin temel nedeni; sermaye artırım sürecinin uzun ve yorucu bir prosedür gerektirmesi ve bu sürecin, halka açılmayı zorlaştıran TTK hükümlerinden uzaklaşarak iktisadî gelişmelere hızlı şekilde uyum sağlama ihtiyacıdır⁵⁴³.

2.3.3.1.2. Tanımı ve Özellikleri

Kayıtlı sermaye sisteminde üç çeşit sermaye kavramı kabul edilebilir. Bunlar kayıtlı sermaye, başlangıç sermayesi ve çıkarılmış sermayedir. Başlangıç sermayesi kuruluş sırasında ya da bu sisteme ilk dahil olunduğunda kabul edilen zorunlu bir sermayedir. (TTK m. 332/2). Söz konusu tanım SerPK'da bulunan tanım ile aynı doğrultudadır (SerPK m. 3/1-b, II-18.1 sayılı Tebliğ m. 4/1-a). Yatırım ortaklıklarının kuruluş ve faaliyet koşullarını genel olarak düzenleyen, SerPK m. 49/1-b'ye göre, ortaklıkların başlangıç sermayeleri SPK'nın tespit ettiği miktardan az olmayacaktır.

Yatırım ortaklıklarının başlangıçtaki sermayesinin doğrudan yasayla belirlenmemesi; bu belirleme yetkisinin SPK'ya bırakılmasının nedeni, geçmişte veya gelecekte yaşanabilecek enflasyon nedeniyle belirlenen miktarların ve meblağların kısa zamanda değerini kaybetmesinden kaynaklanmaktadır⁵⁴⁴.

⁵⁴³ Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 174; Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 42 vd; Bahtiyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 70; Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 74.

⁵⁴⁴ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 75. Bizim de katıldığımız görüş olan, Uyar'a göre enflasyon oranları çok üst sınırlara çıkmasa dahi başlangıç sermayesini belirleme görevi SPK 'ya ait olması uygundur.

Çıkarılmış sermaye, çıkarılmış payların bütününe itibari değerlerinin toplamını temsil eden sermayedir. SerPK m. 3/1-d hükmüne göre, çıkarılmış sermaye; kayıtlı sermaye sistemini benimseyen anonim ortaklıkların satışı sunulmuş paylarını temsil eden sermaye şeklinde tanımlamaktadır (Aynısı II-18.1 sayılı Tebliğ m. 4/1-b). Bu sermaye, başlangıç sermayesiyle kayıtlı sermaye arasında kalan yönetim kurulu tarafından her bir pay ihracı sonrasında artış gösteren fiilî (somut) sermaye miktarını ifade eder⁵⁴⁵.

Kayıtlı sermaye, anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde bu yönde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile TTK'nın sermaye artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın pay senedi çıkarabilecekleri azami sermaye tutarını gösteren, ticaret siciline tescil edilmiş sermayedir⁵⁴⁶.

Halka açık anonim ortaklıklarda kayıtlı sermaye sistemi oldukça yaygın olarak kullanılmaktadır. Ancak kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımına uygulanacak kuralları içeren özel bir düzenleme, SerPK ve SPK Tebliğlerinde açıkça yer almamaktadır. Bu konuda yalnızca SerPK m. 18'de, kayıtlı sermaye ile ilgili bazı hükümler (f.2-8) bulunmaktadır. Benzer şekilde, SPK'nın VII/128.1 Tebliğinde de bu özelliğe sahip hükümler bulunmaktadır. Konuya ilişkin olarak, SerPK mevzuatına tabi halka açık anonim ortaklıklar ve menkul kıymet yatırım ortaklıkları bakımından, kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımına uygulanacak kuralları düzenleyen ayrı bir tebliğ düzenlenmesi yerinde olacaktır.

SerPK m.18/3 hükmüne göre, kayıtlı sermaye sisteminde çıkarılmış paylar bütünüyle satılıp bedelleri tamamen ödenmediği sürece ya da satılmamış olan payların iptali gerçekleşmedikçe yeni pay çıkarılmasının olanağı yoktur.

SerPK'da satılmayan payların iptali konusunda herhangi bir düzenleme mevcut değildir. Payların iptali konusunda ise kıymetli evrak hukukundaki hükümlerin uygulanması mümkün değildir. Burada, sermaye piyasası mevzuatında halka açık anonim ortaklıkların kayıtlı sermaye sistemine göre satılmayan payların iptalinden bahsedilmektedir.

Bunun nedeni yatırım ortaklıklarının piyasa koşulları altında faaliyette bulunabilecekleri, başlangıç sermayesi miktarının, piyasa koşullarına ivedi olarak uyumunun sağlanması için düzenlemenin devam etmesidir. Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 218.

⁵⁴⁵ Mehmet Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, (İstanbul: Beta Yayınevi, 2019), 362.

⁵⁴⁶ Bayraktar, "Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları", 40.

Tekinalp'e göre, bu paylar satın alınmadıkları için herhangi bir bedel taşımaz. Dolayısıyla söz konusu "iptal" işlemi, SPK'nın bu payları geçersiz veya hükümsüz sayması anlamına gelmektedir⁵⁴⁷. Kanımızca, yeni pay çıkarılabilesinin sağlanması bakımından satılmayan payların iptaline ilişkin açık bir yasal düzenleme eksikliği bulunmaktadır. Bu konuda yapılacak bir düzenleme ile iptal işleminin hukuken ne ifade ettiğinin açıklığa kavuşturulması yerinde olacaktır.

6102 sayılı TTK'nda düzenlenen kayıtlı sermayeye dair hükümler, 6362 sayılı SerPK'nın kayıtlı sermayeyi düzenleyen 18. maddesi⁵⁴⁸ ve SPK'nın Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği⁵⁴⁹ ile büyük oranda benzetmektedir⁵⁵⁰.

Konuyu kısaca özetlediğimizde menkul kıymet yatırım ortaklıkları, kayıtlı sermaye sistemi esasına göre sabit sermayeli ve değişken sermayeli olarak iki şekilde kurulabilir. Sabit sermayeli yatırım ortaklıkları devamlı olarak pay senedi çıkaramazlar. Bu tür ortaklıkların sermayesi esas sözleşmede sabit olarak düzenlendiğinden, ancak belli prosedürleri uygulayarak sermaye artırımına gidilebilir. Ayrıca, sabit sermayeli yatırım ortaklıklarının pay senetlerini geri alma taahhüdünde bulunmaları mevzuata aykırıdır. Buna karşılık değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında durum farklıdır. Bu ortaklıklarda devamlı surette pay senedi ihracı yapılabilir ve en önemlisi ortaklık daha önceden çıkarmış olduğu pay senetlerini iade alabilir. Ancak bu ortaklıkların imtiyazlı pay senedi ve tahvil çıkarmaları mümkün değildir⁵⁵¹.

2.3.4. Ortaklığın Portföy Yapısı ve Sınırlamalar

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarında, 48-III.5 sayılı Tebliğ m. 77/1 çerçevesinde, portföyde yer alan tüm varlıkların değerlemesinde, SPK'nın yatırım fonlarının finansal

⁵⁴⁷ Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku*, N.1401, 254.

⁵⁴⁸ Memiş ve Turan, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 192. "Kayıtlı sermaye sisteminde, yönetim kurulu, 6102 sayılı Kanunun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalmaksızın esas sözleşmelerinde tespit edilen kayıtlı sermaye tavanına kadar sermayelerini artırmaya yetkilidir. Şu kadar ki, bu yetki genel kurul tarafından en çok beş yıl süre ile verilebilir. Bu yetkinin süresi azami beş yıllık dönemler itibarıyla genel kurul kararıyla uzatılabilir".

⁵⁴⁹ 25.12.2013 tarihli 28862 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

⁵⁵⁰ Konu ile ilgili her iki mevzuat karşılaştırıldığında bazı farklılıklar bulunmaktadır. Bkz. Fena İpek, "6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Kayıtlı Sermaye Düzenlemesi ve Bu Düzenlemenin Sermaye Piyasası Işığında Değerlendirilmesi", *Yaşar Üniversitesi Dergisi*, 8 (2013): 1416 vd.

⁵⁵¹ Zühtü Ayaç, *Türkiye'de Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları*, *Sermaye Piyasası Araçları, Araçlar ve Kuruluşlar*, (İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu, 1984).

raporlamalarına ilişkin düzenlemelerinde yer alan değerlemeye ilişkin esaslara uyulur. Ayrıca, portföyde yer alan varlıkların, III-56.1 sayılı Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği⁵⁵² çerçevesinde, portföy saklama kuruluşu bünyesinde saklanması zorunludur.

Sabit sermayeli yatırım ortaklıklar, 48-III.5 sayılı Tebliğ m. 19'a göre en az bir portföy yöneticisi çalıştırma şartıyla kendi portföylerini yönetebilir. Ayrıca, ortaklık, portföy yönetim hizmetini SPK'dan izin alarak ve imzalanacak bir sözleşme ile bir portföy yönetim ortaklığından da alabilir. Portföy yönetim ortaklığından hizmet alındığında, portföy yönetimi hizmetine dair hususlar, Kurul'un portföy yönetim ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde belirlenen asgari unsurların yer aldığı bir sözleşme çerçevesinde belirlenir.

III-56.1 sayılı Tebliğ'e göre, bir portföy yönetim ortaklığından, portföy yönetim hizmeti alınmadığı hallerde, sabit sermayeli yatırım ortaklıkları nezdinde, gerekli lisans belgesine ve en az üç yıllık tecrübeye sahip en az bir portföy yöneticisinin istihdam edilmesi zorunludur. Ayrıca, portföy yönetimi ile ilgili karar alma sürecine ilişkin yazılı bir prosedürün oluşturulması ve kararlara dayanak teşkil eden bilgi ve belgelerin, sabit sermayeli ortaklığın merkezinde en az beş yıl süreyle saklanması gerekmektedir. Bununla birlikte portföy yönetim hizmetinin dışarıdan sağlandığı durumlarda da ilgili portföy yöneticilerinin anılan lisans ve tecrübe şartlarını sağlaması zorunludur.

Portföye ilişkin sınırlamalar III-56.1 sayılı Tebliğ'in 7. bölümünde m. 24'te⁵⁵³ yer almaktadır. Bu sınırlamaların genel başlıklar halinde portföye alınacak varlıklar ve

⁵⁵² 02.07.2013 tarihli ve 28695 sayılı Resmî Gazete 'de yayımlanan tebliğdir.

⁵⁵³ "a) Net aktif değer %10'undan fazlası bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına ve bu araçlara dayalı türev araçlara yatırılmaz. Bu oranın hesaplanmasında ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler dikkate alınmaz. Bir ihraççının ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetlerine yapılacak yatırımlar net aktif değer %25'ini aşamaz ve bu yatırımlar için (b) bendinde yer alan sınırlama uygulanmaz. b) Net aktif değer %5'inden fazla yatırım yapılan ihraççıların para ve sermaye piyasası araçlarının toplam değeri net aktif değer %40'ını aşamaz. c) Net aktif değer %20'sinden fazlası Kurulun finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan anlamda, aynı grubun para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz. ç) Portföye aynı ihraççının borçlanma araçlarının tedavülde olan ihraç miktarının %10'undan fazlası dahil edilemez. Bu oranın hesaplanmasında ihraççının tüm borçlanma araçlarının, borçlanma aracının portföye dahil edildiği tarihteki tedavülde olan ihraç tutarının piyasa değeri esas alınır. d) TCMB, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı ve ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçları için bu fıkra da yer alan sınırlamalar uygulanmaz. Bu hususta, bu bent kapsamında tek bir varlığa yapılan yatırım net aktif değer %35'ini aşamaz. e) Varlık kiralama şirketleri tarafından

ihraççılara ilişkin sınırlamalar, portföye alınacak katılma paylarına ilişkin sınırlamalar, portföydeki varlıkların borsada işlem görme esaslarına ilişkin sınırlamalar, repo ve ters repo işlemlerine ilişkin sınırlamalar ve diğer sınırlamalardan meydana gelir.

2.3.5. Ortaklığın Yapamayacağı İşler

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına ilişkin III-48.5 sayılı Tebliğ m. 23 (1)'e göre, sabit sermayeli ortaklıklar bazı faaliyetlerde bulunamazlar⁵⁵⁴. Aynı Tebliğ m. 64 (1) hükmüne göre, değişken sermayeli ortaklıkların yapamayacağı iş ve işlemler sayılmıştır⁵⁵⁵.

Bu maddeler birlikte incelendiğinde, her iki ortaklık türünün de yapamayacağı işlemlerin büyük ölçüde aynı olduğu görülmektedir. Fakat, sabit sermayeli yatırım ortaklıkları, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarından farklı olarak, portföylerinde yer alan varlıkları, portföyle bağlantılı işlemler dışında teminat olarak gösteremeyecektir. Ortaklık, sadece istisnai olarak Tebliğ m. 31'de belirtilen esaslara göre, kredi alabilmek için portföyünün %10'unu teminat olarak gösterebilecektir. Buna göre "Sabit sermayeli ortaklıklar, kısa süreli nakit ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla, kamuya açıkladıkları son hesap dönemine ilişkin yıllık finansal tablolarında yer alan özkaynak tutarının %20'sine

ihraç edilen sermaye piyasası araçları için (a) bendinde yer alan %10'luk sınırlama %25 olarak uygulanır, (b) bendindeki sınırlama ise uygulanmaz vd.

⁵⁵⁴ "a) Ödünç para verme işleriyle uğraşamazlar. b) 5411 sayılı Bankacılık Kanununda tanımlandığı üzere mevduat veya katılım fonu toplayamazlar, mevduat veya katılım fonu toplama sonucunu verebilecek iş ve işlemler yapamazlar. c) Ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunamazlar. ç) Aracılık faaliyetinde bulunamazlar. d) Açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamazlar. e) Portföylerindeki varlıkları rehin veremez ve portföye ilişkin olarak yapılan işlemler haricinde teminat olarak gösteremezler. Ancak 31 inci maddede belirtilen esaslar çerçevesinde kredi temini için portföyünün %10'unu teminat olarak gösterebilirler. f) Günlük operasyonlar ve türev araçlar nedeniyle gerçekleştirilen işlemlerin teminatı kapsamında gereken miktardan fazla nakit tutamazlar. g) Faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla taşınır ve taşınmaz mal edinemezler. ğ) Portföylerine hiçbir şekilde rayiç değerinin üzerinde varlık satın alamaz ve portföyden bu değer altında varlık satamazlar. Rayiç değer borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, borsada işlem gören varlıkların borsa dışında yapılacak işlemleri için ise işlemin gerçekleştirildiği piyasada işlem gününde sabit sermayeli ortaklık lehine alımda en düşük satışta en yüksek fiyattır".

⁵⁵⁵ "a) Ödünç para verme işleriyle uğraşamazlar. b) 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat veya katılım fonu toplayamazlar, mevduat veya katılım fonu toplama sonucunu verebilecek iş ve işlemler yapamazlar. c) Ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunamazlar. ç) Aracılık faaliyetinde bulunamazlar. d) Açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamazlar. e) Günlük operasyonlar ve türev araçlar nedeniyle gerçekleştirilen işlemlerin teminatı kapsamında gereken miktardan fazla nakit tutamazlar. f) Faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla taşınır ve taşınmaz mal edinemezler. g) Ortaklık portföylerine hiçbir şekilde rayiç değerinin üzerinde varlık satın alamaz ve ortaklık portföyünden bu değer altında varlık satamazlar. Rayiç değer borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, borsada işlem gören varlıkların borsa dışında yapılacak işlemleri için ise işlemin gerçekleştirildiği piyasada işlem gününde ortaklık lehine alımda en düşük, satışta en yüksek fiyattır".

kadar kredi kullanabilirler veya aynı sınırlar içinde kalmak suretiyle sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde bono ihraç edebilirler”.

2.4. BYF’lerin Türkiye’deki Hukuki Yapısı

2.4.1. Genel Olarak

BYF’ler ile ilgili yürürlüğe giren ilk Seri: VII No: 23 sayılı Tebliğ m.4’e göre, BYF; katılma payları borsa pazarlarında işlem gören, fonun meydana getirilme aşamasına katılan ve yetki verilen katılımcıların, fon portföyünün özelliklerini gösterecek biçimde portföyde yer alan menkul kıymetler ile nakdi birleştirerek karşılığında fon katılma payı edindiği; riskin dağıtılması ilkesi ve inancılı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla kurulan bir mal varlığıdır.

Bu düzenlemeden sonra SPK, 27.11.2013 tarihinde bir basın duyurusu yayınlayarak, 6362 sayılı SerPK’nın “*Kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin geçiş hükümleri*” başlıklı Geçici 6’ ncı maddesi çerçevesinde; Kanun’un kolektif yatırım kuruluşlarına dair m. 52 ve m. 54’deki düzenlemelere ilişkin usul ve esasların tespit edilmesi, BYF’lerle ilgili uygulamada karşılaşılan aksaklıkların çözümlenmesi ve piyasaların şeffaf, etkin, güvenilir ve rekabetçi bir ortamda faaliyet göstermesi gayesiyle Seri:VII No:23 sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğ’ini yürürlükten kaldıran yeni bir tebliğ hazırlandığını açıklamıştır.

Yeni Tebliğ ile, BYF’lerin kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, katılma payları ile bunların halka arzına ve kamunun aydınlatılmasına ilişkin usul ve esasların sınırları belirlenmiştir. BYF’ler son olarak III-52.2 sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde⁵⁵⁶ de tanımlanmıştır.

Buna göre, III-52.2 sayılı Tebliğ m.4 kapsamında BYF; katılma payları BIST’te işlem gören, fon portföyünün özelliklerini gösterecek biçimde portföydeki varlıkların ya da yalnızca nakdin teslim edilmesi ile katılma payı meydana getirilebilen veya katılma payının iade edilmesine karşılık söz konusu katılma paylarına denk gelen varlıkların ya da nakdin alınmasına imkân sağlayan bir yapıdır. Ayrıca, BYF; tasarruf malikleri

⁵⁵⁶ 27.11.2013 tarihi 28834 sayılı Resmî Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren tebliğdir.

hesabına, inançlı mülkiyet hususlarına göre portföy işletmek için portföy yönetim ortaklıkları tarafından bir içtüzük ile oluşturulan ve tüzel kişiliği olmayan mal varlığı niteliğindedir. Bu mal varlığı, fon portföyünde yer alan varlıkların oluşturduğu bağımsız bir mal topluluğunu ifade eder. Fona ait mal varlığı, kurucunun inançlı mülkiyetinde bulunur. Bunun yanında, kurucunun kendi mülkiyeti kapsamında ayrı bir mal varlığı oluşturması da söz konusudur.

III-52.2 sayılı Tebliğ'in çıkarılma amacı, m. 1'de; BYF'lerin meydana gelmesine, çalışma esaslarına ve normlarına, katılma payları ile bunların halka arz edilmesine ve kamunun aydınlatılmasına dair esasların belirlenmesi şeklinde açıklanmıştır. III-52.2 sayılı Tebliğ 6362 sayılı SerPK'nın m. 52 ve m. 54' ü kendine dayanak olarak kabul etmiştir. BYF'ler, belirli bir endeksi⁵⁵⁷ temel alan yatırım fonlarıdır. Bu fonlar, dayandıkları endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı gaye edinen ve payları borsalarda işlem gören fonlardır. BYF'ler bağlı oldukları endekste yer alan pay, altın döviz gibi varlıkların kazancını yansıtır. BYF'lerin, pay senetlerinin yüksek likiditeye ve kolay alım satım imkânına sahip olma özelliğini; yatırım fonlarının ise riski dağıtma ve yatırım yapılan piyasaların getirilerinden yatırımcıyı faydalandırma özelliklerini bir araya getiren yapılardır.

BYF'ler, aktif portföy yönetiminden ziyade pasif bir yönetim anlayışıyla belirli bir endeksi veya piyasanın genel eğilimini takip etmektedir⁵⁵⁸. Böylece, portföy yapısı sık sık değişikliğe maruz kalmayan bu fonların, yatırımcılar için çok önemli ve faydalı bir yatırım aracı olduğu açıktır.

2499 sayılı SerPK döneminde BYF'lere ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Ancak bu Kanun'un m. 32/c hükmünde, yatırım fonlarının bir sermaye piyasası kurumu olduğu belirtilmişti. Aynı Kanun'un 38. maddesine göre, bir yatırım fonunun kurulması; kurucunun yatırım fonu içtüzüğünü hazırlayarak, bu içtüzüğün noterden tasdikli bir örneği ile SPK'ya ve Kurul tarafından belirlenecek diğer belgelerle birlikte izin başvurusunda bulunması suretiyle mümkündür. Ayrıca, bankalar ve sigorta şirketlerinin

⁵⁵⁷ Endeks, bir veya daha fazla değişkenin hareketlerinden ibaret olan, oransal değişimi ölçmeye yarayan bir göstergedir. Pay piyasasının genel bir göstergesi olan pay endeksleri, endeks kapsamındaki payların fiyatları baz alınarak "piyasa performansı" hakkında genel bir bilgi verir.

⁵⁵⁸ <https://www.borsaistanbul.com/katilim-finans/katilim-esasli-byfler>. (E.T. 10.10. 2025).

yatırım fonu kurmak için SPK'ya başvurmaları durumunda Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın görüşüne başvurulmaktaydı.

2.4.2. Borsa Yatırım Fonlarının Kuruluşu

2.4.2.1. Fonun Kurulması ve Fon Kurucusu

BYF'lere ilişkin ilk kabul edilen Seri:VII No:23 sayılı Tebliğ m. 3'de, fonun kurucu sıfatına, bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan yardım sandıkları ile 7/7/1964 tarihli ve 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar sahipti. Buna karşılık, III-52.2 sayılı Tebliğ m. 4/1'e göre BYF'ler bir portföy işletmek gayesi ile portföy yönetim ortaklıkları tarafından kurulur. Bu düzenleme ile BYF'lerin kuruluş hakkı portföy yönetim ortaklıklarına tanınmıştır. Fon portföyü inançlı mülkiyet çerçevesinde işletilir. Ayrıca bu fonlar Tebliğ m. 4/2 ile SPK tarafından onay verilen bir endeksi takip etmek zorundadır.

AB mevzuatında, fon kurucularına yönelik sınırlayıcı bir yaklaşım bulunmamaktadır. Bu kapsamda portföy yönetim ortaklıklarının fon kurucusu olmasına izin verilmektedir⁵⁵⁹. AB hukukunda, yatırım fonlarının kuruluşu ve yönetimine ilişkin çerçeve, 2009/65/EC UCITS Direktifi ile belirlenmiştir. Söz konusu Direktif'in 5. maddesi⁵⁶⁰, bir UCITS ya yetkili bir yönetim ortaklığı tarafından yönetilmeli ya da kendisi yetkilendirilmiş bir yatırım ortaklığı olarak faaliyet göstermelidir. Dolayısıyla UCITS fonlarının kurulması ve faaliyeti, yalnızca düzenleyici otoriteler tarafından yetkilendirilmiş ve lisanslanmış yapılar aracılığıyla mümkündür.

⁵⁵⁹ European Commission. (2009). *Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)*. Official Journal of the European Union. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32009L0065> (E.T. 30.05. 2025)

⁵⁶⁰ European Parliament and Council, Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) (Recast), OJ L 302, 17 November 2009, 32–96, Art. 5, “No UCITS shall pursue activities as such unless it has been authorised in accordance with this Directive. Such authorisation shall be valid for all Member States.” (Hiçbir UCITS, bu Direktif uyarınca yetkilendirilmedikçe faaliyet gösteremez. Bu yetkilendirme tüm Üye Devletlerde geçerlidir).<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A-02009L0065-20140917>.(E.T. 25.10.2025).

Ayrıca, 16. madde⁵⁶¹, bir yönetim ortaklığının yetkilendirilmesini takiben, AB üyesi diğer ülkelerde de faaliyet gösterebilmesine imkân sağlayarak, fon kuruluşunda sınır ötesi hizmet sunumu serbestisini tesis etmektedir. 20. madde⁵⁶² ise, bir yönetim ortaklığının başka bir üye devlette kurulmuş bir UCITS'i yönetebilmesi için yerine getirmesi gereken bildirim ve yetkilendirme yükümlülüklerini ayrıntılı biçimde düzenlemektedir.

Bu düzenlemeler çerçevesinde, AB mevzuatında fon kurabilecek kuruluşlar, yalnızca yetkili yönetim ortaklıkları (authorised management companies) ile yatırım ortaklıkları (investment companies) olarak belirlenmiş olup, bunların yetkilendirilmesi ve denetimi üye devletin yetkili otoriteleri tarafından gerçekleştirilir. Dolayısıyla, AB hukukunda fon kurucularına ilişkin yaklaşım, Türk hukukundaki III-52.2 sayılı Tebliğ'de öngörülen sistemden farklı olarak, daha esnek ancak aynı zamanda yeknesak bir düzenleme içermektedir. Bu sayede, fon piyasasında rekabetin artırılması, yatırımcı korunmasının sağlanması ve sınır ötesi fon kuruluşlarının teşviki amaçlanmaktadır.

6362 sayılı SerPK m. 52/5 hükmüne göre, fon kurucusu; fonun kuruluşu, yönetimi, temsil edilmesi, yatırımcı haklarının korunması ve içtüzükte belirtilen esaslara uyulmasından sorumludur. Bu sorumluluklar, yatırım fonunun bağımsız mal varlığı niteliği ve yatırımcıların korunması ilkesi çerçevesinde şekillendirilmiştir. Ayrıca, söz konusu yükümlülükler, doğrudan kurucunun özen ve sadakat borcunu doğurur.

Hüküm değerlendirildiğinde yatırım fonlarında kurucu, fonun kurulması, yönetilmesi veya yönetiminin devri, fon içtüzüğünün hazırlanması ve katılma payı sahipleriyle olan

⁵⁶¹ European Parliament and Council, Directive 2009/65/EC (UCITS Directive), OJ L 302, 17 November 2009, Art. 16 (1), "Member States shall ensure that a management company, authorised by its home Member State, may pursue within their territories the activity for which it has been authorised, either by the establishment of a branch or under the freedom to provide services." (Üye Devletler, ana üye devleti tarafından yetkilendirilmiş bir yönetim ortaklığının, yetkilendirildiği faaliyeti kendi topraklarında ya bir şube kurmak suretiyle ya da hizmet sunumu serbestisi kapsamında yürütebilmesini temin ederler). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02009L0065-20140917>. (E.T.25.10.2025).

⁵⁶² European Parliament and Council, Directive 2009/65/EC (UCITS Directive), OJ L 302, 17 November 2009, Art. 20(1), "Without prejudice to Article 5, a management company which applies to manage a UCITS established in another Member State shall provide the competent authorities of its home Member State and of the host Member State with the information required by this Directive and shall remain subject to supervision by the competent authorities of its home Member State. (Madde 5 hükümlerine hâlel getirmeksizin, başka bir üye devlette kurulmuş bir UCITS'i yönetmek üzere başvuran bir yönetim ortaklığı, bu Direktifte öngörülen bilgileri ana üye devletin ve ev sahibi üye devletin yetkili otoritelerine sunmakla yükümlüdür ve ana üye devletin yetkili otoritesinin gözetimi altında kalır). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02009L0065-20140917>. (E.T.25.10.2025).

hukuki ilişkilerin belirlenmesinden sorumlu kurumsal yapıdır. Bu nedenle, fon kurucusunun hukuki statüsü, fon katılımcılarının haklarının korunması açısından hayati öneme sahiptir. Kurucunun en temel yetkisi, fonun hukuki varlığını temsilen işlem yapabilmesidir⁵⁶³. Ancak fon kurucusu sınırsız bir yetkiye de sahip değildir.

Kurucu, fonun mal varlığı üzerinde kendi adına tasarruf edemez ve fon portföyü üzerindeki gerçekleştireceği tüm işlemleri yatırımcıların menfaatine uygun olarak yürütmek zorundadır⁵⁶⁴. Bu yükümlülük, inançlı mülkiyet ilişkisinde gözetim ve sadakat borcu kapsamında değerlendirilebilir. Kurucunun ayrıca, bağımsız denetim, portföy saklama ve yönetim hizmetleri ile ilgili düzenlemelere uygun hareket etme zorunluluğu vardır. SPK düzenlemeleri uyarınca, fonun portföy yönetimi faaliyetleri, yetkili bir portföy yönetim ortaklığı tarafından yürütülmelidir⁵⁶⁵. Kurucunun bu ortaklıkla yaptığı sözleşme, yönetim faaliyetlerinin sınırlarını belirlemektedir.

Ayrıca, kurucu, yatırımcılara karşı şeffaflık ilkesine uygun hareket etmeli ve fon iç tüzüğü ile izahnamede belirtilen esaslara da sadık kalmalıdır. Kurucunun iç tüzüğe aykırı hareket eden ettiği durumlarda, yatırımcıların doğrudan dava açma hakkı saklıdır. Bu açıklamalardan anlaşılacağı üzere, fon kurucusunun yetki ve yükümlülükleri; temsil, düzenleme, denetimle uyum, yatırımcı bilgilendirmesi ve etik yükümlülükleri kapsamaktadır. Bu sorumluluklar, yatırımcıların korunmasına ve fonun güvenilirliğinin sağlanmasına hizmet etmektedir⁵⁶⁶.

BYF'lerin katılma payları borsada işlem görmektedir⁵⁶⁷. Fonun esas stratejisi, izlenen endeksin performansını fonlara aksettirmektir. Bunun ölçülmesi ise, takip farkı ve takip hatasının BYF'lere ilişkin III-52.2 sayılı Tebliğ'de yer alan EK/1'deki haliyle hesap edilmesi yoluyla gerçekleştirilir. Takip farkı ve takip hatasının hesabında, endeksin hesaplanmasında kabul edilen para birimi esas alınabilir.

⁵⁶³ <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/menkul-kiymet-yatirim-fonlari/tanitim-rehberi#:~:text=Yatırım%20fonları%20inançlı%20mülkiyet%20esasına,devri%20fon%20içtüzüğü%20ile%20olur.>

⁵⁶⁴ III-55.1 sayılı Tebliğ 'de düzenlenmiştir. Bkz Tebliğ m. 21.

⁵⁶⁵ III-52.2 sayılı Tebliğ m.4 hükmünde belirtilmiştir.

⁵⁶⁶ https://spl.com.tr/wp-content/uploads/2025/01/1001_MKT_311122024_202401130850.pdf(E.T. 20.05.2025)

⁵⁶⁷ III-52.2 sayılı Tebliğ m.4 hükmünde belirtilmiştir.

Takip farkı, III-52.2 sayılı Tebliğ m. 3 (1) o bendinde, fon portföyünün yıllık getirisi ile izlenen endeksin yıllık getirisi arasındaki farkı ifade eder. Takip hatası ise aynı maddenin (ö) bendinde, fon portföyünün getirisi ve takip edilen endeksin getirisi arasındaki farkın değişkenliği olarak ifade edilmiştir.

2.4.2.2. Fonun Unvanı

III-52.2 sayılı Tebliğin m. 6 (1)'e göre fon unvanı, fonun takip ettiği yatırım stratejisi doğrultusunda gerçekleştirilmelidir.

2.4.2.2.1. Fon Unvanında Olmaması Gereken Hususlar

III-52.2 sayılı Tebliğ m. (5)'de, 5/4. fıkrasının (c) bendi kapsamındaki fonların unvanlarında, takip stratejilerini öngörecektir bir ifadenin olması zorunludur. Ayrıca, III-52.2 sayılı Tebliğ m. (6) (b) bendine göre, fon unvanının diğer fon unvanlarıyla benzerlik taşıması gerekir.

Fonun unvanı, farklı bir kişi veya kuruluşu anımsatacak şekilde düzenlenmemelidir. Kurucu ya da idarecide olmayan vasıfları içermemelidir. Fonun diğer fonlardan daha üstün olduğu izlenimini verebilecek öznel ifadelerin kullanılması da uygun görülmemiştir⁵⁶⁸. Bu tür düzenlemelerle, yatırımcıların ve tasarruf sahiplerinin yanıltılmasının önüne geçilmesi ve böylece yatırımcıların korunması amaçlanmıştır. Kanaatimize göre, aksi durumda fonun unvanına ilişkin uyulması gereken hususlara uymayanlara uygulanacak yaptırımlar ile ilgili olarak Tebliğ'in devam eden hükümlerinde açıkça düzenleme yapılması uygun olurdu.

2.4.2.2.2. Fon Unvanında Olması Uygun Bulunan Hususlar

III-52.2 sayılı Tebliğ m. (2) hükmüne göre, fon unvanında takip edilen endeksle ilgili olan her türlü ifadenin kullanılmasına izin verilmiştir. Yatırımcıların aydınlatılması açısından endeks ile ilgili hususlar önem arz etmektedir.

III-52.2 sayılı Tebliğ m. (3) çerçevesinde ise, yabancı ülke parası ile sermaye piyasası araçlarına, fon toplam kıymetinin en az %80'i oranında devamlı olarak yatırım yapan

⁵⁶⁸ III-52.2 sayılı Tebliğ m. 6/1-b hükmünde belirtilmiştir.

fonların unvanlarında “*Yabancı*” ifadesinin bulunması zorunlu tutulmuştur. Ayrıca, Tebliğ m. (4)’e göre, portföyünün tümü sürekli olarak, kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın, başka kıymetli madenler ve SPK tarafından izin verilen uygun başka faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından meydana gelen fonlar, unvanlarında “*katılım fonu*” ifadesini bulundurabilecektir.

Anonim ortaklık olarak kurulan menkul kıymet yatırım ortaklıklarının bir ticaret unvanı seçmeleri ve kullanmaları zorunludur (TTK m. 39/1). Ticaret unvanı ile ilgili olarak TTK m. 45 ve m. 46’da geçen hükümler de bu ortaklıklar açısından uygulama alanı bulacaktır. Konu ile ilgili olarak, Ticaret Bakanlığı, ticaret ortaklıkları ve ticari işletme işleten diğer tacirlerin ticaret unvanlarına ilişkin usul ve esasları düzenlemek gayesiyle Ticaret Unvanları Hakkında Tebliğ yayımlamıştır⁵⁶⁹.

2.4.2.3 Borsa Yatırım Fonlarında Fon İçtüzüğü

II-52.2 sayılı Tebliğ’in m. 7/1 fıkrasına göre, fon içtüzüğü; katılma payı sahipleri ile kurucu, portföy saklayıcısı ve idareci arasındaki ilişkileri düzenleyen, fon portföyünün inançlı mülkiyet çerçevesinde işletilmesini, 6362 sayılı SerPK’nın 56. maddesi uyarınca saklanması ve vekâlet sözleşmesi hükümlerine göre yönetimini konu edinen; ayrıca genel işlem koşullarını kapsayan iltihaki bir sözleşme olarak tanımlanmıştır⁵⁷⁰.

Fon içtüzüğü, esas olarak katılma payları sahipleri arasında yapılan kolektif yatırım sözleşmelerine temel oluşturmak amacıyla düzenlenen genel işlem şartlarıdır⁵⁷¹. Genel işlem şartları, taraflarından birinin, karşı tarafa sunduğu, kabul ettirmek için daha önceden, tek yanlı olarak belirlediği sözleşme koşullarıdır. Bu şartların, birden çok sözleşmede kullanılmak üzere, sözleşmeden önce hazırlanmış olması ve hazırlayan tarafça sözleşmenin içeriğini oluşturmak amacıyla karşı tarafa sunulması gerekmektedir⁵⁷².

⁵⁶⁹ R.G. 14.02.2014 tarih 28913 sayılı kararı ile yayımlanmıştır.

⁵⁷⁰ Konuya ilişkin olarak bkz. sayfa 45 vd. (Birinci Bölüm)

⁵⁷¹ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 128.

⁵⁷² Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 128; İbrahim Kaplan, *Banka Sözleşmeleri Hukuku* (Ankara: Yetkin Yayıncılık, 2020), 100 vd; Ünal Tekinalp, *Banka Hukukunun Esasları* (İstanbul: Beta Yayınları, 1988), 264 vd.

Yatırım fonlarında taraflar arasında kurulan sözleşme, genel işlem koşulları çerçevesinde önceden tek taraflı olarak hazırlanmış sözleşme hükümlerinin, yatırımcının onayına bağlı olarak yürürlüğe girmesi esasına dayanır. Hukuki özelliği itibarıyla genel işlem koşulları içeren sözleşmeler, klasik anlamda şartları taraflarca müzakere edilerek hazırlanan sözleşmelerden farklıdır⁵⁷³. Bu anlamda yatırımcının hak ve sorumlulukları önceden yatırım kuruluşu tarafından belirlenir ve yatırımcıya bu haliyle sunulacaktır. TBK mevzuatında⁵⁷⁴, genel işlem koşulunu barındıran sözleşmelerin geçerli ve bağlayıcı olması için karşı tarafın bu şartları açıkça kabul etmesi gerekir. Ancak sadece sözleşmeyi kabul etmek yeterli değildir. Sözleşme ile ilgili hususlarda karşı tarafa gerekli bilgiler detaylı olarak aktarılmış olmalıdır. Genel işlem koşullarında yazılı olan bir hüküm açık ve anlaşılır şekilde düzenlenmemişse ya da birden çok anlam taşıyorsa, bu hüküm düzenleyenin aleyhine yorumlanır (TBK m. 23) Bu hüküm öğreti ve uygulamada da aynı şekilde kabul edilmiştir⁵⁷⁵.

Fon içtüzüğü, fon oluşturulurken, katılma payları ihraç edilmeden ve kolektif yatırım sözleşmesi yapılmadan önce hazırlandığından, genel işlem şartlarının “*sözleşmenin kurulmasından daha önce hazırlanma*” koşulunu karşıladığı kabul edilmektir⁵⁷⁶. Fon kurucusu tarafından önceden belirlenen kolektif yatırım sözleşmesi, katılma payı sahibinin içeriğini değiştirme veya yeniden düzenleme imkânının bulunmadığı, içeriği diğer sözleşmelerle tamamen aynı olan bir sözleşmedir. Bundan dolayı, fon içtüzüğü, birden fazla sözleşme ilişkisinde kullanılmak için önceden hazırlanır. Fonun kurucusu tarafından kolektif yatırım sözleşmesinin içeriğini belirlemek amacıyla katılma payı sahiplerine beyan edilir⁵⁷⁷.

Fon içtüzüğü, esasen, katılma payı sahipleri ile kurucu arasındaki hukuki ilişkiyi (başka deyişle kolektif yatırım sözleşmesini) düzenlemektedir. Katılma payı sahipleri, katılma payını satın aldıklarında bu payın esasını oluşturan fon içtüzüğünü de kabul etmiş sayılırlar⁵⁷⁸. Fon içtüzüğü, sonradan değiştirilse bile, katılma payı sahipleri ve diğer

⁵⁷³ Eren, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 226-250.

⁵⁷⁴ TBK m. 20-25 hükümleri arasında düzenlenmiştir.

⁵⁷⁵ M. Kemal Oğuzman ve M. Turgut Öz, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt I*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2018), 166; Eren, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 244.

⁵⁷⁶ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 128.

⁵⁷⁷ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 128-129.

⁵⁷⁸ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 129; Gürsoy, *Mukayeseli Hukukta Özellikle*, 151.

ilgililer üzerindeki bağlayıcı etkisini devam ettirmektedir⁵⁷⁹. III-52.2 sayılı Tebliğ m.7 (2) hükmünde fon içtüzüğü standardının SPK tarafından tespit edilmesi öngörülmüştür. Ayrıca, BYF içtüzüğünde bulunması gereken asgari unsurlar, Tebliğ'in EK/2 bölümünde düzenlenmiştir.

III-52.2 sayılı Tebliğ m.7 (1) hükmünde, fon içtüzüğünün iltihaki bir sözleşme olduğu belirtilmiştir. Hukukumuzda iltihaki sözleşmelere dair açık bir tanım kanun metinlerinde yer almamakla birlikte, bu sözleşme türü genel işlem koşulları kavramı ve tüketicinin korunmasına ilişkin düzenlemeler aracılığıyla hukuki çerçeveye oturtulmuştur.

6098 sayılı TBK m. 20-25. maddeleri arasında “*Genel İşlem Koşulları*” başlığı altında ayrıntılı hükümler getirmiştir. Bu hükümler, fiilen iltihaki özellik taşıyan tüm sözleşmelerin, şekil ve içerik bakımından denetlenebilmesini mümkün kılmaktadır.

İltihaki sözleşmelerde, taraflar sözleşmenin içeriği ve koşulları ile ilgili olarak müzakere edemezler. Bu tür sözleşmelerde içeriğin bir kısmı veya tamamı, sözleşmenin taraflarından biri ya da üçüncü bir kişi tarafından önceden belirlenmiştir⁵⁸⁰. Sözleşmede karşılıklı müzakere süreci bulunmadığından taraflardan yalnızca birine tek bir seçim hakkı tanınır. Taraf ya sözleşmeyi olduğu gibi kabul edip onaylayacak ya da sözleşmeye katılmaktan vazgeçecektir⁵⁸¹. İltihaki sözleşme, tüm koşulları bir tarafça önceden tek yanlı olarak hazırlanmış ve karşı tarafa müzakere imkânı tanınmaksızın “*ya kabul et ya da vazgeç*” şeklinde sunulan standart sözleşme tipini ifade eder⁵⁸². Bu tür sözleşmeler, genellikle toplu halde ve benzer şartlarla çok sayıda kişiyle akdedilir; sözleşme içeriği üzerinde karşı tarafın değişiklik yapma veya pazarlık etme imkânı bulunmaz. Güçlü konumdaki taraf (genellikle mal veya hizmet sağlayıcı), sözleşme metnini tek taraflı

⁵⁷⁹ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*,129; Gürsoy, *Mukayeseli Hukukta Özellikle*, 151; Fon içtüzüğünün her zaman SPK tarafından değiştirilmesi teklif edilebilir. SPK içtüzük standartlarını değiştirebilir.

⁵⁸⁰ Eren ve Dönmez, *Eren Borçlar Hukuku*, 292-293; Eren, *Borçlar Hukuku Genel* (2023), 225.

⁵⁸¹ Eren ve Dönmez, *Eren Borçlar Hukuku*, 292-293; Eren, *Borçlar Hukuku Genel* (2023), 225. Yargıtay 3. HD. E. 2014/13554, K.2015/8694, T. 14.05.2015. Yargıtay 13. HD. E. 1996/2570, K. 1996/4759, T. 16.05.1996, “... İltihaki sözleşmeler: (Contrata d’ adhesion) bir kamu hizmeti ifa edip hukuken veya eylemli olarak tekel durumu arz eden ve tüketicinin bağlanması gereken (nakliye müesseseleri; elektrik, havagazı, doğalgaz PTT sözleşmeleri gibi) standart hükümleri içeren ve tüketicilerin olduğu gibi bağlanmak zorunluğunda kaldığı sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerde taraflardan biri olan idare önceden sözleşme koşullarını hazırlayarak bir icap şeklinde umuma arz eder ve hizmetten yararlanma ihtiyacı içinde olan yurttaş bunları zımnen kabul etmek suretiyle bağlanır ...” www. kazancı.com.tr

⁵⁸² https://www.law.cornell.edu/wex/adhesion_contract (E.T.13.06.2025)

olarak hazırlar; buna karşılık, zayıf konumdaki taraf ancak sözleşmeyi bütünüyle kabul ederek bu ilişkiye dahil olabilir⁵⁸³.

İltihaki sözleşmelerde, sözleşme hükümlerini içeren metni sadece sözleşmenin bir tarafı düzenlemektedir. Bundan dolayı sözleşmeyi hazırlayan taraf, sözleşme koşullarını kendi menfaatleri doğrultusunda ve genellikle alanında uzman kişilerden aldığı profesyonel destekle düzenleme imkânına sahiptir⁵⁸⁴. Buna karşılık, sözleşmenin diğer tarafı, çoğu zaman herhangi bir uzman desteğinden yararlanmadan hareket etmekte ve sözleşmeyi hazırlayan tarafın sahip olduğu bilgi ve imkân düzeyine erişememektedir⁵⁸⁵. Bu durumda, zayıf konumdaki tarafın sözleşme içeriğine etkisi sınırlı olmakta; sözleşme hükümlerini inceleme veya değerlendirme olanağı bulsa bile, kendi aleyhine sonuçlar doğurabilecek hükümleri ayırt etmesi çoğu zaman mümkün olamamaktadır.

İltihaki sözleşmelerde, üstün konumda bulunan taraf, genel olarak sözleşmeyi hazırlayan kendi menfaatlerini güvence altına alan taraftır⁵⁸⁶. Buna karşılık, risk bakımından daha zayıf ve korunmasız durumda olan taraf ise çoğunlukla sözleşmenin karşı tarafıdır⁵⁸⁷. Buradaki temel sorun, sözleşmenin karşı tarafının, kendi aleyhine sonuçlar doğurabilecek hükümler içeren bir sözleşmeyi neden itiraz etmeksizin kabul ettiğinin açıklanmasıdır. Bu duruma yönelik genel değerlendirme, taraflar arasındaki güç dengesizliği kavramıyla açıklanabilir⁵⁸⁸. Sermaye piyasası hukuku, bu güç dengesizliğinin doğurabileceği olumsuz sonuçları önlemek amacıyla çeşitli koruyucu mekanizmalar öngörmektedir. Kamuyu aydınlatma ilkesi, şeffaflık yükümlülükleri ve SPK'nın onay ve denetim mekanizmaları sayesinde, iltihaki sözleşmeler aracılığıyla yatırımcıların aşırı zarara uğramasının önüne geçilmesi hedeflenmektedir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları halka açık anonim ortaklık olmasında dolayı TTK ve SerPK mevzuatındaki hükümlere bağlıdır. Bununla birlikte, BYF özel hukuk ilişkisine

⁵⁸³ https://www.law.cornell.edu/wex/adhesion_contract (E.T.13.06.2025)

⁵⁸⁴ Eren ve Dönmez, *Eren Borçlar Hukuku*, 292-293; Eray Aksın Atar ve Ertuğrul Doğan Erzengin, “Mukayeseli Hukukta Standart Sözleşme Hükümlerinin Çatışması ve Bu Duruma Bağlı Hukuki Sonuçlar” *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 26/1 (2020), 344 (339-381).

⁵⁸⁵ Eren ve Dönmez, *Eren Borçlar Hukuku*, 292-293; Aksın Atar ve Erzengin, “Mukayeseli Hukukta Standart”, 344 (339-381).

⁵⁸⁶ Atar ve Erzengin, “Mukayeseli Hukukta Standart”, 340-342.

⁵⁸⁷ Atar ve Erzengin, “Mukayeseli Hukukta Standart”, 340-342.

⁵⁸⁸ Atar ve Erzengin, “Mukayeseli Hukukta Standart”, 340-342.

dayalı bir sözleşme ile kurulduğundan, TBK yer alan sözleşmelere ilişkin genel hükümler ve bunlarla bağlantılı diğer düzenlemelere de tabidir.

2.4.2.3.1. Borsa Yatırım Fonları Açısından İnançlı İşlem

Yatırım fonları bakımından, fon katılma payı sahipleriyle fon kurucusu arasında yapılan kolektif yatırım sözleşmesi, hukuki niteliği itibarıyla bir inanç sözleşmesi özelliği taşımaktadır. Yatırım fonlarıyla ilgili olarak kabul edilen bu uygulamada bir taraftan portföy yönetim ortaklıkları *inançlı malik* olarak ifade edilirken diğer taraftan yatırımcıların güveninin korunması gerektiğinin önemi vurgulanmış, buna göre meydana gelebilecek olumsuzluklar için yatırımcıların menfaatini korumaya yönelik düzenlemelere gidilmiştir⁵⁸⁹. Bu düzenlemeler çerçevesinde fon amacına uygun olarak yönetilerek fon mal varlığının portföy yönetim ortaklığının menfaatleri için kullanılması önlenmeye çalışılmıştır. Kurucu, yönetici veya saklayıcının iflası halinde bile mal varlığının korunmasını ile yatırımcıların çıkarlarının muhafazası sağlanmıştır⁵⁹⁰. Yatırımcıların zarar görmesi ihtimali olabilecek hususlar, özellikle portföy yönetim ortaklığında bulunan mal varlığı unsurlarının inanç sözleşmesine aykırı şekilde kullanılması ve portföy yönetim ortaklığının iflası ile ortaklığın yatırımcılara ait olan varlıklarının da iflas masasına dahil olması sebebiyle meydana gelebilecek zararlardır⁵⁹¹.

2.4.2.3.2. Borsa Yatırım Fonları Açısından Vekâlet Sözleşmesi

BYF içtüzüğü, esas itibarıyla kurucu ile katılma payı sahibi arasındaki hukuki ilişkiyi düzenleyen bir kolektif yatırım sözleşmesi niteliğindedir⁵⁹². Katılma payı sahipleri, pay sahibi olurken aynı zamanda fon içtüzüğünü de onaylamış sayılırlar. Bu nedenle, içtüzük hem katılma payı sahipleri hem de fonun tarafı olan diğer kurumlar bakımından bağlayıcı bir hukuki belge niteliği taşır⁵⁹³. Bundan dolayı, kurucu ve yönetici arasında

⁵⁸⁹ Berktaş Yüksel, *Türk Hukukunda Saf*, 186. Konuyla ilgili ayrıntılı açıklamalar birinci bölüm sayfa 45 vd. yapılmıştır.

⁵⁹⁰ Berktaş Yüksel, *Türk Hukukunda Saf*, 187.

⁵⁹¹ Berktaş Yüksel, *Türk Hukukunda Saf*, 186-187. Bu konuda örnek olarak SerPK m. 53/1, 53/2, 53/ 4, III-52.1 sayılı Tebliğ m. 5/1, (Fon mal varlığının kurucu ve portföy saklayıcısının mal varlığından ayrı olduğu belirtilmiştir. Portföy yönetim ortaklığı iflas ettiğinde buradaki mal varlığının ayrı bir hukuki sonuca tabi tutulması gerekir.), III-52.1 sayılı Tebliğ m 5/2, III-52.1 sayılı Tebliğ m. 5/4, III-52.1 sayılı Tebliğ m. 5/5 hükümleri verilebilir.

⁵⁹² Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 129.

⁵⁹³ Nomer, “Yatırım Fonlarında Katılma”, 609; Tekinalp, *Sermaye Piyasası Hukukunun*, 114; Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 129.

gerçekleştirilen portföy yönetim sözleşmesi ve kurucu ve saklayıcı arasında yapılan saklama sözleşmesi, fon içtüzüğü hükümleri ile çelişmemelidir⁵⁹⁴. Aynı şekilde, kurucu ile katılma payı sahipleri arasında kurulan yatırım ilişkisi de içtüzük hükümlerine tam bir uygunluk içinde yürütülmelidir⁵⁹⁵.

III-52.2 sayılı Tebliğ m.7 (1) hükmü uyarınca, fon portföyünün vekâlet sözleşmesi hükümlerine göre yönetileceği belirtilmiştir. TBK m. 502/1'e göre, "*Vekalet sözleşmesi vekilin vekalet verenin bir işini görmeyi veya işlemini yapmayı üstlendiği sözleşmedir*"⁵⁹⁶ hükmü düzenlenmiştir. Bu sözleşme, vekilin, vekâlet verenin çıkarlarına ve talimatlarına uygun şekilde belli bir işi yerine getirmeyi ve bir işlemi yapmayı borçlandığı sözleşmedir⁵⁹⁷. Dolayısıyla vekâlet sözleşmesi niteliği gereği, esas olarak bir iş görme sözleşmesidir. Vekâlet sözleşmesi, bir şemsiye iş görme sözleşmesi olarak da nitelendirilmektedir⁵⁹⁸. Bunun nedeni, vekâlete dair hükümlerin, özelliğine uygun düştüğü ölçüde, TBK'da ölçüde düzenlenmeyen isimsiz iş görme sözleşmelerine de uygulanabilir olmasıdır. Böylece, örneğin danışmanlık sözleşmeleri, bankaların yaptığı işler veya mal varlığının yönetimine ilişkin faaliyetler (yatırım fonunun yönetimi gibi) vekâlet sözleşmesi hükümleri çerçevesinde değerlendirilebilmektedir. Her ne kadar vekâlet sözleşmesi esas itibarıyla karşılıksız bir sözleşme türü olarak kabul edilse de günümüzde bu kural büyük ölçüde terk edilmiştir⁵⁹⁹. Özellikle bankacılık faaliyetleri veya serbest meslek mensuplarının sunduğu hizmetler gibi alanlarda, vekilin yaptığı iş ile vekâlet verenin ödediği ücret arasında tam bir edim değişimi ilişkisi bulunmaktadır⁶⁰⁰. Dolayısıyla, modern uygulamada vekâlet sözleşmeleri çoğunlukla ivazlı (ücretli) sözleşmeler niteliği taşımaktadır.

⁵⁹⁴ Nomer, "Yatırım Fonlarında Katılma", 609; Tekinalp, *Sermaye Piyasası Hukukunun*, 114; Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 129.

⁵⁹⁵ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 130.

⁵⁹⁶ Fikret Eren, *Borçlar Hukuku Özel Hükümler*, (Ankara: Legem Yayınevi, 2023), 719; M. Alper Gümüş, *Türk İsviçre Borçlar Hukukunda Vekilin Özen Borcu*, (İstanbul: Beta Yayıncılık, 2001), 1 vd; Veysel Başpınar, *Vekilin Özen Borcundan Doğan Sorumluluğu*, (Ankara: Yetkin Yayıncılık, 2004), 10 vd; Suat Sarı, *Vekalet Sözleşmesinin Tek Taraflı Olarak Sona Erdirilmesi*, (İstanbul: 2004), 1 vd.

⁵⁹⁷ Eren, *Borçlar Hukuku Özel*, 719; Cevdet Yavuz, Faruk Acar ve Burak Özen, *Borçlar Hukuku Özel Hükümler II. Cilt*, (İstanbul: Beta Yayınları, 2022), 1000 vd; Fahrettin Aral ve Hasan Ayrancı, *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri*, (Ankara: Yetkin Yayıncılık, 2018), 387; Aydın Zevkliler ve K. Emre Gökyayla, *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2024), 590 vd.

⁵⁹⁸ Eren, *Borçlar Hukuku Özel*, 721.

⁵⁹⁹ Eren, *Borçlar Hukuku Özel*, 721.

⁶⁰⁰ Eren, *Borçlar Hukuku Özel*, 721.

6362 sayılı SerPK m. 52/4 uyarınca, “Portföy yönetim şirketi ile katılma payı sahipleri arasındaki ilişkilere bu Kanunda, ilgili mevzuatta ve fon iç tüzüğünde hüküm bulunmayan hâllerde 11/1/2011 tarihli ve 6098 sayılı Türk Borçlar Kanununun 502 ila 514 üncü maddeleri hükümleri kıyasen uygulanır” hükmü düzenlenmiştir. Bu düzenleme uyarınca, katılma payı sahipleri ile portföy yönetim ortaklığı arasındaki tüm hukuki ilişkilerde, SerPK, ilgili ikincil mevzuat veya fon içtüzüğünde açık bir hüküm bulunmadığı takdirde, TBK’nın vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümleri (m. 502–514) kıyasen uygulanacaktır.

Fon portföyünün, portföy yönetim ortaklığı tarafından vekâlet sözleşmesi hükümlerine göre yönetileceği III-52.2 sayılı Tebliğ m. 7’de açıkça belirtilmiştir. TBK m. 502/2’de “Vekâlete ilişkin hükümler, niteliklerine uygun düştükleri ölçüde, bu Kanunda düzenlenmemiş olan işgörme sözleşmelerine de uygulanır” hükmü yer almaktadır. Dolayısıyla, 6362 sayılı SerPK m. 52/4 hükmü ile TBK m. 502/2 hükmü esasen aynı doğrultuda düzenlemelerdir. Başka bir ifadeyle, SerPK’da yer alan açık atıf bulunmasa dahi, TBK m. 502/2 hükmü, yatırım fonu ilişkilerinde vekâlet hükümlerinin kıyasen uygulanabilmesi bakımından yeterli bir yasal dayanak teşkil eder.

Başka bir açıdan bakıldığında, portföy yönetim ortaklığı ve katılma payı sahipleri arasındaki ilişkiyi düzenleyen sözleşme, önemli ölçüde vekâlet sözleşmesi ile benzerlik arz etmektedir⁶⁰¹. Vekâlet sözleşmesinde vekil, müvekkilin çıkarları doğrultusunda ve onun taleplerine göre hareket etmektedir. Benzer şekilde, portföy yönetim ortaklığı da fon portföyünü inançlı mülkiyet esaslarına göre, katılma payı sahipleri hesabına, işletmeyi taahhüt etmektedir⁶⁰². Katılma payı sahipleri ise, kendi menfaatlerinin korunması ve portföyün profesyonel şekilde yönetilmesi amacıyla, portföy yönetim ortaklığına temsil yetkisi vermektedir. Bu yönüyle, her iki sözleşme türü de güven ilişkisine dayalı, bir tarafın diğerinin çıkarlarını gözeterek hareket etmesini gerektiren, özen ve sadakat borcunu temel alan sözleşmelerdir⁶⁰³. Bu benzerlik, öğretide bazı

⁶⁰¹ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 125.

⁶⁰² Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 125.

⁶⁰³ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 125. III-52.1 sayılı Tebliğ m. 34 hükmünde portföy yönetim sözleşmesine ilişkin hususlar belirtilmiştir.

yazarların, yatırım fonu ilişkisini doğrudan vekâlet sözleşmesi olarak nitelendirmesine yol açmıştır⁶⁰⁴.

Buna karşılık kolektif yatırım sözleşmesi ile vekâlet sözleşmesi arasındaki temel farklardan ilki, sözleşmenin fesih yetkisine ilişkindir⁶⁰⁵. TBK'nın 512. maddesi uyarınca, vekâlet sözleşmesi kural olarak taraflardan her biri tarafından her zaman tek taraflı olarak feshedilebilir. Oysa kolektif yatırım sözleşmesinde, bu yetki portföy yönetim ortaklığına tanınmamıştır. Portföy yönetim ortaklığı, yatırımcı adına fonu yönetme görevini üstlenmiş olup, sözleşmeyi tek taraflı olarak sona erdirmeye yetkisi III-52.1 sayılı Tebliğ m. 28/1-b hükmüne göre mümkündür.

Bir diğer önemli fark, talimat verme hakkı bakımındandır⁶⁰⁶. TBK m. 505/1'e göre müvekkil, vekile yapacağı işlemler konusunda talimat verebilir ve vekil bu talimatlara uygun hareket etmekle yükümlüdür. Buna karşılık, kolektif yatırım sözleşmesinde yatırımcıların portföy yönetim ortaklığına yatırım kararları bakımından talimat verme hakkı bulunmamaktadır⁶⁰⁷. Buna göre fon portföyü, yatırımcılardan bağımsız olarak, fonun içtüzüğünde ve ilgili mevzuatta belirlenen yatırım stratejisine göre profesyonel yönetim ilkeleri çerçevesinde işletilir.

2.4.2.4. Fon Kuruluş İzni ve Katılma paylarının Halka Arzına İlişkin İzahname

2.4.2.4.1. Genel Olarak

III-52.2 sayılı Tebliğ'in m. 8 (1) hükmü doğrultusunda, fon kurulma onayı ve fon katılma paylarının halka arzına dair izahname tasdiki başvurularının birlikte ele alınması öngörülmüştür. Fakat, kurulan fon kurucunun ilk fonu niteliğinde ise, kurulma tasdiki ve izahname onayı başvuruları, her iki işlem için ayrı ayrı ele alınacaktır.

Tebliğ m. 8 (2)'ye göre ise, fonun kurulma onayı ve izahname tasdiki başvurularının beraber ele alınması durumunda, kurucu, (SPK tarafından belirlenen başvuru formu,

⁶⁰⁴ Bkz.Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 125; Yasaman, *Yatırım Fonları*, 164; Gürsoy, *Mukayeseli Hukukta Özellikle*, 48.

⁶⁰⁵ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 126.

⁶⁰⁶ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 126.

⁶⁰⁷ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 126.

gerekli görülen bilgi ve belgeler ile) taslak halindeki açıklayıcı dokümanları Kurul'a sunmakla yükümlüdür.

SPK'ya yapılan başvurular, istenen bilgi ve belgelerin eksiksiz olarak Kurula iletildiği tarihten itibaren iki ay içinde karara bağlanır. Başvurular kapsamında talep edilecek bilgi ve belgeler ise SPK tarafından belirlenip ilgililere duyurulur.

2.4.2.4.2. Fon Katılma Paylarının Halka Arzı

III-52.2 sayılı Tebliğ m. 9 (4) çerçevesinde, fon katılma paylarının halka arzının gerçekleştirilmesi durumunda, izahnamenin ilan edilmesinden en fazla beş iş gününde başlatılması zorunlu hale getirilmiştir. Halka arzın süresi iki iş gününden az otuz iş gününden daha fazla olamaz. Ancak, SPK tarafından onay verilirse, halka arzın süresi bu süreden daha uzun sürede gerçekleştirilebilir. Halka arzın yürütülmesine ilişkin tüm esaslar ve detaylar izahname ile belirlenmektedir.

III-52.2 sayılı Tebliğ m. 9 (6)'ya göre, fonun işlemlerinin devam ettiği sürede, her ayın son iş günü gerçekleştirilecek değerlendirme ile, fonun toplamdaki değerinin son üç aylık ortalama değeri 3 milyon TL'den aşağıya düşmemesi gerekir. Bu alt sınır, fonun sürdürülebilirliğini ve yatırımcıların korunmasını temin etmek amacıyla belirlenmiştir.

Fon toplam değerinin üç aylık ortalama bazda bu tutarın altına düşmesi halinde, SPK tarafından tek seferlik bir aylık ek süre tanınabilir. Ancak, ek süre sonunda da fon toplam değerinin belirlenen asgari tutarın altında kalması durumunda, SPK, fonun tasfiyesine veya Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği kapsamında başka bir fon türüne dönüştürülmesine karar verebilir.

III-52.2 sayılı Tebliğ m. 9 (7)'ye göre, SPK ikinci ve altıncı fıkralarda belirtilen miktarları her sene yeniden belirleyebilir. Bu durumda yeniden belirlenmiş tutarlar SPK bülteni ile ilan edilir.

2.4.3. Borsa Yatırım Fonu Portföyü

Portföy kelimesinin sözlükte yer alan anlamı para cüzdanı, cüzdan şeklindedir⁶⁰⁸. Ekonomik ve finansal bağlamda ise portföy, bir kişi veya kurumun sahip olduğu mali varlıkların bütünüdür ifade eder. Bu varlıklar; nakit, mevduat, menkul kıymetler, altın ve diğer kıymetli madenler gibi değer unsurlarını kapsayabilir⁶⁰⁹. Sermaye piyasası terminolojisinde portföy, bir yatırımcının sahip olduğu tüm mali varlıkların toplamı olarak tanımlanır. Bu bağlamda portföy, yatırımcının mal varlığı bileşimini ve yatırım tercihlerini yansıtan bir kavramdır⁶¹⁰.

Yatırım kavramı ise, sermaye ve/veya servet birikimine ekleme yapılarak sağlanan çeşitli faaliyetler olarak tanımlanabilir. Bu çerçevede, geniş anlamda portföy, bir kişi veya kuruluşa ait tüm ekonomik değerlerin toplamını ifade ederken; dar anlamda portföy, yalnızca para ve sermaye piyasası araçları ile kıymetli madenlerden oluşan varlık bileşimini ifade eder⁶¹¹.

Sermaye piyasası mevzuatında portföy, belirli bir kişi veya kuruluşa ait olan ve tahvil, pay senedi, yatırım fonu katılma payı gibi çeşitli menkul kıymetlerden meydana gelen finansal varlıklar bütünü olarak tanımlanmaktadır. Başka bir ifadeyle portföy, bir kişinin yatırım amacıyla değerlendirdiği mal varlığı değerlerinin tümünü ifade eder⁶¹².

Portföyün kapsamı yalnızca menkul kıymetlerle sınırlı değildir. Bir portföy; gayrimenkuller, sermaye piyasası araçları, altın, kıymetli madenler ve taşlar, hatta sanat eserleri gibi ekonomik değeri olan farklı varlık türlerini de içerebilir. Bu yönüyle portföy, yatırımcının mal varlığı bileşimini ve yatırım stratejisini yansıtan dinamik bir yapıya sahiptir⁶¹³. Diğer bir anlatımda, portföy, vade, risk, getiri, değer, tür ve getirdiği haklar açısından birbirinden ayrı unsurlardan oluşan bir paket olarak tanımlanmıştır⁶¹⁴.

⁶⁰⁸ Ejder Yılmaz, *Hukuk Sözlüğü* (Ankara: Yetkin Hukuk Yayınları, 1992), 737.

⁶⁰⁹ Yılmaz, *Hukuk Sözlüğü*, 737. Portföy sözlükte geçen başka bir anlamı itibarıyla bankalarda içerisinde senetlerin korunduğu cüzdan ya da bankaların elinde olan bütün senetler olarak da tanımlanmıştır.

⁶¹⁰ Tekinalp, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 101.

⁶¹¹ Sermaye Piyasası Kurulu Portföy Yönetim Şirketleri Tanıtım Rehberi, (E.T. 09.06.2023), <https://spk.gov.tr/kurumlar/portfo-yonetim-sirketleri/tanitim-rehberi>.

⁶¹² Hakan Bilir ve Oğuzkağan Kanlıdere, “Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama: Optimal Portföy Seçimi”, *Uluslararası Sosyal ve Beşerî Bilimler Araştırma Dergisi*, 6/42 (2019), 2533.

⁶¹³ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 58.

⁶¹⁴ Bahtiyar, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”, 63.

Portföy, muayyen gayelere ulaşmak için yatırımcıların elindeki birbirleriyle bağlantısı bulunan, ölçülebilir yeni bir varlıktır⁶¹⁵. Dolayısıyla portföy belli menkul değerlerden meydana gelse dahi, kıymetler arasında bir ilişki olduğundan, kendine özgü ve ölçülebilir niteliğe sahiptir⁶¹⁶. Buna göre portföy içerisinde yer alan değerlerin basit bir toplamından ibaret değildir⁶¹⁷.

2.4.3.1. Portföy Yönetiminin Temel Özellikleri

Türkiye’de portföy yönetimi, 1992 yılına kadar kanuni olarak yeterli düzenlemeler yapılmadığından, bu alandaki uygulamalar uzun süre yatırımcıların kendi inisiyatifleriyle yürütülmüştür. SPK, piyasa ortamında güven ve istikrarın oluşturulması için uzman yoluyla yapılan portföy yöneticiliğinin Türkiye’de yerleşmesini sağlayacak birtakım faaliyetleri gerçekleştirmiştir⁶¹⁸. Türkiye’de portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı faaliyetleri, sermaye piyasası mevzuatıyla yasal bir çerçeveye kavuşturulmuş; söz konusu düzenlemelerle birlikte portföy yönetimi, lisanslama ve yetkilendirme esaslarına bağlanmıştır⁶¹⁹. Bu gelişmelerin ardından, sermaye piyasasında faaliyet gösteren çok sayıda aracı kurum ve finansal kuruluş, SPK tarafından verilen profesyonel portföy yöneticiliği yetki belgesini alarak yatırımcılara portföy yönetimi hizmeti sunmaya başlamıştır⁶²⁰.

SerPK’daki değişiklikler, Resmî Gazete’nin 13 Mayıs 1992 tarih ve 21227 sayılı nüshasında yer almıştır. Burada, küçük tasarruf sahiplerini korumak için aracı kuruluşlara müşteri portföylerini yönetme yetkisi de tanınmıştır. Müşteri portföyü yönetimi faaliyeti, ayrıca, Portföy Yöneticiliği Faaliyetlerine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği’nde⁶²¹ (Seri V No:59) yer almıştır. Tebliğe göre, SPK, portföy yönetme hakkını aracı kurumlar ve bu konuda özel olarak kurulacak ortaklıklara tanımıştır.

⁶¹⁵ Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, (Bursa: Ekin Yayınevi, 2007), 471.

⁶¹⁶ Korkmaz ve Ceylan, *Sermaye Piyasası ve Menkul*, 471.

⁶¹⁷ Korkmaz ve Ceylan, *Sermaye Piyasası ve Menkul*, 471.

⁶¹⁸ <https://spk.gov.tr/data/61e86acd1b41c611a4c539a6/63dbbd87-2fac-4d3e-bd04-0dee491a67bf.pdf> (E.T. 09.10.2025)

⁶¹⁹ <https://spk.gov.tr/data/61e86acd1b41c611a4c539a6/63dbbd87-2fac-4d3e-bd04-0dee491a67bf.pdf> (E.T. 09.10.2025)

⁶²⁰ <https://spk.gov.tr/data/61e86acd1b41c611a4c539a6/63dbbd87-2fac-4d3e-bd04-0dee491a67bf.pdf> (E.T. 09.10.2025)

⁶²¹ 14 Ocak 1993 tarihli 21465 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanmıştır.

Ülkemizde halihazırda portföyle ilgili olarak III-55.1 Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği⁶²² ve aynı tarih ve sayı ile Resmî Gazetede yayımlanan III-56.1 Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği yürürlükte olup konu ile ilgili bu Tebliğ halen uygulanmaktadır.

III-55.1 sayılı Tebliğ m.4, m. 7 çerçevesinde portföy yönetim ortaklığının esas faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve idaresi olan anonim ortaklıklardır. Portföy yönetim ortaklığının kurulması ve faaliyetlerine başlaması için SPK'dan onay alınması gerekir. Portföy yönetim ortaklığının kuruluş başvuruları istenen belgelerin SPK'ya verilmesinden itibaren altı ay içinde SPK tarafından karara bağlanır ve ilgililere gerekli bilgiler iletilir.

2.4.3.2. Portföy Yönetim Sözleşmesi

Portföy yönetim sözleşmesi, III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre; Tebliğ'de ve sözleşmede belirlenen hususlar çerçevesinde, portföy yönetim ortaklığının özen ve sadakat sorumluluğuna dayanarak müşterinin portföyü yönetmesini öngören ve yazılı şekilde meydana getirilen bir sözleşmedir. Bu sözleşme, müşterinin portföy yönetim ortaklığına portföyünün idaresini inançlı devir çerçevesinde devrettiği sözleşmedir.

III-55.1 sayılı Tebliğ m. 34 çerçevesinde, *“Portföy yönetim sözleşmesi, müşterinin Şirkete inançlı devir esasına göre yönetimini devrettiği portföyünün Şirket tarafından bu tebliğde ve sözleşmede belirlenen esaslar çerçevesinde ve özen ve sadakat yükümlülüğü altında yönetilmesini içerir”*. Aynı Tebliğ m. 32/1 hükmünde *“Kolektif portföy yöneticiliği, imzalanan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde, müşterilere ait portföylerin her bir müşteri adına maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesidir”* şeklinde ifade edilmiştir.

Portföy yönetim sözleşmesinin ilk ve temel şartı yöneticiye bir ücret ödenmesidir. Bu şart sözleşmenin esaslı şartlarından⁶²³. Portföy yönetim sözleşmesinin diğer bir şartı,

⁶²² 2/7/2013 tarihli ve 28695 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

⁶²³ III-55.1 sayılı Tebliğ m. 34 uyarınca *“Şirketin, kurucusu olduğu fonlar hariç olmak üzere, müşterileri ile sunduğu faaliyete ilişkin bu Tebliğin (3) numaralı ekinde yer alan asgari unsurları içeren yazılı*

sorumlu kuruluşun yatırımcı portföyünün her bir müşteri namına onlarla yapılacak sözleşme ile vekil vasfına sahip olarak işletebilmesidir⁶²⁴. Sözleşmenin bir diğer koşulu ise, portföy yönetim ortaklığının yatırımcı adına ve hesabına, vekil sıfatıyla portföyü işletme yetkisine sahip olmasıdır. Bu husus, taraflar arasında yapılacak sözleşmede açıkça düzenlenir. Zira yetkili kuruluş, yürüttüğü faaliyet kapsamında belirli bir kâr oranı veya zararın önlenmesi konusunda herhangi bir taahhütte bulunamaz. Buna göre portföy yönetim sözleşmesi ile belli bir sonuca dair bir edim borcu söz konusu değildir. Sözleşme, portföyün basiretli bir portföy yöneticisi tarafından özenli bir şekilde ve profesyonel bir anlayışla yönetilmesi esasına dayanır⁶²⁵.

Kolektif portföy yöneticiliği ise, portföy yönetim sözleşmesi uyarınca yatırım fonlarına veya benzeri kolektif yatırım araçlarına ait portföylerin, tüm yatırımcılar adına ve hesabına, vekil sıfatıyla ve müşteriler lehine çıkar sağlamak amacıyla yönetilmesi faaliyetidir⁶²⁶. Portföy yönetim sözleşmesinin temelinde, yatırımcının idaresini bıraktığı portföy yönetim ortaklığına duyduğu güven yer almaktadır. Bu nedenle portföy yönetimi, hukuki özelliği itibarıyla inançlı hukuki işlem olarak kabul edilmektedir. Portföy yönetiminin de içinde bulunduğu inançlı işlemlerde, bir tarafta kendisine inanılan yani portföyü yönetecek kişi veya kurum; diğer tarafta ise mal varlığı üzerinde ona tasarruf yetkisi veren, güvenen yatırımcı yer alır⁶²⁷. Bu kapsamda portföy yönetim sözleşmesinin içeriğini, yatırımcının mal varlığı üzerinde tasarrufta bulunmak üzere uzman kadrolara sahip bir portföy yönetim ortaklığının, özel bir güven ilişkisine dayanarak vekil sıfatıyla görevlendirmesi oluşturmaktadır⁶²⁸.

bir sözleşme imzalaması zorunludur". Buradaki (3) numaralı ekte geçen V-i 'de ise "Uygulanmakta olan portföy yönetim ücreti, aracılık komisyonu ve diğer komisyonlara ilişkin bilgiler" sözleşmede bulunmalıdır.

⁶²⁴ III-55.1 sayılı Tebliğ m. 32 uyarınca "Kolektif portföy yöneticiliği, imzalanan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde, müşterilere ait portföylerin her bir müşteri adına maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesidir". Bu maddede emredici olarak belirtildiği üzere portföyün vekil olarak işletilebileceği belirtilmiştir.

⁶²⁵ III-55.1 sayılı Tebliğ m. 33'e göre "Portföyün önceden saptanmış belirli bir getiriyi sağlayacağına dair herhangi bir sözlü veya yazılı garanti veremez ve ilan ve reklamlarında bu anlama gelebilecek ifadeleri kullanamaz". İlke Aytekin Gemici, Portföy Yönetim Sözleşmesi ve Hukuki Sorumluluk, Yeterlik Etüdü, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi, 2005), 11-12.

⁶²⁶ Sermaye Piyasası Kurulu, "Portföy Yöneticiliği", (E.T.09.06.2022), <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1231>.

⁶²⁷ Sermaye Piyasası Kurulu Portföy Yönetim Şirketleri Tanıtım Rehberi", (E.T 01.06.2022), <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/447>.

⁶²⁸ Sermaye Piyasası Kurulu Portföy Yönetim Şirketleri Tanıtım Rehberi", (E.T 01.06.2022), <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/447>.

Portföy yönetimi, yatırımcıların elinde var olan fonların, menkul kıymetler arasında asgari riskin en yüksek kârlılığı getirecek şekilde dağıtılmasıdır⁶²⁹. Bu faaliyet; yatırımcının malik olduğu toplam menkul kıymetlerin belirlenmesi, seçimi ve her bir kıymetten ne oranda portföye dahil edileceği konusundaki belli teknikleri kapsamaktadır⁶³⁰.

2.4.3.3. Portföy Yönetimi ve Portföy Yönetim Ortaklıklarının Değerlendirilmesi

Sermaye piyasası mevzuatına göre kolektif portföy idareciliği hizmeti, sadece SPK tarafından görevlendirilen portföy yönetim ortaklıkları tarafından yürütülebilir⁶³¹. Portföy yöneticiliği, yatırımcıların portföylerinin SPK'nın izni ve gözetimi altında, alanında uzman kişiler tarafından profesyonel biçimde yönetilmesi faaliyetidir. Yatırımcıların mal varlıkları bu faaliyetin doğrudan konusu olduğundan, portföy yönetimi yetkili kurumlar tarafından ve belirlenen bir ücret karşılığında gerçekleştirilmektedir⁶³².

Yetkili kuruluşlar ile hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılar arasında gerçekleştirilen portföy yönetim sözleşmesinin temel konusunu, yatırımcıların mal varlıklarının profesyonel biçimde yönetimi oluşturmaktadır⁶³³. III-55.1 sayılı Tebliğ çerçevesinde portföy yönetim sözleşmesinin konusu; sermaye ve para piyasaları araç ve işlemleri, vadeli işlemler, opsiyon sözleşmeleri, nakit, döviz, mevduat ve SPK tarafından kabul edilen diğer varlık ve işlemlerden meydana gelir. Yatırım ortaklıklarının asıl çalışma konusu olan portföyün kapsamına öncelikle sermaye piyasası araçları dahil olmaktadır. Sermaye piyasası araçlarını ise, menkul kıymetler, türev araçlar, yatırım sözleşmeleri de dahil olmak üzere diğer sermaye piyasası araçlarından meydana gelen kıymetler oluşturmaktadır (6362 sayılı SerPK m. 3/ş).

Portföyün temelini oluşturacak menkul kıymetler, *“Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere; Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını, borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere*

⁶²⁹ Korkmaz ve Ceylan, , *Sermaye Piyasası ve Menkul*, 471.

⁶³⁰ Korkmaz ve Ceylan, , *Sermaye Piyasası ve Menkul*, 471.

⁶³¹ Sermaye Piyasası Kurulu, “Portföy Yöneticiliği”, (Erişim Tarihi 09.06.2022), <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1231>.

⁶³² Sermaye Piyasası Kurulu, “Portföy Yöneticiliği”, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1231> (E. T. 09.06.2022).

⁶³³ Gemici, *Portföy Yönetim Sözleşmesi*, 13.

dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını ifade eder” şeklinde açıklanmıştır.

SerPK m. 55/3 çerçevesinde, portföy yönetim ortaklıklarının hizmet verdiği kişi ve kuruluşların portföylerinde bulunan saklamaya konu olabilecek varlıklar, SPK tarafından tespit edilen esaslara göre portföy saklama hizmeti sağlayan kuruluşlarca saklanır. SerPK m. 55/4’te belirtildiği gibi *“Portföy yönetim şirketleri tarafından yatırılan teminatlar rehn edilemez, kamu alacakları için olsa dahi haczedilemez, kullanılma amaçları dışında tasarruf edilemez, üçüncü kişilere devredilemez, iflas masasına dahil edilemez ve üzerine ihtiyati tedbir konulamaz”.*

2.4.4. Borsa Yatırım Fonlarının Portföyünün Oluşturulması

Yatırımın bir süreç olarak kabul edildiği portföy yönetiminde, yatırımcı da bu süreçte kendi hedef ve politikalarını belirleyerek hem yatırım stratejisi hem de yatırım yapılacak finansal varlıkların seçimi açısından bir karar verme aşamasıyla karşı karşıya kalmaktadır⁶³⁴. Bu seçim aşaması, portföy yönetim sürecinin en kritik evresini oluşturur. Çünkü yatırımcı, bu aşamada portföyünü nasıl biçimlendireceğini; başka bir ifadeyle ne düzeyde risk üstleneceğini ve bu risk karşılığında ne ölçüde getiri beklediğini belirlemektedir⁶³⁵. Yatırım fonlarında fonların mal varlığı değerleri portföy yönetim ortaklığı ve portföy saklama hizmetini idare edecek kuruluşun mal varlığından ayrı olarak kabul edilmiştir (SerPK m. 53/1)⁶³⁶.

III-52.2 sayılı Tebliğ m. 9 (1)’e göre, BYF’lerin portföyü; portföyün kurulmasını sağlayanlar tarafından fona avans eklenmesi ya da fon katılma paylarının nakit

⁶³⁴ Koray Kayalıdere ve Hüseyin Aktaş, “Alternatif Portföy Seçim Modellerinin Performanslarının Karşılaştırılması (İMKB Örneği)” *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10/1(2008), 292.

⁶³⁵ Kayalıdere ve Aktaş, “Alternatif Portföy Seçim”, 292.

⁶³⁶ Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 103; Uyar, *Gayrimenkul yatırım Ortaklıkları*, 172. SerPK m. 53/2’ye göre, yatırım ortaklıklarından dolayısıyla menkul kıymet yatırım ortaklıklarından farklı şekilde, fon mal varlığı teminat olarak gösterilemez, rehin edilemez, hakkında ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dahil edilemez. Buna karşılık, yatırım ortaklıklarında portföy, yatırım fonlarında olduğu gibi farklı ve özel bir hükümle koruma altına alınmamıştır. Bunun nedeni, yatırım ortaklıklarında portföy sahibinin aynı anda yatırım ortaklığının paylarına da malikidir. Böylece kanun koyucu yatırım ortaklığı pay maliklerinin genel hükümlerden ayrı bir şekilde korunması ihtiyacı duymamıştır

karşılığında BIST’te ya da BIST haricinde halka arz edilmesi suretiyle meydana getirilecektir.

Aynı Tebliğ m. 9 (2)’ye göre, eklenecek avans miktarının veya gerçekleştirilecek ilk halka arz miktarının en az 6 milyon TL olarak belirlenmesi zorunludur. Fon portföyünün oluşturulmasında hem fona avans eklenmesi hem de halka arz yolunun birlikte gerçekleştirilmesi durumunda, bu asgari tutar; avans ve halka arz tutarlarının toplamı esas alınarak hesaplanmalıdır.

2.4.4.1. Fonun BIST’te İşlem Görmesi ve Aracılık

2.4.4.1.1. Fonun BIST’te İşlem Görmesi

III-52.2 sayılı Tebliğ m.10/ (1)’e göre, fon kurucusu halka arz süresinin sona ermesini izleyen 10 iş günü içinde, fon katılma paylarının işlem görmesinin sağlanması isteğiyle BIST’e başvuruda bulunur. Aynı Tebliğ m.10/2 hükmü uyarınca, fon portföyünün oluşturulmasında yalnızca m. 9/1 fıkrasının (a) bendindeki yöntemin tercih edilmesi ile, BIST’e başvurma, izahname tasdikine dair izin yazısının kurucu tarafından tebliğ edildiği tarihi takip eden 15 iş günü içinde gerçekleştirilir.

III-52.2 sayılı Tebliğ m. 10/3’e göre, fon katılma payları ile ilgili işlemler BIST tarafından kabul edilen pazarda işlem görecektir.

2.4.4.1.2. Aracılık Yüklenimi Sözleşmesi

III-52.2 sayılı Tebliğ m. (1)’ e göre, fon katılma paylarının ilk olarak halka arz edilmesi aşamasında, katılma paylarının halka arz vasıtasıyla satışının yapılmasının ve III-52.2 sayılı Tebliğ m. 9/2’de bulunan asgari fon miktarına varılması amacıyla gerekli olan payların tümünün bedeli satış süresi tamamlandığında tam ve nakden ödenip satın alınmasının garanti edilmesine dair, SPK’nın yatırım hizmeti düzenlemelerine uyularak aracılık yüklenimi sözleşmesi imzalanmak zorunludur.

III-52.2 sayılı Tebliğ m. (2)’de ise aracılık yükleniminin bir ya da birden çok yetkili kuruluştan meydana gelen bir konsorsiyum tarafından da yerine getirilebileceği belirtilmiştir.

2.4.5. Borsa Yatırım Fonlarının İşleyiş Yapısı

2.4.5.1. Genel olarak

BYF’ler, yapısal özellikleri itibarıyla daha çok açık uçlu fonlara benzemektedir. Bu benzerlik nedeniyle, BYF’lerin büyüklüğü zaman içerisinde artabilir veya azalabilir⁶³⁷. Fakat açık uçlu fonlara göre, yetkilendirilmiş katılımcılar ve yatırım sahipleri BYF paylarına ilişkin alım satım işlemlerini doğrudan BYF yönetimi ile gerçekleştiremez⁶³⁸.

BYF’lere yatırım yapılabilmesi için öncelikle bir aracı kurum nezdinde yatırım hesabı açılması gerekmektedir. Yatırımcıların, BYF’lere yatırım yapmadan önce bu hesaba fon aktarmaları zorunludur. Aracı kuruma para yatırma yöntemi, ilgili aracı kurumun belirlediği koşullara göre farklılık gösterebilir⁶³⁹. BYF’ler, hesaba fon aktarımında sonra, pay senetlerinde görüldüğü gibi analiz edilebilir ve alım satım işlemlerine konu olabilir⁶⁴⁰. BYF seçeneklerini azaltmanın en iyi yollarından biri, bir BYF tarama aracı kullanmaktır. Birçok aracı kurum, bu araçları binlerce BYF teklifini sıralamanın bir yolu olarak sunar⁶⁴¹.

BYF’ler, fon yönetimi ile yetkilendirilmiş katılımcılar arasında yapılacak işlemler sonucunda, BYF paylarının ikincil piyasada işlem görmeden önce yeni payların meydana getirilmesi şarttır⁶⁴². Bu süreçte birincil piyasa adı verilir⁶⁴³. Bu süreçle sonucunda “*asgari işlem birimi*” adı verilen BYF payları oluşturulmuş olur.

Yetkilendirilmiş katılımcı, asgari işlem birimine karşılık gelen bir menkul kıymet portföyünü, BYF payı satın almak isteğinde BYF’ye transfer eder⁶⁴⁴. Bu menkul kıymet portföyü, BYF’nin takip ettiği endeksin mümessili olan bir menkul kıymetler bileşimidir⁶⁴⁵.

⁶³⁷ https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari.pdf.

⁶³⁸ Kapalı uçlu yatırım fonlarında pay fiyatı ile net varlık değeri gözle görülebilecek oranda farklılaşabilmektedir. Bu durum yatırımcılar için önemli ölçüde bir dezavantaj oluşturmaktadır.

⁶³⁹ https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari.pdf.

⁶⁴⁰ https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari.pdf.

⁶⁴¹ https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari.pdf.

⁶⁴² <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Borsa%20Yatirim%20Fonlari.pdf>

⁶⁴³ <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Borsa%20Yatirim%20Fonlari.pdf> (E.T.30.10.2025)

⁶⁴⁴ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 38.

⁶⁴⁵ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 38.

BYF'lerin işleyişine ilişkin temel hususların açıklanmasından önce yatırım fonlarına ilişkin genel esasların açıklanması gerekmektedir. Bu esaslar III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği kapsamında ele alınacaktır.

Yatırım fonları, BYF'ler de olduğu gibi portföy yönetim ortaklıkları tarafından idare edilir. Fonun mal varlığı, portföy yönetim ve saklama ortaklığının mal varlığı birbirinden ayrıdır⁶⁴⁶. Buna rağmen, fonun yatırım yaptığı anonim ortaklıklara portföy yönetim ortaklığının da katılmasına olanak tanınarak, bu mal varlıklarına dair kaynaklara erişim sağlanmasına izin verilmiştir⁶⁴⁷.

Yatırım fonları, küçük çaptaki tasarruf sahipleri için oldukça cazip yatırım araçlarıdır. Bunun başlıca nedeni, bu kişilerin bireysel olarak gerçekleştirmeleri güç olan menkul kıymet çeşitlendirmesi, muhasebe kayıtlarının tutulması ve portföy yönetimi gibi işlemlerin, profesyonel yönetim sayesinde etkin biçimde yerine getirilebilmesidir⁶⁴⁸. Ülkemizde yatırım fonlarının katılma paylarının birim fiyatları her iş gününde payların alınıp satıldığı yerlerde ve Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu'nda (TEFAS) fon kurucusu tarafından ilan edilmektedir⁶⁴⁹.

Yatırım fonlarının işleyişinde üç özneli bir yapı dikkat çekmektedir. Bu özneler; fon kurucusu ya da yöneticisi, fonun mal varlıklarını koruyan güvenilir kişi (saklayıcı kuruluş) ve fon katılma payına malik olan yatırımcılardır⁶⁵⁰. Uygulamada ise çoğu durumda, fon yöneticisi ile fon varlıklarını koruyan güvenilir kişi aynı tüzel kişilik bünyesinde yer almaktadır⁶⁵¹.

Katılma payı, pay sahibine (malikine) yönetici bankaya veya fona karşı belirli haklar tanıyan; aynı zamanda sahibinin fona hangi oranda katılım sağladığını gösteren, kıymetli evrak niteliği taşıyan bir paydır⁶⁵². Bu senetler, emre veya hamiline yazılı olarak düzenlenebilir⁶⁵³. Bu pay sahiplerinin fon varlığı üzerindeki haklarının hukuken ne

⁶⁴⁶ III-52.1 sayılı Tebliğ m. 5/1 hükmünde yer almaktadır.

⁶⁴⁷ Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunun*, 59-60.

⁶⁴⁸ <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Yatirim%20Fonlari.pdf> (E.T. 11.10. 2025)

⁶⁴⁹ Korkmaz ve Ceylan, *Sermaye Piyasası Temel*, 119-120.

⁶⁵⁰ III-52.2 sayılı Tebliğ m. 7 hükmünde belirtilmiştir.

⁶⁵¹ <https://spk.gov.tr/data/61e4a3a01b41c60d1404d7d2/Yatirim%20Fonlari%20Ilişkin%20Rehber.pdf> (E.T. 15.09.2025).

⁶⁵² Korkmaz ve Ceylan, *Sermaye Piyasası Temel*, 119.

⁶⁵³ Korkmaz ve Ceylan, *Sermaye Piyasası Temel*, 119.

şekilde korunduğu; fon kurucusunun görev, yetki ve sorumluluklarının kapsamı ile fonun kuruluşu ile işleyişine ilişkin hukuki rejim hem pozitif hukuk kaynakları hem de öğretideki teorik yaklaşımlarla analiz edilmesi gereken bir yapıdır⁶⁵⁴. Fon kurucusu ile katılma payı sahipleri arasındaki ilişki; inançlı mülkiyet, vekâlet sözleşmesinden doğan iş görme ilişkisi, içtüzük temelinde kurulan genel işlem şartları rejimi ve fon portföyünün yönetim esasları gibi çeşitli açılardan değerlendirmeye açıktır⁶⁵⁵.

Katılma payı, yatırımcının fon portföyüne kaç adet payla katıldığını gösterir⁶⁵⁶. Yatırım fonlarındaki katılma paylarını, ortaklıklardaki ortaklık paylarına benzetme olanağı bulunmaktadır⁶⁵⁷. Nasıl ki yatırımcılar, ortaklık payı satın alarak bir ortaklığa ortak olmakta ve bu ortaklık üzerinden hak sahibi olmaktaysa; benzer şekilde, yatırım fonlarında da katılma payı aracılığıyla fon portföyüne ortak olunur. Ancak, ortaklık payı sahipleri ortaklık yönetimine katılabilirken, katılma payı sahiplerinin fon yönetimine katılma hakları bulunmamaktadır⁶⁵⁸.

Sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde katılma paylarının itibari değeri bulunmamaktadır⁶⁵⁹. Geri satın alma değeri, fonun içtüzüğünde belirlenen esaslara göre tespit edilen rayiç değer üzerinden, belgenin temsil ettiği pay sayısına göre hesaplanır⁶⁶⁰. Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları gibi menkul kıymet alım satım işlemlerini gerçekleştirir. Ancak menkul kıymetlerin alım satımı faaliyetlerinden elde edilen performansa bağlı olarak katılma paylarının değeri değişiklik gösterebilir⁶⁶¹. Fon katılma paylarının alım satım işlemleri, gün sonunda fon kurucusunun tespit ettiği oranlar üzerinden gerçekleştirilir⁶⁶².

Yatırımcı, alım işlemini o anki piyasa değeri üzerinden yapar ve fonun güncel fiyatı kadar ödeme gerçekleştirir. Yatırım fonu katılma payları fon kurucularından ATM

⁶⁵⁴ Özsunay, *İnançlı Muameleler*, 2 vd.

⁶⁵⁵ Altaş ve Kurt, “İnançlı İşlemler”, 1- 28; Öztürk, *İnançlı İşlemler*, 39; Eren, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, (2020 25. bs), 227.

⁶⁵⁶ <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/menkul-kiymet-yatirim-fonlari/tanitim-rehberi>.(E.T. 26.11.2024).

⁶⁵⁷ <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/menkul-kiymet-yatirim-fonlari/tanitim-rehberi>.

⁶⁵⁸ <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/menkul-kiymet-yatirim-fonlari/tanitim-rehberi>.

⁶⁵⁹ III-52.1 sayılı Tebliğ m.14/1 hükmünde belirtilmiştir.

⁶⁶⁰ Korkmaz ve Ceylan, *Sermaye Piyasası Temel*, 120.

⁶⁶¹ Korkmaz ve Ceylan, *Sermaye Piyasası Temel*, 120.

⁶⁶² III-52.1 sayılı Tebliğ m. 15 hükmünde belirtilmiştir.

makinalarından alınabilir⁶⁶³. Yatırım fonlarında temettü dağıtımı söz konusudur⁶⁶⁴. BYF’lerde ise, fon portföyünde yer alan pay senetlerinden temettü ödemesi yapılması veya bazı tahvillerden faiz geliri elde edilmesi durumunda, bu tutarlar nakit olarak katılma payı sahiplerine dağıtılabilmektedir⁶⁶⁵.

2.4.5.2. Fonun Birincil ve İkincil Piyasa İşlemleri

III-52.2 sayılı Tebliğ m. 12/1’e göre, fonun birincil piyasa işlemleri yetkilendirilmiş katılımcıyla portföy saklayıcısı arasında gerçekleşir. Bu işlemler, yeni fon katılma paylarının meydana getirilmesi ve mevcut fon katılma paylarının geri alınması şeklindeki işlemlerden meydana gelir. III-52.2 sayılı Tebliğ m. 12/2 hükmüne göre ikincil piyasa işlemleri ise, fon katılma paylarının BIST’te alım satımı oluşturur. III-52.2 sayılı Tebliğ m. 12/4 hükmünde belirtildiği gibi BYF’nin birincil ve ikincil piyasa işlemleri, SPK’nın yatırım hizmetlerine dair düzenlemelerine göre gerçekleştirilir.

İkincil piyasa işlemlerini fon paylarının nihai yatırımcılar arasında el değiştirmesi meydana getirir⁶⁶⁶. Bu kapsamda yapılan işlemler, işlemin gerçekleştiği piyasanın normları çerçevesinde yürütülür. Yatırımcılar arasında el değiştiren fon paylarının alım satımı, arz ve talep koşullarına bağlı olarak gerçekleşir ve pay senetlerinde olduğu gibi aracılık komisyonu ödenmesini gerektirir⁶⁶⁷. Bu piyasa işlemlerinde fon yönetiminin doğrudan bir etkisi bulunmamaktadır. BYF paylarının ikincil piyasadaki durumu kapalı uçlu yatırım fonlarına göre daha değişkendir⁶⁶⁸. Bunun nedeni, yatırımcı isteğine göre yetkilendirilmiş katılımcı ve fon yönetimi arasında yeni payların sürekli olarak oluşturulması ve mevcut payların iadesinin de kesintisiz biçimde devam etmesidir⁶⁶⁹.

BYF’lerde aynı olarak fon payı meydana getirilebilmesi mümkündür⁶⁷⁰. Dolayısıyla bu payların fon idaresine aynı olarak iadesi de yapılabilmektedir⁶⁷¹. Bu süreç, BYF’lerin

⁶⁶³ Yatırım ortaklığı pay senetleri ise ancak borsada işlem yapmaya yetkili aracı kurumlara verilen emirler ile alınmaktadır.

⁶⁶⁴ III-52.1 sayılı Tebliğ m.14/8 hükmünde belirtilmiştir.

⁶⁶⁵ III-52.2 sayılı Tebliğ m.16/8 hükmünde belirtilmiştir. Şahin, *Borsada İşlem Gören*, 11.

⁶⁶⁶ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 40; Şahin, *Borsada İşlem Gören*, 22.

⁶⁶⁷ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 41; Şahin, *Borsada İşlem Gören*, 20

⁶⁶⁸ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 41; Şahin, *Borsada İşlem Gören*, 21.

⁶⁶⁹ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 41; Şahin, *Borsada İşlem Gören*, 21.

⁶⁷⁰ III-52.2 sayılı Tebliğ m.4/1 ve 13/1 hükümlerinde belirtilmiştir.

⁶⁷¹ III-52.2 sayılı Tebliğ m. 14/1 hükmünde belirtilmiştir.

avantajlı hale gelmesinde en önemli hususlardan biridir. Ayrıca, BYF’ler de bu durumun sağladığı başka bir avantaj ise ikincil piyasada meydana gelen likidite şoklarının düzenli olarak yönetilmesini olanaklı hale getirmesidir.

BYF’lerde aynı fon payı meydana getirme ve payların fon yönetimine aynı olarak iadesinin diğer önemli avantajı ise BYF yöneticilerine sağladığı yatırım ve vergi esnekliğidir⁶⁷². BYF yöneticileri, yatırımcıların fondan ayrılması durumunda menkul kıymet satışı yapmak zorunda olmadıkları için, ellerindeki kaynakların tamamını yatırım amacıyla değerlendirebilmektedir. Ayrıca, örneğin ABD’de aynı işlemler vergiden muaf tutulduğundan, BYF’lerden yatırımcılardan ayrılmalara söz konusu olduğunda fon düzeyinde vergi ödenmesi söz konusu değildir⁶⁷³. Buna karşılık menkul kıymet satışı yapan konvansiyonel yatırım fonlarının, getiri sağladığı sermaye kazançları vergiye tabi tutulmuştur⁶⁷⁴.

2.4.5.3. Borsa Yatırım Fonları Katılma Payları

2.4.5.3.1. Fon Katılma Paylarının Oluşturulması

III-52.2 sayılı Tebliğ m. 13/ (1)’e göre, fon katılma payının meydana getirilmesi; yetkilendirilen katılımcı vasıtasıyla oluşacak işlemler yoluyla, fon portföyünün tüm kompozisyonunu aksettirecek durumda portföydeki varlıkların ya da nakdin bir araya getirilmesi ve portföy saklayıcısına devri yoluyla asgari işlem birimi ya da katlarına denk edilen miktarda katılma payının meydana getirilmesi aşamasıdır.

BYF’lerin oluşturulma ve geri alınma süreçleri, sermaye piyasası araçlarının aynı olarak takas edilmesini de içermektedir⁶⁷⁵. Bu haliyle, BYF’lere ilişkin arz ve talep dengesizlikleri, diğer katılma payı sahiplerine herhangi bir zarar vermeksizin, yalnızca katılma paylarının hazırlanması ve aynı şekilde geri alınması yoluyla kolayca giderilebilmektedir⁶⁷⁶.

⁶⁷² Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 43.

⁶⁷³ Deville, “Exchange Traded Funds”, 13.

⁶⁷⁴ Deville, “Exchange Traded Funds”, 13.

⁶⁷⁵ Şahin, *Borsada İşlem Gören*, 1.

⁶⁷⁶ Şahin, *Borsada İşlem Gören*, 1.

III-52.2 sayılı Tebliğ m. 13/ (2)'de belirtildiği gibi, fon katılma payının meydana gelmesine dair detaylı esaslar; yetkilendirilmiş katılımcı, kurucu ve portföy saklayıcısı arasında imzalanan sözleşme ile tespit edilir. Ayrıca bu esaslar fon içtüzüğüne ve fon izahnamesine eklenir.

BYF'ler, geniş tabanlı pay senedi endekslerine, geniş tabanlı uluslararası endekslere, belli bir ülke pay senedi endekslerine, sektör endekslerine ve/veya tahvil endekslerine yatırım yapma imkânı getirmektedir⁶⁷⁷. Bu durum, yatırımcıların, risk ve kazanç taleplerine uyum sağlayan ürün çeşitlemesi yapabilmelerine olanak sağlamaktadır. BYF yatırımcısı, sadece BYF katılma payı elde ederek birçok değişik sermaye piyasası aracına aynı anda yatırım gerçekleştirebilmektedir⁶⁷⁸.

2.4.5.3.2. Fon Katılma Paylarının Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Niteliği ile Buna Bağlı Özellikleri

2499 sayılı SerPK'nın 3794 sayılı Kanun'la değişik m. 37'de yatırım fonları “*halktan katılma belgesi karşılığında toplanan paralarla kurulan malvarlığı*” olarak belirlenmişti. Fakat bu düzenlemede katılma belgesinin tanımı ifade edilmemişti. Yürürlükten kaldırılan Kanun döneminde, katılma belgesine ilişkin tanım 2499 sayılı SerPK'nın m. 37 ve m. 38'e göre çıkarılan Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğ (Seri VII No: 10) m. 35 ile belirlenmişti. Buna göre yatırım fonu katılma belgesi “*belge sahibinin kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan fona kaç pay ile katıldığını gösteren, kıymetli evrak niteliğinde, kaydi değer olarak tutulan senettir*” şeklinde tanımlanmıştır. Bu Tebliğ'e göre, yatırım fonu katılma belgesi kısaca katılma belgesi olarak ifade edilmiştir. Katılma belgesi, ortaklıkların pay senetlerine benzer bir yapıya sahiptir. Yatırımcılar pay senedi olarak yatırım ortaklıklarına dahil olabildiği gibi diğer yandan katılma belgesi olarak yatırım fonu portföylerinde de hak sahibi olabilmektedir⁶⁷⁹.

Katılma işlemi ile belge sahibi ve kurucu arasında bir kolektif yatırım sözleşmesi meydana gelmektedir (Seri VII No: 10 Tebliğ m. 35). Katılma belgesi sahibinin, kurucuya

⁶⁷⁷ Şahin, *Borsada İşlem Gören*, 9.

⁶⁷⁸ Şahin, *Borsada İşlem Gören*, 9.

⁶⁷⁹ Poroy ve Tekinalp bu belgeleri *katılma senedi* olarak adlandırmıştır. Tuncer ve Öngüt ise *iştirak sertifikası* olarak değerlendirmiştir. Bkz. Reha Poroy ve Ünal Tekinalp, *Kıymetli Evrak Hukuku*, (İstanbul: 15. Baskı, 2001), 6; Öngüt, “Yatırım Şirketleri ve Yatırım Fonları”, 58; Destanoğlu, *Katılma Belgeleri*, 11; Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 184.

karşı sahip olduğu hak ve borçlar, katılma belgesiyle temsil edilmektedir. Bu hakların başında, katılma belgesine sahip yatırımcının, kurucudan bu belgeyi geri satın almasını isteme hakkı gelmektedir (Seri VII No: 10 Tebliğ m. 37). Ayrıca bu belge, katılımcıya kâr payı hakkı da sağlar. Temsile dahil diğer haklar ise bilgi alma hakkı ve tasfiye payı hakkıdır (Seri VII No: 10 Tebliğ m. 46, m. 47, m. 53/III).

6362 sayılı SerPK’da ise, katılma belgesi ifadesi yerine katılma payı kavramı kullanılmaya başlamıştır. III-52.2 sayılı Tebliğ m. 3/i ve III-52.1 sayılı Tebliğ m. 3/l hükmünde yer alan katılım payı, her iki Tebliğ’de “yatırımcının sahip olduğu hakları taşıyan ve fona katılımını gösteren, kayden izlenen sermaye piyasası aracı” şeklinde tanımlanmıştır.

6362 sayılı SerPK m. 3/ş hükmünde, sermaye piyasası araçları “*Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları*” şeklinde ifade edilmiştir. Bu bağlamda, yatırım fonu katılma payları, 6362 sayılı SerPK’ya göre fon tarafından çıkarılan menkul kıymetler niteliğindedir⁶⁸⁰.

2499 sayılı Kanun’un aksine, yatırım sözleşmeleri 6362 sayılı Kanun ile açıkça bir sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmiştir. 6362 sayılı Kanun m. 13/1’e göre, “*sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihracı esastır. Kurul, kayden ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarını ve kayden izlenecek hakları belirler; türleri ve ihraççıları itibarıyla kaydileştirmesine, kayıtların tutulmasına ve üyelik şartlarını kaybeden ihraççıların paylarının kayden izlenmesinin sona erdirilmesine ilişkin usul ve esasları düzenler*”. Bu hükme göre, SPK’ya konu ile ilgili geniş yetkiler verilmiştir. Buna göre, sermaye piyasası araçları olarak belirtilen yatırım sözleşmelerinin de elektronik ortamda kaydi olarak ihracının söz konusu olduğu esastır; bu araçlar senede bağlanmaksızın ihraç edilir ve kaydı sistem içerisinde izlenir.

SerPK m. 3/ş hükmünde yatırım sözleşmelerinin sermaye piyasası aracı olduğu ifade edilmiştir. Kanun’un m. 13/1’de ise, sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmadan

⁶⁸⁰ Fırat Öztan, Kıymetli Evrak Hukuku, (Ankara: Yetkin Yayınları, 2020), 39; Hüseyin Ülgen, Mehmet Helvacı, Arslan Kaya ve N. Füsun Nomer Ertan, *Kıymetli Evrak Hukuku*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2021), 9.

elektronik ortamda kayden ihracı söz konusudur. Yatırım sözleşmelerinin yapısı gereği yatırımcıların hakkının temsil edildiği katılma paylarının ihracı mümkündür. Konuyla bağlantılı olarak, sermaye piyasası araçlarına ilişkin açıklamalar aşağıda belirtilmiştir.

Sermaye piyasası aracı olarak sayılan yatırım sözleşmeleri 6362 sayılı SerPK m. 3/1-ş dışında, sermaye piyasasının hukuki düzenlemelerinde yer almamaktadır. Öğretide, bu sözleşmelerin uygulama sırasında somut olayın özelliklerine göre nitelendirileceğini savunan görüşler bulunduğu gibi⁶⁸¹ SPK'nın bu konuda ikincil düzenleme (Tebliğ) yaparak açıklık getirmesi gerektiğini ileri süren bizim de katıldığımız görüş de⁶⁸² bulunmaktadır. Bu çerçevede, Tebliğ'de genel bir ifadeyle sermaye piyasası aracı olarak belirtilen yatırım sözleşmelerinin niteliği kanaatimizce daha ayrıntılı biçimde açıklanmalıdır.

Sermaye piyasasındaki finans varlıklarının, başka bir deyişle orta veya uzun vadeli fonların piyasalardaki alım satımı ve fiyatlandırması, yalnızca sermaye piyasası araçları ile olanaklı hale gelebilir⁶⁸³. SerPK 'da sermaye piyasası aracıyla ilgili kavram olarak bir tanım yapılmamıştır. Bu konuda nelerin sermaye piyasası aracı olduğuna dair bir sıralama söz konusudur.

Sermaye piyasası araçları, bu piyasada halka arz, ihraç ve ikincil piyasalardaki işlemlerin mevzuu olan araçlardır⁶⁸⁴. 6362 sayılı SerPK m. 3/1-ş hükmüne göre, sermaye piyasası araçları; menkul kıymetler, türev araçlar ve yatırım sözleşmeleri, ayrıca SPK tarafından bu çerçevede sayılan diğer sermaye piyasası araçlarından oluşur.

6102 sayılı TTK'da anonim ortaklıkların yer aldığı ikinci kitabının 4. Kısım ve 7. bölümünde “*menkul kıymetler*” başlığı altında, pay senetleri (TTK m. 484-501), intifa senetleri (TTK m. 502-503) ayrıca borçlanma senetleriyle ve alma ve değiştirme hakkını barındıran menkul kıymetler (TTK m. 504-506) hükme bağlanmıştır. 6762 sayılı

⁶⁸¹ Ali İhsan Karacan ve Esra Erişir Karacan, *Sermaye Piyasası Araçları*, (İstanbul: Legal Yayıncılık, 2021), 3; Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 53.

⁶⁸² Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 140-142. Türkiye ve ABD sermaye piyasalarındaki yatırım sözleşmelerinin karşılaştırılması sonucu yatırım sözleşmelerinin tebliğ ile düzenlenmesi gerekliliği açıklanmıştır.

⁶⁸³ Karacan ve Karacan, *Sermaye Piyasası Araçları*, 35.

⁶⁸⁴ Tanör, *Türk Sermaye Piyasası*, 81.

yürüklükten kaldırılan TTK'da da menkul kıymetlere ilişkin çeşitli hükümler⁶⁸⁵ yer almasına rağmen, menkul kıymet tanımı yapılmamıştır. Ayrıca yürüklükten kaldırılan TTK'da menkul kıymet ifadesi yerine senet kavramı kullanılmıştır. Dolayısıyla menkul kıymet kavramı ile ilgili olarak 6362 sayılı SerPK'da ve 6102 sayılı TTK'da⁶⁸⁶ herhangi bir tanım yer almamaktadır.

Sermaye piyasası araçları tanımında bulunan menkul kıymet kavramı ise, 6362 sayılı SerPK m. 3/ (o) bendinde açıklanmıştır. Bu maddeye göre menkul kıymet, “*Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere; paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları, borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarıdır*”. Bu hüküm menkul kıymet ifadesi doğrudan tanımlanmamış⁶⁸⁷, fakat hüküm ile menkul kıymet sayılabilecek varlıklar belirlenmiştir.

SerPK'da yer alan bu madde haricinde, SerPK m. 128/1-e hükmü, SPK'ya, sermaye piyasasındaki gelişmeleri sağlamak için yeni sermaye piyasası kurumlarına ve araçlarına dair usul ve esasları düzenlemek ve bunları kontrol etmek yetki ve görevi vermiştir.

2499 sayılı SerPK'da ise menkul kıymet “*Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır*” şeklinde tanımlanmıştır. Buna göre 2499 sayılı SerPK'dan farklı olan husus, 6362 sayılı SerPK'nın menkul kıymet şeklinde belirtilen sermaye piyasası araçlarını sıralayarak bir belirlemeye ulaşmasıdır⁶⁸⁸.

2499 sayılı SerPK'nın ilk olarak kabul edilen metninde, 1992 yılında yapılan değişikliklerden önce, menkul kıymet kavramı, m. 3/b'de; “*Ortaklık ve alacaklılık*

⁶⁸⁵ Hisse senetlerine ilişkin m. 399 vd., intifa senetlerine ilişkin m. 402 vd., tahvillere ilişkin m. 420 vd.'da yer alan hükümler.

⁶⁸⁶ TTK m. 149, 202, 349, 382, 421, 504, 508, 549, 554, 1524'te menkul kıymet ifadesine yer verilmiştir.

⁶⁸⁷ Hüseyin Ülgen, Mehmet Helvacı, Arslan Kaya ve N. Füsün Nomer Ertan, *Kıymetli Evrak Hukuku*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2021), 36; Ersin Çamoğlu, *Kıymetli Evrak Hukukunun Temel İlkeleri*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2020), 3, dn1; Ali Bozer, ve Celal Göle, *Kıymetli Evrak Hukuku*, (Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2021), 521; Reha Poroy ve Ünal Tekinalp *Kıymetli Evrak Hukuku Esasları*, (İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2021), 39.

⁶⁸⁸ Burak Adıgüzel, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı”, *Ticari ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 3/1(2017): 1-8.

sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden; hisse senetleri, tahviller ve Hazine bonoları gibi kıymetlerdir” hükmü ile tanımlanmıştır. Bu tanımlama öğretide eleştiriye konu olmuştur. Poroy, tanımda geçen “*kıymet*” kavramının yerinde kullanılmadığını ve bu ifadenin “*kıymetli evrak*” şeklinde olması gerektiğini ifade etmiştir⁶⁸⁹. Dolayısıyla yazar, o dönemde yaptığı yorumda menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliği taşıdığı görüşünü ortaya koymuştur. Tekinalp ise menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliğinde olduğunu tartışmasız biçimde kabul ettikten sonra, 2499 sayılı SerPK m. 3’te menkul kıymetin tanımından sonra yer alan “*bunlar dışında kalan kıymetli evrak*” ifadesine atıfta bulunarak, menkul kıymetin açıkça kıymetli evrak sayılması gerektiğini ileri sürmüştür⁶⁹⁰.

Öğretide, 2499 sayılı Kanun’un kabul edildiği dönemde oluşan genel kanaate göre, her menkul kıymetin bir kıymetli evrak olmasına karşılık her kıymetli evrak bir menkul kıymet değildir⁶⁹¹. Aynı Kanun’da daha sonra yapılan değişiklik ile menkul kıymetler açıkça kıymetli evrak olarak nitelendirilmiştir. Buna karşılık, 6362 sayılı Kanun’da “*kıymetli evrak*” ifadesi kullanılmamış, bunun yerine “*kıymet*” ifadesine yer verilmiştir. Ayrıca, yeni kanun metninde menkul kıymetleştirilmiş varlıklar ve gelirler kavramlarına da yer verilerek, menkul kıymet kapsamı genişletilmiştir.

3794 sayılı Kanun’la değişik 2499 sayılı SerPK m. 3/b bendinde, menkul kıymetler; ortaklık ya da alacaklılık hakkını sağlayan, muayyen bir bedeli temsil eden, yatırım aracı şeklinde kullanılan, dönemsel olarak kazanç sağlayan, ibareleri birbirinin aynı ve misli özellikte, seri olarak çıkarılan, hukuki vasfı ise kıymetli evrak olarak nitelendirilen bir senettir şeklinde tanımlanmıştır⁶⁹². Tüm menkul kıymetlerin özelliklerini kapsayacak bir tanımın ya oldukça uzun ya da eksik kalabileceği öğretide kabul edilmektedir. Ayrıca, mevzuatta sık yapılan değişikliklerin bu tanımlamaları etkilemesi kaçınılmazdır. Bu

⁶⁸⁹ Reha Poroy, *Kıymetli Evrak Hukuku Esasları*, (İstanbul: Beta Yayınları, 1989), 9; Yasaman, *Menkul Kıymetler*, 17.

⁶⁹⁰ Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 13; Yasaman, *Menkul Kıymetler*, 17.

⁶⁹¹ Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 13; Aytaç, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 40; Fırat Öztan, *Kıymetli Evrak Hukuku* (Ankara, 1976), 66. Aksi görüşte Ömer Teoman, *Anonim Ortaklıkta İntifa Senedi* (İstanbul, 1978), 171; Oğuz Kürşad Ünal, *Menkul Kıymetler* (Ankara, 1988), 55.

⁶⁹² Bu düzenleme ile genel bir tanımlama yapılmadığı, yalnızca menkul kıymetlerin bazı özelliklerinin sayıldığı ve menkul kıymetlerin taraflara yüklediği hak ve yükümlülüklerin belirlenmesinin genel hükümlere bırakması hususunda eleştirilmiştir. Bkz. Oğuz Kürşad Ünal, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı*, (Ankara: Asil Yayınevi, 2005), 36 vd.

nedenle konuyla ilgili olarak, önemli olan husus tanımın kendisinden ziyade menkul kıymet kavramı kapsamında değerlendirilen türlerin belirlenmesidir⁶⁹³.

2.4.5.3.3. Katılma Paylarının Temel Özellikleri

Katılma payları ile ilgili önemli sayılan temel özelliklere aşağıda değinilmiştir.

2.4.5.3.3.1. Katılma Paylarının İtibari Değeri

Katılma paylarının temel yapısal vasıflarından biri, itibarî değere sahip olmamalarıdır. Bu husus, yürürlükten kaldırılan Seri: VII No:10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 36. maddesinin 11. fıkrasında açıkça belirtilmişti. Katılma payları, klasik anlamda bir nominal değerle ihraç edilmez; bunun yerine, günlük olarak hesaplanan net aktif değer üzerinden satılır. Bu yönüyle katılma payları, anonim ortaklık paylarından ayrılır ve farklı bir değerlendirme metoduna tabi olur.

Yürürlükteki III-52.2 sayılı Tebliğ m. 5'e göre de katılma paylarının itibari değeri yoktur ve kaydi değer olarak tutulur. Fon tutarını temsil eden katılma payları, kaydi olarak MKK nezdinde müşteri bazında izlenir. Fon katılma paylarının basılı hâle getirilmesi veya fiziksel olarak teslim edilmesi mümkün değildir. Katılma payları, MKK nezdindeki hesaplarda, her müşterinin kimlik bilgileri ve buna bağlı hesap kodları ile fon bilgileri bazında takip edilir⁶⁹⁴.

2.4.5.3.3.2. Katılma Paylarının Kaydi Özelliği

Kaydileştirme, sermaye piyasası araçlarının fiziki senet olarak basılmasından vazgeçilerek, elektronik ortama aktarılmasıdır⁶⁹⁵. Kaydileşme dar anlamda bazı sermaye piyasası araçlarının basılmasından vazgeçilerek bunlara karşılık olarak elektronik ortamda kayıtlar meydana getirilmesi iken geniş anlamda kaydileştirme ise elektronik

⁶⁹³ Buket Çatakoğlu, *Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları*, (Ankara: Seçkin Yayınevi, 2016), 39; Aytaç, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 53.

⁶⁹⁴ <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/menkul-kiymet-yatirim-fonlari/tanitim-rehberi>(E.T. 07.06.2025)

⁶⁹⁵ Asuman Turanboy, "2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na 4487 Sayılı Kanun'la Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydi Değer Düzenlemesi" *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 48/1-4, (1999), 44; Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 57-65; Çatakoğlu, *Türkiye Sermaye Piyasası*, 39.

ortamda kaydi duruma getirme yanında merkezi saklama kuruluşlarını, kaydi sistemi, kaydileştirilen sermaye piyasası üzerindeki hakları ve hukuki işlemleri ifade eder⁶⁹⁶.

Kaydî sistem, sermaye piyasası araçlarının fiziki senet olarak ihraç edilmesi yerine, bu araçlardan doğan hakların MKK nezdindeki kayıtlarla temsil edilmesini esas alır. Bu sistem, sermaye piyasalarının dijitalleşmesiyle birlikte hem güvenliği hem de işlem hızını artırmayı hedeflemektedir⁶⁹⁷. Ayrıca, pay senetlerinin fiziki olarak basımının ortadan kalkmasıyla birlikte sahtecilik, kaybolma, çalınma ve tahrip olma gibi riskler de ortadan kalkmıştır. Sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerin varakasız (senetsiz) duruma getirilmeleri, bunların saklanması (kapalı saklama), idare edilmeleri (açık saklama) ve toplu saklama aşamalarından geçilerek sağlanmıştır⁶⁹⁸.

Türkiye’de kaydi sistem yürürlükten kaldırılan 2499 sayılı SerPK 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun ile eklenen 10/A maddesi ile hukuki çerçevesi çizilmiştir. SPK’nın 28.10.2005 tarih ve 43/1318 sayılı kararı ile İMKB’de işlem gören pay senetleri 28.11.2005 tarihinden bu yana MKK sisteminde kayden izlenmeye başlanmıştır. Buna göre, pay senetlerinin kaydileştirilme tarihi olan 28.11.2005 tarihinden itibaren gerçekleştirilen bütün bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarında fiziki senet basımı ve teslimi yapılmamakta, yalnızca pay ihracı gerçekleştirilmektedir⁶⁹⁹.

⁶⁹⁶ Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 57.

⁶⁹⁷ Çağlar Manavgat, “Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydî Sistemin Esasları” *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 50 (2), (2001), 159-191.

⁶⁹⁸ Asuman Turanboy, *Varakasız Kıymetli Evrak*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, 1998), 1.

⁶⁹⁹ “Kanun’un 13’üncü maddesi ile kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin hakların MKK tarafından izleneceği 81 inci maddesinde ise MKK’nın sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin işlemleri gerçekleştirmek, kaydileştirilen bu araçları ve bunlara bağlı hakları, elektronik ortamda, üyeler ve hak sahipleri itibarıyla kayden izlemek, bu araçların merkezi saklamasını yapmak üzere kurulmuş, özel hukuk hukuk tüzel kişisi bir anonim ortaklık olduğu belirlenmiştir. (6362 sayılı SerPK m. 3/1-p) Merkezi Kayıt Kuruluşu’nun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik’te MKK’nın bir anonim ortaklık olması öngörülmüş ve SPK tarafından hazırlanan ana sözleşmenin, 21.9.2001 tarihinde Ticaret Siciline tescil edilmesi ile MKK kurulmuştur. Kurucuları Borsa İstanbul A.Ş., İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği’dir”. Hesapların açılması ve hesaplarda kayıt ve değişiklik yapılması, usul ve esaslarını MKK’nın belirleyeceği elektronik işlem yöntemleriyle, üyeler tarafından hak sahiplerinin talimatlarına uygun şekilde MKK kayıtlarında değişiklik yapılması sureti ile gerçekleştirilir (II-13.1 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ m. 5/1). Yatırımcı hesabı, hak sahibi (yatırımcı) adına açılmış, nama veya hamiline yazılı olmalarına bakılmaksızın kaydi sermaye piyasası araçlarının izlendiği hesaptır. (II-13.1 sayılı Tebliğ m. 10/4, m. 11/6). Borsada alım satımı yapılan sermaye piyasası araçları merkezi takas kuruluşu ve yatırım kuruluşu vasıtasıyla yatırımcı hesabına aktarılır; yani satıma konu sermaye piyasası araçları alıcısı yatırımcının hesabına kaydedilir (II-13.1 sayılı Tebliğ m. 17/1-3). Borsa

Kaydi sermaye piyasası araçlarının borsa dışında satımında olduğu gibi, kaydi sermaye piyasası araçları üzerinde teminat, rehin ve intifa hakkı kurulmasına ilişkin olarak, tarafların bu hakkın tesis edildiğine dair belgeleri ilgili üyelere vermeleri üzerine, ilgili üyelerce durum derhal MKK kayıtlarına yansıtılır (bu hususta bkz. II-13.1 sayılı Tebliğ 22). Kaydi sermaye piyasası araçlarının bahsedilen mali ve idari hakların sahiplerinin tespitinde, doğal olarak MKK nezdindeki kayıtlar (yatırımcı hesabı) esas alınacaktır (II-13.1 sayılı Tebliğ m.18 ve m. 20).

Ek olarak, likit fonlar haricindeki yatırım fonu katılma paylarının kaydileştirme işlemleri 31.12.2005 tarihinde, likit fonların katılma paylarının kaydileştirme işlemleri ise 31.03.2006 tarihinde tamamlanmıştır. Ayrıca, özel sektör tahvilleri ve finansman bonolarının da kaydi sistemde ihracı olanağı bulunmaktadır. Başka yönden, 6362 sayılı SerPK'nın sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesini düzenleyen m.13'e göre, sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin olarak, SPK, kaydı tutulacak hakları, bu hakların bağlı olduğu sermaye piyasası araçlarını, bunların türlerini ve ihraççılarını belirleme yetkisine sahiptir. Bu hükümle, SPK'ya kaydi sistemin kapsam ve uygulama alanını şekillendirme konusunda geniş bir takdir yetkisi tanınmıştır.

SPK tarafından tespit edilen esaslara göre kaydileştirilmesine karar verilen sermaye piyasası araçlarının teslimi zorunludur. Teslim edilen sermaye piyasası araçları re'sen hükümsüz hâle gelir. Buna karşılık, teslim edilmeyen sermaye piyasası araçları kaydileştirilme kararından sonra borsada işlem göremez. Aracı kurumlar tarafından bu sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık edilemez. Ayrıca, bu maddenin devamında yer alan “...ve katılma belgelerinin geri alımı yapılamaz. Kayden izlenmeye başladığı tarihi izleyen yedinci yılın sonuna kadar teslim edilmeyen sermaye piyasası araçları Yatırımcı Tazmin Merkezi'ne (YTM) intikal eder. Bunların üzerindeki sınırlı aynı

dışındaki alım satım işlemleri nedeniyle kayıtlarda gerekli değişiklikler dışındaki sermaye piyasası araçları alıcısı yatırımcının MKK'da bağlantılı olduğu üye tarafından yapılır (II-13.1 sayılı m. Tebliğ 17/4). Yukarıda sözü edilen işlemlerin hepsi elektronik ortamda gerçekleşir. Borsa dışındaki alım satım işlemleri nedeniyle kayıtlarda gerekli değişikliklerin yapılması için, doğal olarak borsa dışında alım satım yapıldığı hususunun belgelenmesi icap eder. Bu durumda yatırım kuruluşu, satıcının ve alıcının aralarında gerçekleştirdiği işlemin yatırımcı hesaplarında gerekli değişiklikleri yapacaktır. Esas itibarıyla borsa dışındaki alım satım işlemleri alıcı ve satıcı arasında yapılan anlaşma ile gerçekleştiğinden, bu sermaye piyasası aracının devrinin geçerliliği, yazılı şekilde yapılmış olmasına bağlıdır (BK m. 184/1).

<https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Sermaye%20Piyasasi%20Araclarinda%20Kayd-ilestirme.pdf> (E.T. 11.06.2025).

haklar kendiliğinden sona ermiş sayılır. Bunlar YTM'nin hesabına geçmesinden itibaren üç ay içinde satılır.” düzenlemesinin ise, Anayasa Mahkemesi'nin 12.11.2015 tarih ve 29530 sayılı Resmî Gazete 'de yayımlanan 22.10.2015 tarih ve E.2015/29, K.2015/95 sayılı kararıyla, Anayasa'nın 113'üncü ve 35'inci maddelerine aykırı olduğu gerekçesiyle iptaline karar verilmiştir⁷⁰⁰.

2.4.5.3.3.3. Katılma Paylarının Kıymetli Evrak Özelliği

Yürürlükten kaldırılan 2499 sayılı SerPK'nın 40. maddesiyle katılma belgeleri kıymetli evrak niteliğinde kabul edilmişti. Ancak bu hüküm, 3794 sayılı Kanun ile yürürlükten kaldırılmıştı. Sonrasında Seri: VII, No: 10 sayılı Tebliğ'in 35. maddesi ile bu nitelik yeniden vurgulanmış; belgelerin temsil ettiği hakların belge olmadan ileri sürülemeyeceği ve devredilemeyeceği belirtilmişti. Bu düzenleme esasında, kıymetli evrak hukukunun temel ilkesi olan belge ile hak arasındaki sıkı bağ prensibine uygundu.

Küresel ekonomik gelişmelerle birlikte sermaye piyasalarının yaygınlaşması, sermayenin tabana yayılması ve sermaye piyasası araçlarının çeşitlenmesi; bu araçların güvenli biçimde saklanması ve hızlı işlem görmesi sorunlarını gündeme getirmiştir. Dijital çağın getirdiği teknolojik ilerlemeler bu sorunların çözümünü kolaylaştırmıştır. Böylece, sermaye piyasası araçlarının milyarlarca adetle ihraç edilip sıkça el değiştirmesi evraksız kıymetli evrak kavramının ortaya çıkmasına yol açmıştır⁷⁰¹.

Kıymetli evrakın önemli sayılan unsurlarından biri olan “*hak ile senedin birbirine bağlanmış olması*” ilkesi, dijital çağın getirdiği şartlardan dolayı önemini yitirmiştir⁷⁰². Böylece bizzat maddi olarak senet üzerinde bulunmasa da okunup anlaşılabilen elektronik ortamdaki kayıtlar kıymetli evrak şeklinde kabul edilmeye başlanmıştır⁷⁰³. Sermaye

⁷⁰⁰ Anılan iptal kararının gereğinin yerine getirilmesine ilişkin SPK tarafından yapılan değerlendirme devam etmekte olup, Yatırımcı Tazmin Merkezi'nin internet sitesi ve diğer yollarla gerekli duyurular yapılacaktır. Yatırımcılar tarafından konuya ilişkin yapılacak duyuru ve ilanların takip edilmesi uygun olacaktır.

<https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Sermaye%20Piyasasi%20Araclarinda%20Kayd%20ilestirme.pdf> (E.T. 11.06.2025)

⁷⁰¹ Evraksız kıymetli evrak ifadesi ilk olarak İsviçreli ünlü hukukçu Arthur Meier-Hayoz, emekli olurken verdiği konu ve gün ile anlamlı veda dersinde kullanmış ve daha sonra da bu konuşmayı “kıymetli evrakla veda mı?” (Abschied vom Wertpapier?) başlıklı makale olarak yayımlamıştır. Bkz. Pulaşlı, Kıymetli Evrak Hukuku, 21. (Dipnot 50).

⁷⁰² Turanboy, *Varakasız Kıymetli Evrak*, 254.

⁷⁰³ Turanboy, *Varakasız Kıymetli Evrak*, 51-52.

piyasası araçlarının saklanması ile ilgili kaydi sistemin temelini de “*evraksız kıymetli evrak*” terimi meydana getirmektedir. Evraksız kıymetli evrakın bir diğer önemli arz eden unsuru ise, el yazısı ile imza koşulunun bulunmamasıdır. Artık elektronik imza şartı vardır⁷⁰⁴. El yazısı ile imza koşulu ile ilgili problem böylece çözülmüştür. Zaten mevcut durumda, merkezi kaydi sisteme üye olan yatırımcılar işlemlerini ancak elektronik imzayla gerçekleştirmektedir⁷⁰⁵.

Evraksız kıymetli evrak açısından, mevcut durumda ortada bir senet olmadığından ve hak kaydi değer taşıdığından, kaydi değerlerin tedavülü, geleneksel kıymetli evraktan farklı şekilde, bütünüyle elektronik ortamda gerçekleşmektedir. Bundan dolayı elektronik ortamda senedin zilyetliğinin naklinin gerçekleşmesi için devir beyanı ile elle atılmış imza söz konusu olmamaktadır. Bunların yerini ise hak sahibinin kaydi değerlerin devrine dair vereceği yazılı ya da telefonla bir talimat kabul edilmektedir. Bu şekilde birçok çıkarılan kaydi değerler güvenli ve seri olarak el değiştirip ek olarak saklanması da kolay hale gelmektedir⁷⁰⁶.

Katılma paylarının kıymetli evrak özelliği, Seri: VII No: 10 sayılı Tebliğ ile ikincil düzenleme şeklinde hükme bağlanması öğretide tartışmalara neden olmuştu. Hâkim görüşe ve Yüksek Mahkeme’ye göre, kıymetli evrak tiplerinin sınırlı olarak sayılmayacağı belirtilmişti⁷⁰⁷.

Öğretide Öztan’a göre, kıymetli evrak hukukunda “*kapalı adet esası*” artık geçerliliğini yitirmiştir, buna göre Kanun’da yasaklanmamış olduğu sürece ilgililer diledikleri gibi (TTK m. 831 hükmünde yer alan emre yazılı senetler dahil) belirtilen kıymetli evrak düzenleyebilecektir. Öğretide Pulaşlı’ya göre ise ⁷⁰⁸ kıymetli evrak hukukunda yer alan klasik senet olmadan sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde evraksız kıymetli evrakın piyasa çapında el değiştirmesinin dijital ortamda gerçekleşmesiyle TTK 645 “*hakkın senetten ayrı ileri sürülemeyeceği*” hükmü geride kalmıştır. Böylece kaydi değerlerin ve

⁷⁰⁴ Mücahit Ünal, *Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi*, (Ankara: Adalet Yayınevi, 2011), 32.

⁷⁰⁵ Ünal, *Sermaye Piyasası Araçlarının*, 32.

⁷⁰⁶ Pulaşlı, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 21.

⁷⁰⁷ Fahiman Tekil, *Kıymetli Evrak Hukuku* (İstanbul: 1974), 31; Fırat Öztan, *Kıymetli Evrak Hukuku* (İstanbul: 1994), 262; Yaşar Karayalçın, *Ticaret Hukuku, Cilt III, Ticari Senetler (Kambiyo senetleri)*, (Ankara: 1970), 17; Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 51-52. Yargıtay 11. HD. 16.03.1982, E. 1981/5485 K.1982/1092. www.kazancı.com.com.tr (E.T. 11.06.2025)

⁷⁰⁸ Hasan Pulaşlı, *Kıymetli Evrak Hukukunun Esasları* (Ankara: Adalet Yayınevi, 2023), 23.

bu bağlamda kaydi işlemlerin kabulü ile evraksız kıymetli evrak oluşmuştur⁷⁰⁹. Poroy ve Tekinalp'e göre, kaydi işlemler ve kaydi değerlerin yaygınlaşması ile TTK m.645'de hüküm altına alınan esas artık kenarda kalmıştır. Böylece kaydi değerler ile evraksız kıymetli evrak meydana gelmiştir⁷¹⁰.

Kıymetli evrakta sınırlı sayı ilkesini kabul etmek kıymetli evrakın tanım hükmünü de içeren genel hükümleri etkileyerek işlevsiz hale getirecektir⁷¹¹. Bunun nedeni ise doğrudan, düzenleme ya da yollama yoluyla başvurulabilecek her bir kıymetli evrak türüne dair hükümler kıymetli evrak olmadan kendine yetecek niteliktedir⁷¹². Buna göre genel hükümlerin işlevlerinden biri kıymetli evrakın mevzuatta bulunan türleri dışında bir kıymetli evrak meydana getirildiğinde bu kıymetli evrakta olması gereken ayırt edici özellikler ile kendisine bağlanan hüküm ve sonuçları belirlemektir⁷¹³. Böylece hukukumuzda tür serbestisi geçerli olmalı ve kıymetli evrakın tanımını hükme bağlayan TTK 645'teki ayırt edici özelliklere sahip olarak nama, hamiline ve emre yazılı senetlere dair genel hükümlerdeki özellikleri taşıyan nama, hamiline ve emre yazılı yeni bir kıymetli evrak türü oluşturulabilmelidir (*isimsiz kıymetli evrak*)⁷¹⁴. Buna göre katılma paylarının kıymetli evrak özelliğinin TTK m. 645'te yer alan temel özelliklere sahip olduğu sürece sınırlı sayı esasına bağlı olmadığı kabul edilebilir. Öğretide sınırlı sayı esasının geçerliliği konusunda görüşler benzer niteliktedir. Buna göre, kaydi işlemler ve kaydi evrakların yaygın olarak kullanılması ile evraksız kıymetli evrak ortaya çıkmıştır. Teknolojinin gelişmesi ile geleneksel senet bir kenara bırakılarak, evraklar çoğunlukla kaydi işleme tabi olmaktadır.

Kaydileştirilen sermaye piyasası araçları arasında bulunan anonim ortaklık payları örneğinde kaydi sistemle kıymetli evrak arasındaki ilişkiye göre anonim ortaklık pay senetleri, hamiline ya da nama yazılı olarak düzenlenir (TTK m. 484/1). Hamiline yazılı pay senetlerinin devredilmesi ortaklık ve üçüncü kişiler ile ilgili olarak ancak zilyetliğin

⁷⁰⁹ Pulaşlı, *Kıymetli Evrak Hukukunun*, 23.

⁷¹⁰ Reha Poroy ve Ünal Tekinalp, *Kıymetli Evrak Hukuku Esasları*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2018), 57.

⁷¹¹ Abuzer Kendigelen ve İsmail Kırca, *Kıymetli Evrak Hukuku*, (İstanbul: Onikilevha Yayınları, 2024), 15.

⁷¹² Kendigelen ve Kırca, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 48.

⁷¹³ Kendigelen ve Kırca, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 48-49.

⁷¹⁴ Kendigelen ve Kırca, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 49. Kırca'ya göre mevzuatta ismen düzenlenmeyen yeni bir emre yazılı senet türü oluşturulurken TTK 831/1 hükmünde belirtilen şartlar dikkate alınmalıdır.

geçirilmesi yoluyla payı devralan tarafından MKK'ya gerçekleştirilecek bildirimle söz konusu olacaktır. MKK'ya bildirim yapılmaması durumunda hamiline yazılı pay senedine malik olanlar, paya bağlı haklarını gerekli bildirim yapılınca kadar kullanamayacaklarıdır (7262 sayılı Kanun ile değişik TTK m. 489/1).

Nama yazılı pay senetlerinin (bunlar aslında kanunen emre yazılı kıymetli evraktır) devri ise ciro edilmesi ve senedin zilyetliğinin devralana geçirilmesiyle gerçekleştirilir (TTK m. 490/2). Fakat ortaklıkla ilişkilerde, sadece pay defterinde kayıtlı bulunan şahıs hak sahibi sayılır (TTK m. 499/4). Eğer paylar için senet çıkarılmamışsa diğer ifade ile ortada “*çıplak pay*” söz konusu ise ister hamiline ister nama yazılı olsun, paylar alacağın devri hükümleri çerçevesinde devredilecektir. Bundan dolayı çıplak payın devrinin geçerliliği için yazılı şekilde yapılmış olması gerekir (TBK m. 184/1). Buna göre kıymetli evrak niteliğindeki pay senetlerinin devri ile kaydi payların devri birbirinden farklıdır. Şöyle ki kaydi payların nama veya hamiline yazılı olması önemli olmadan isme açılmış hesaplarda takip edilmesine rağmen hem payların devri hem pay sahipliği haklarının kullanılması yönünden payların nama yazılı olmasıyla hamiline yazılı olması arasında fark bulunmamaktadır⁷¹⁵. Bu çerçevede kaydi paylar çıplak paylara benzemektedir. Fakat, çıplak paylardan farklı olarak, borsada alım satımı yapılan kaydi payların devri elektronik ortamda gerçekleşmekte, bunun dışında tasarrufi nitelikte yazılı bir devir sözleşmesine gerek görülmemektedir⁷¹⁶. Böylece sözleşme, kaydi payların yalnızca borsa dışında devrinde söz konusu olmaktadır. Kaydi payların borsa dışında da devri olanağı ile aynı payın birden fazla kişiye devri durumu ortaya çıkmaktadır. Bu durumda kayden izlenen bir yatırımcı hesabının olması halinde, mükerrer devirlerden hangisine öncelik verileceğine dair bir düzenleme yapılması gerekmektedir.

6362 sayılı SerPK m. 13/5'e göre, kayden izlenen sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde, MKK'ya yapılan bildirim tarihi esas alınır⁷¹⁷. Mevzuat izin verdiği taktirde bir kıymetli evrak türünün elektronik ortamda düzenlenmesi ve devri mümkündür. Fakat kıymetli evrakı düzenleyen hükümlere göre,

⁷¹⁵ Kendigelen ve Kırca, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 15.

⁷¹⁶ Çıplak payların devrine dair tasarrufi sözleşmenin elektronik ortamda düzenlenmesi ve güvenli elektronik imzayla imzalanması olanağı bulunmaktadır. (TBK m. 14/2, m. 15/1; Elektronik İmza Kanunu m. 5).

⁷¹⁷ Kendigelen ve Kırca, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 16.

kaydi sistemde payların kıymetli evrak niteliğini haiz olacak biçimde elektronik ortamda düzenlendiğinden ve devrinden söz etmek de güçtür.

Kendigelen ve Kırca'ya göre buradaki değerlendirmelerin ışığında kaydi sistemde artık bir kıymetli evrakın varlığından bahsetmek zorlama bir yaklaşım olacaktır⁷¹⁸. Pulaşlı'ya göre ise, kıymetli evrakın ilk koşulu kâğıt (senet) olduğu göz önüne alındığında, aslında senetsiz bir kıymetli evrakın meydana gelmeyeceği sonucu ortaya çıkmaktadır. Yine de hakkın bir senede bağlandığı senetlerle beraber, elektronik ortamda kayda alınıp aynı şekilde saklanabilen çip, mikro fiş, disket, manyetik band vs. elektronik ya da optik veri tabanı taşıyıcıları benzeri her çeşit yazılı şekil ve ortamları barındıran araçların da buradaki çerçeveye dahil olduğu belirlenmiştir. Bu durum kıymetli evrakın somutlaştığı ortamın her zaman bir kâğıtta olması gerekmediğini işaret etmektedir⁷¹⁹. Özel olarak belirtilirse, “evraksız kıymetli evrak” olarak anılan sermaye piyasası araçlarının saklanması, üzerinde işlem yapılmasının çok masraflı olması ve bu işlemlerin teknoloji sayesinde kolay ve güvenli olması, “evraksız kıymetli evrakın” doğumuna neden olmuştur⁷²⁰. Adıgüzel'e göre evraksız kıymetli evrak yalnızca sermaye piyasası araçları açısından kabul edilmiştir⁷²¹. Sermaye piyasasında satılan ve/veya işlem gören sermaye piyasası araçları için kaydileştirme zorunludur. Diğer kıymetli evrakların kaydileştirilmesine hukuk sistemine uygun değildir⁷²².

Ülgen, Helvacı, Kaya ve Nomer Ertan'a göre evraksız kıymetli evrak kendi içinde çelişkiler barındıran bir kavram gibidir. Fakat buna rağmen yazarlara göre kıymetli evrakın “senet” unsuru ile ilgili olan kanuni tanımda “senet” ifadesinden “belge” anlaşılması gerektiği ifade edilmiştir⁷²³. Dolayısıyla belge ifadesi evraksız kıymet evrak özelliğine daha uygun bir ifadedir. Menkul kıymetlerin fiziki ortamlarda ortaya

⁷¹⁸ Kendigelen ve Kırca, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 16. Konu ile ilgili olarak Özlem Ata Polat, “Dağınık Defer Teknolojisine Dayalı Kıymetli Evrak Düzenlemeleri ve Bu Düzenlemelerin Menkul Kıymetlerin Kıymetli Evrak Niteliğini Etkisine İlişkin Bir Değerlendirme” *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, XXXIX/2 (2023), 323-365. (340 vd); Ünal *Sermaye Piyasası Araçlarının*, 21 vd; Manavgat, “Sermaye Piyasası Kanunu”, 159 vd.

⁷¹⁹ Pulaşlı, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 22.

⁷²⁰ Pulaşlı, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 22. Konu ile ilgili bkz. Ünal Tekinalp, *Evraksız Kıymetli Evrak veya Kıymet Haklarına Doğru*, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 14.3, (1988): 1-16.

⁷²¹ Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 58.

⁷²² Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 58.

⁷²³ Ülgen, Helvacı, Kaya ve Nomer Ertan, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 47.

konulması artık gerekmemekte, bunun yerine bunların barındırdığı hakların kaydı olarak takibi kabul edilmektedir⁷²⁴.

Öğretide ileri sürülen bu görüşler birlikte değerlendirildiğinde, evraksız kıymetli evrak kavramının Türk hukukunda hâlen kavramsal ve sistematik tartışmalar barındırdığı görülmektedir. Bu noktada, “*senet*” kavramının katı biçimde fiziki belgeyle özdeşleştirilmesi yerine, hakkı temsil eden ve devrine imkân sağlayan her türlü hukuki kayıt ve belgenin bu kavram kapsamında değerlendirilmesi hem piyasa gerçekleriyle hem de teknolojik gelişmelerle daha uyumlu bir çözüm olarak görünmektedir. Bununla birlikte, kanaatimizce kaydileştirmenin kapsamının sermaye piyasası araçlarıyla sınırlı tutulmasının, diğer kıymetli evrak türleri bakımından ileride ortaya çıkabilecek dijitalleşme ihtiyaçlarını karşılamada yetersiz kalabileceği ve bu nedenle mevzuatın daha esnek ve öngörülü bir sistematik çerçeveye kavuşturulmasının gerekli olduğu ileri sürülebilir.

Geleneksel kıymetli evrakın özelliklerinden farklı şekilde evraksız kıymetli evrakın devir esasları değişmemektedir. Bu yeni dönem evrakların el değiştirmesi bütünüyle elektronik ortamda söz konusu olmaktadır. Buradaki en önemli fayda sağlayan husus basılı ve yazılı olarak kıymetli evrakın el değiştirmesindeki güvenlik problemlerinin çözülmesi, işlemlerdeki çabukluk ve evrakı saklamanın daha pratik olmasıdır.

2.4.5.3.4. Fon Katılma Paylarının Geri Alınması

III-52.2 sayılı Tebliğ m.14 (1)’de, katılma paylarının geri alınması süreci, yetkilendirilmiş katılımcı yoluyla meydana gelecek işlemlerle, asgari işlem birimi ya da katlarına karşılık gelen oranda katılma paylarının portföy saklayıcısına iadesi karşılığında söz konusu katılma paylarına karşılık gelen varlıkların veya nakdin alınması şeklinde işler⁷²⁵.

Yatırımcılar ellerinde bulundurdıkları fon paylarını asgari birimler şeklinde iade edebilir. Bu haliyle yatırım yapanlar fon paylarının iadesini, fon paylarını minimum işlem birimleri şeklinde toplayarak ve yetkilendirilmiş katılımcıdan istekte bulunarak talep

⁷²⁴ Ülgen, Helvacı, Kaya ve Nomer Ertan, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 47.

⁷²⁵ Yatırım fonu katılma payları, fona geri satışının yapılması ile nakde dönüştürülürken, yatırım ortaklığı pay senetleri yatırım ortaklığına geri satılamaz; ancak borsada satışı söz konusudur.

edecektir⁷²⁶. Yetkilendirilmiş katılımcı ise asgari işlem birimini temsil eden menkul kıymet portföyünü ve bir miktar nakdi fon yönetimine geri iade eder. Yeni paylar ne şekilde meydana getiriliyorsa halihazırda bulunan payların iadesinde de işlem aynı olarak yapılır⁷²⁷.

III-52.2 sayılı Tebliğ m.14 (2)'de ise fon katılma paylarının geri alınması işlemlerine dair detaylı hususlar yetkilendirilmiş katılımcı, kurucu ve portföy saklayıcısı arasında imzalanan sözleşme ile tespit edilir. Bahse konu olan hususlar fon içtüzüğünde ve fon izahnamesinde belirtilir.

III-52.2 sayılı Tebliğ m.15 (1)'e göre fon katılma payı meydana getirme ve geri alma işlemlerinin oluşturulması için gerekli olan asgari katılma payı oranını karşılayan asgari işlem biriminin kurucu tarafından tespit edilmesi, ayrıca bu bilginin bilgilendirme evraklarında bulunması zorunludur. Böylece yatırımcı sürece, kurucu tarafından belirlenen asgari işlem biriminden bilgi sahibi olarak, durumunu belirleyip dahil olacaktır.

2.4.5.3.5.Katılma Paylarının Fiyatı ve Değeri

III-52.2 sayılı Tebliğ m.16/1'e göre tek bir fon katılma payı için, birim pay değeri ve işlem fiyatı şeklinde iki farklı değer öngörülmüştür. Tebliğ m.16 (2)'de fon birim pay değeri, fon toplam değerinin dolaşımdaki katılma paylarının sayısına bölünmesi ile hesap edilir. Tebliğ m. 16 (3)'de ise fon işlem fiyatı, katılma paylarının BIST'teki işlemlerinden meydana gelen fiyatıdır.

III-52.2 sayılı Tebliğ m. 16/4'e göre SPK'nın portföy saklama hizmetine ve bu hizmette bulunacak kuruluşlara dair düzenlemelerindeki hükümler saklı kalmak üzere, birim pay değerinin hesaplanması kurucunun yükümlülüğü altındadır. Fon izahnamesinde gösterilen ve BIST'in onayladığı biçimde ilan yapılır. Fon katılma paylarının itibari değeri bulunmamaktadır ve fon katılma payları kaydi şekilde MKK bünyesinde, hak sahibi bazında takip edilir. Yatırımcılar için fon tarafından temettü dağıtımı yapılabilir.

⁷²⁶ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 40-41.

⁷²⁷ Camgöz, *Borsa Yatırım Fonları*, 40-41.

2.4.5.3.6. Olağanüstü Durumlarda Katılma Payı İşlemleri

III-52.2 sayılı Tebliğ m. 16/ 7'ye göre, savaş, doğal afetler, ekonomik kriz, iletişim sistemlerinin çökmesi, portföydeki varlıkların ilgili olduğu pazarın, piyasanın veya platformun kapanması, bilgisayar sistemlerinde oluşabilecek arızalar, kurucunun mali durumunu etkileyecek mühim bir bilginin meydana gelmesi gibi olağanüstü durumların oluşması ile SPK tarafından onaylanması durumunda, katılma paylarının birim pay değeri hesaplanmayabilir. Katılma paylarının birincil ve/veya ikincil piyasa işlemleri durdurulabilir.

2.4.6. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ve BYF'lerin Temel Hususlarının Karşılaştırılması

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları iki farklı türde, sabit sermayeli ve değişken sermayeli olarak oluşturulabilmektedir. BYF'lerin yapısı ise daha çok açık uçlu fonlara benzemektedir. BYF'ler için mevzuatta doğrudan herhangi bir sınıflandırma yapılmamıştır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve BYF'leri hukuki açıdan birbirinden ayıran en temel özellik, BYF'lerin tüzel kişiliğe sahip bir ortaklık olmaması fakat menkul kıymet yatırım ortaklıklarının tüzel kişiliğe haiz ve gerektiğinde TTK hükümlerine tabi ortaklık özelliğinin bulunmasıdır. Fakat her iki kuruluş da aslında portföy işletmek amacıyla kurulmaktadır. Yatırım ortaklıkları, özellikle sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıkları kapalı uçlu yapıdadır. Bundan dolayı zaman zaman yatırım ortaklıklarının piyasa değerleri ile portföy değerleri farklı hesaplanmaktadır. Bu sebeple yatırımcılar yatırım ortaklıklarına güvenini kaybedebilmektedir⁷²⁸.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının temel amacı, ortaklık portföyünü yapılandırmak, idare etmek ve gerektiğinde portföy üzerinde değişiklikler yapmaktır. Ayrıca yatırım riskini portföy çeşitlendirmesi yaparak asgari düzeye indirmek, portföyün kıymetini korumaya ve artırmaya dair incelemelerde bulunmak bu ortaklıkların işlevleri arasındadır. BYF'ler ise benzer bir yapıya sahip olmakla birlikte, esas itibarıyla belirli

⁷²⁸ Şahin, *Borsada İşlem Gören*, 10

sınırlamalar dâhilinde birden çok varlığa yatırım yaparak, menkul kıymet alım satımından ve bu menkul kıymetlerin kâr payı ile faiz gelirlerinden kazanç elde eden yapılardır⁷²⁹.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının anonim ortaklık şeklinde kurulmasının en önemli neticesi yatırımcının pay sahibi sıfatına malik olmasıdır. Bundan dolayı menkul kıymet yatırım ortaklıkları pay senetlerine yatırım gerçekleştiren yatırımcılar, pay sahibine verilen her tür hakka maliktir. Ayrıca pay sahibi TTK tarafından tanınan haklara da sahiptir. Bu haklar kâr payı hakkı, tasfiye payı hakkı, bedelsiz pay alma hakkı, yeni pay edinmede öncelik hakkı, genel kurula katılma ve oy kullanma hakkı, ortaklığın faaliyetleri ve hesapları hakkında bilgi alma, inceleme ve denetleme hakkı şeklinde belirtilebilir. Yatırım fonlarında dolayısıyla BYF’lerde ise katılma payı sahibi olan yatırımcının kurucuya karşı korunma olanağı yalnızca sözleşme hukukundan doğan alacak hakkına bağlanmaktadır⁷³⁰.

BYF’lerin yatırım ortaklıklarından diğer önemli ayrım noktası portföyde kendini göstermektedir. Buna göre yatırım ortaklıklarında portföy özel bir hükümle korunmamaktadır. Bunun nedeni ise yatırım ortaklığında portföy sahibi aynı zamanda yatırım ortaklığının zaten pay sahibidir. Oysa fonların mal varlığı esas olarak SerPK m. 53/2 hükmü ile özel olarak korunmaktadır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları halka açık anonim ortaklık statüsünden dolayı SerPK ve TTK hükümlerinde bazı avantajlarla yer almasına karşılık ek birtakım dezavantajlara da sahiptir⁷³¹. Bunlardan birisi menkul kıymet yatırım ortaklığı gibi halka açık anonim ortaklıkların faaliyet maliyetleri yüksektir. Bunun en önemli göstergesi sermaye piyasası hukukunun en önemli unsurlarından olan kamuyu aydınlatma prensibinin gerçekleştirilmesi yatırım ortaklıklarına muayyen bir harcamaya neden olmaktadır. Yatırımcılar BYF ile tek bir işlemle geniş bir varlık yelpazesine ulaşabilirler. Örnek olarak bir endeksi takip eden BYF, o endekste bulunan bütün hisse senetlerine yatırım

⁷²⁹ Gökalp, *Sermaye Piyasalarında Halka*, 14-15. spk.gov.tr /yatırım fonları /tanıtım rehberi (E.T. 19.03.2024).

⁷³⁰ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, 73; Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 135; Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 171-172.

⁷³¹ Bu konuda bkz.Louise Gullifer ve Jennifer Payne ,*Corporate Finance Law Principles and Policy*, (Newyork: Hart Publishing, 2020), 488 vd. Uyar, *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*, 137. Veliye Yanlı, *Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması* (İstanbul: Beta Yayıncılık, 2005), 87 vd.

gerçekleştirir. Böylece yatırımcılar portföylerini çeşitlendirerek risklerini minimuma indirir⁷³². BYF'ler, pasif yönetim stratejilerinden dolayı düşük masraf oranlarına sahiptir. Bu durum yatırımcıların uzun vadede daha az maliyetle daha yüksek getiri elde etmelerini sağlar⁷³³. Borsada işlem gören hisse senetleri gibi yatırım fonları da kolayca alınıp satılabilir. Böylelikle yatırımcılar gün içinde alım satım yapma esnekliği kazanmış olur. Likit yatırım araçları olan BYF'ler istenilen zaman nakde çevrilebilir⁷³⁴.



⁷³² https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari.pdf (E.T. 12.11.2025).

⁷³³ https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari.pdf.

⁷³⁴ https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari.pdf.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARININ VE BORSA YATIRIM FONLARININ SONA ERMESİ

3.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Sona Ermesi

3.1.1. Genel Olarak

Sona erme ifadesi, Türk Dil Kurumu sözlüğünde genel olarak bitme, nihayetlenme, hitam olarak ifade edilmiştir⁷³⁵. Ortaklıkların sona ermesi ise, kanunda belirtilen veya sözleşmede geçen sona erme sebeplerinden birinin meydana gelmesi dolayısıyla gelir sağlamak amacının son bulması ve gelir getiren faaliyetlerin kesilmesidir⁷³⁶.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının sona ermesi, mevzuatta hem ortaklıklar hukuku hem de sermaye piyasası mevzuatı açısından incelenmesi gereken bir konudur. Ortaklığın sona ermesi, ortaklık anonim ortaklık şeklinde kurulan bir sermaye piyasası yatırım ortaklığı olması dolayısıyla, TTK ve SerPK’da düzenlenmiştir. Konu ile ilgili olarak, ortaklığın anonim ortaklık statüsüne sahip olmasından dolayı, anonim ortaklıkların sona erme nedenleri, TTK dikkate alınarak genel olarak açıklanmıştır. Ayrıca sona ermeye ilişkin mevzuatlarda yer alan bazı hükümler karşılaştırılıp değerlendirilmeye çalışılmıştır.

⁷³⁵ www.tdk.gov.tr (E.T. 06.01.2023).

⁷³⁶ Domaniç, *Anonim Şirketler Hukuku*, 405; Murat Kaderoğlu, *Anonim Şirketlerin İnfisahı (Dağılması)*, (İstanbul: On iki levha Yayınları, 2017), 3; Halil Arslanlı, *Anonim Şirketler, Anonim Şirketin Hesapları-Anonim Şirketin İnfisahı ve Tasfiyesi*, (IV-V)(İstanbul: 1961), 147; Halil Arslanlı, “Anonim Şirketlerde İnfisahın Hukuki Neticeleri”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, I (1962):304; Ersin Çamoğlu, *Kolektif Ortaklıkta Haklı Sebep Kavramı ve Ortağın Haklı Sebep ile Çıkarılması*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008), 14; Reha Poroy, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014), N. 103; Mehmet Emin Bilge, “Anonim Şirketin Sona Ermesi ve Tasfiyesi”, *Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, XVI/3-4 (2012): 261-294.

Ortaklık varlığının tamamen sona ermesinin ilk adımı olan tasfiye sürecinin başlamasıyla, tüzel kişiliği olmayan adi ortaklık tasfiye ortaklığına dönüşürken; ticaret ortaklıkları ise tasfiye amacıyla sınırlı olarak tüzel kişiliklerini tasfiye sonuna kadar korur⁷³⁷.

Sermaye piyasası mevzuatına göre, sona erme kararı SPK'nın onayına bağlıdır. SPK, bu durumda kamu yararı ve yatırımcıların koruması ilkesine göre denetim yapmakla yükümlüdür. Menkul kıymet yatırım ortaklığının sona erme rejimi, klasik anonim ortaklık sona erme hallerinden yapısal farklılıklar gösterse de sermaye piyasasının istikrarı ve yatırımcı koruması ilkeleri gereği bu farklılıklar makul karşılanmaktadır. Ancak SPK düzenlemelerinin TTK ile daha uyumlu hale getirilmesi ve yatırımcılara daha fazla yargısal denetim ve temsil hakkı tanınması hukuki istikrar açısından zorunludur.

3.1.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı açısından III-48.5 sayılı Tebliğ ve Sermaye Piyasası Mevzuatındaki Sona Erme Halleri

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarına ilişkin III-48.5 sayılı Tebliğ m. 91/2'ye göre, *“Değişken sermayeli ortaklıklarda TTK'nın; anonim şirketlerde esas sermayeye, asgari sermaye miktarına, esas sözleşmenin asgari içeriğine, aynı sermaye taahhütlerine, nominal değere, ortaklığın kendi paylarını iktisap veya rehin olarak kabul etmesine, sermaye artırımı ve azaltımı usulüne, pay taahhüdü ve ödenmesine, pay devrine ilişkin kısıtlamalarına, kâr zarar hesabı ve kârın dağıtımına, yedek akçelere ve tasfiyeye ilişkin hükümleri uygulanmaz”* şeklinde ifade edilen husus bazı TTK hükümlerinin ortaklık açısından uygulanmayacağını belirtmiştir.

Söz konusu hükme göre, her ne kadar anonim ortaklığın tasfiyesine ilişkin hükümlerin menkul kıymet yatırım ortaklıklarında uygulanmayacağı kabul edilse bile “sona erme” konusu hükümde yer almamaktadır. Dolayısıyla sona erme konusunda TTK hükümleri uygulama kabiliyeti bulacaktır. Anonim ortaklığın sona erme sebeplerinin meydana gelmesi, ortaklığın esas sözleşmesinde belirtilen gayesine ulaşmak için gerçekleştirdiği faaliyetlerin sona ermesi sonucunu da beraberinde getirir⁷³⁸. Sonuç olarak, anonim

⁷³⁷ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, N 348.

⁷³⁸ Fahiman Tekil, *Şirketler Hukuku II. Cilt*, (İstanbul: Yeni Üniversite, 1978), 682.

ortaklıklarda sona ermenin anlamı, ortaklığın faaliyetlerinin durması veya durdurulmasıdır. Ortaklık tüzel kişiliği ise sona ermeye rağmen devam eder.

Anonim ortaklıklarda sona erme infisah ve fesih olmak üzere iki şekilde gerçekleşir. TTK, ticaret ortaklıkları için infisah ve fesih hallerini içeren “sona erme” ifadesini kullanmıştır. TTK’nın anonim ortaklıklar hakkında düzenlenen hükümlerin onuncu bölümünün başlığı “sona erme ve tasfiye”dir.

İnfisah, ortaklığın bazı nedenlerle herhangi bir karar olmadan kendiliğinden sona ermesidir. İnfisah halinde, infisah nedenlerinin varlığı bir def’i halinde ileri sürülebilir. Ayrıca gerektiğinde bir tespit davasıyla bu olgu tespit ettirilebilir⁷³⁹. Fesih ortaklığın alınacak bir karar ile bir irade beyanı ile sona erdirilmesidir. Bu irade bazen pay sahiplerinin talebi bazen de bir mahkeme kararı ile oluşur. Anonim ortaklıklar açısından infisah ve fesih sebepleri kanunda belirlenmiştir. TTK m. 340 dolayısıyla bu sebepler emredicidir. Ancak, ortaklık açısından esas sözleşme ile hem fesih hem de infisah nedenleri öngörülebilir⁷⁴⁰.

Öğretide, ortaklıkların sona ermesi; ortaklığın kendiliğinden sona ermesi, ortak veya ortakların iradesi ile sona erme ve hâkimin iradesi ile sona erme olmak üzere üç şekilde sınıflandırılmıştır⁷⁴¹. Anonim ortaklığın sona erme ile ilgili genel olarak kabul edilen ayırım irade ölçütüne göre yapılan fesih ve infisah ayırımıdır⁷⁴². Bu kabul edilen ayırımda, ortaklığın sona ermesinin belli olay ve durumları meydana gelmesiyle kendiliğinden mi veya bir irade açıklamasıyla mı meydana geldiği esas kabul edilmektedir⁷⁴³.

⁷³⁹ Ünal Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015), 192. Reha Poroy, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2019), 338; Rıza Ayhan, Hayrettin Çağlar ve Mehmet Özdamar, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, (Ankara: Yetkin Yayınları, 2019), 452; Hasan Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, (Ankara: Adalet Yayınevi, 2022), 601.

⁷⁴⁰ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni*, 192.

⁷⁴¹ Hasan Pulaşlı, *6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre Şirketler Hukuku Şerhi, Cilt I*, (Ankara: Adalet Yayınevi, 2011), 4, N.1, 52, N.13; Sıtkı Akyazan, “Şahıs Şirketlerinde Ortaklığın Feshi ve Ortaklıktan Çıkarma”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 10/3 (1980), 619; Kaderoğlu, *Anonim Şirketler*, 5.

⁷⁴² Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni*, 163; Fatih Bilgili ve Ertan Demirkapı, *Şirketler Hukuku* (Bursa: Dora Yayınları, 2012), 282; Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, 374-375; Çamoğlu (Poroy, Tekinalp), *Ortaklıklar Hukuku I*, (2014), N326 ve 425; Kaderoğlu, *Anonim Şirketler*, 5-6.

⁷⁴³ Çamoğlu (Poroy, Tekinalp), *Ortaklıklar Hukuku I*, (2014), N327 ve 335; Kaderoğlu, *Anonim Şirketler*, 6.

Anonim ortaklıklarda, kanunda veya eğer kabul edilmiş ise esas sözleşmede belirtilen bir nedenin ortaya çıkmasıyla, herhangi bir ortaklık kurulunun karar almasına, ihbarda bulunmasına ya da bir yargı kararına dayanmadan, ortaklığın kendiliğinden sona ermesi infisah anlamına gelmektedir⁷⁴⁴. Anonim ortaklıklarda infisah nedenlerinde biri, esas sözleşmede bir süre kabul edilmiş ise bu sürenin sona ermesiyle, TTK m. 529/1-a hükmüne göre, ortaklık sona erecektir. TTK m. 339/2'nin (1) bendi hükmünde işaret edildiği üzere esas sözleşmede ortaklık açısından bir sürenin belirtilmesi zorunlu değildir⁷⁴⁵. Ortaklığın sona erme sebeplerinden birinin oluşması, tasfiye aşamasına geçildiğini gösterir⁷⁴⁶.

Öğretide Altay'ın konu ile ilgili değerlendirmesi çerçevesinde, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78'e göre, SerPK menkul kıymet yatırım ortaklığının esas sözleşmesinde ayrıca bir sona erme nedeninin ifade edilmesine izin vermemektedir⁷⁴⁷. Tebliğ'de sınırlı olarak belirlenmiş sona erme nedenleri, her ne kadar TTK hükümleri ile bağlantılı olsa dahi, sermaye piyasasında sona erme konusunda yetkili ve etkin kuruluş SPK'dır. Ayrıca, esas sözleşme ile pay sahiplerine fesih hakkı tanınması da söz konusu değildir. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının faaliyetlerine devam etmesinin yatırımcıların faydasına olup olmadığı, SPK tarafından belirlenir. Konusu portföy işletmek olan ortaklığın faaliyetleri yatırımcının faydasına olmadığına, ortaklık SPK tarafından sona erdirilebilir. Bu konuda, ortaklıkta pay sahipliği sıfatı ile yatırımlarını değerlendiren pay sahipleri için ayrıca bir sona erme nedeni belirlenmemiş olması isabetlidir.

AB mevzuatı, yatırım fon ve ortaklıklarının sona ermesine ilişkin ortak ilkeleri kabul etmekle birlikte ayrıntılı hükümlerin büyük bir bölümünü üye ülkelerin hukuk düzenlerine bırakmıştır⁷⁴⁸.

⁷⁴⁴ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 338 (N. 1544); Kaderoğlu, *Anonim Şirketler*, 6;

⁷⁴⁵ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 340 (N. 1547); Ayhan, Çağlar, Özdamar, *Şirketler Hukuku*, 452; Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, 375; Kayar, *Ticaret Hukuku*, 483; Tamer Bozkurt, *Şirketler Hukuku*, (Ankara, Legem Yayıncılık, 2019), 513.

⁷⁴⁶ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, N 326; Oruç Hami Şener, *Anonim Ortaklıkta Ek Tasfiye (İhya)* (Ankara: Adalet Yayınevi, 2015), 17; İsmail Doğanay, *Türk Ticaret Kanunu Şerhi II*. Cilt (Ankara: Feryal Matbaası, 1990), 1132; Halil Arslanlı, *Kolektif ve Komandit Şirketler*, (İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1960), 459; Kaderoğlu, *Anonim Şirketler*, 4.

⁷⁴⁷ Altay, "Değişken Sermayeli", 223.

⁷⁴⁸ <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri> (E.T. 13.05.2025).

İsviçre’de menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve fonlarının sona ermesi, CISA’da düzenlenmiştir⁷⁴⁹. CISA değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının (SICAV) sona erme nedenlerini, ortaklık süresiz olarak kurulmuşsa, pay sahiplerinin en az 2/3 çoğunlukla alacağı fesih kararı ile, süreli olarak kurulmuşsa sürenin sona ermesiyle FINMA kararı ile; örnek olarak makul bir nedene dayanarak pay sahiplerinin 2/3 çoğunlukla feshi onaylaması koşulu ile veya diğer zorunlu sebepler ile sona erecektir. İsviçre hukuku, yönetim ortaklığına, saklama kuruluşuna, pay sahiplerine ve düzenleyici otoriteye çeşitli durumlarda fesih sürecini başlatma ya da onay yetkisi tanımıştır⁷⁵⁰. SICAV tasfiye süreci ise anonim ortaklıkların tasfiye süreci çerçevesinde yürütülür.

FINMA, İsviçre’de fonların sona ermesinde merkezi bir role sahiptir. Kurum, lisans şartlarını kaybeden ya da ağır kural ihlali yapan kolektif yatırım kuruluşlarının yetkilerini geri alabilir. Buna ek olarak, zorunlu tasfiye süreçlerine onay verebilir⁷⁵¹. İsteğe bağlı tasfiyelerde dahi FINMA onayı gerekir. SICAV yönetimi, FINMA’ya başvurarak gerekçesi ile tasfiye planını beyan eder; onay alınmasıyla sona erme işlemi gerçekleşir. FINMA, yatırımcıların korunması ve piyasa dengesinin korunması için tasfiye planlarında düzeltmeler yapabilir ya da ek tedbirler alabilir⁷⁵².

Aşağıda III-48.5 sayılı Tebliğ’e göre menkul kıymet yatırım ortaklığının sona ermesi TTK hükümleri de göz önünde tutularak açıklanmıştır.

3.1.2.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı açısından III-48.5 sayılı Tebliğde Yer Alan Genel Sona Erme Halleri

Anonim ortaklığın sona erme sebepleri, TTK m. 529-531 arasında hüküm altına alınmıştır. Kanun sistematığında, fesih nedenleri ile sona erme ve infisah nedenleri ile sona erme şeklinde açık bir ayırım yapılmamıştır. TTK m. 529’da anonim ortaklığın sona erme nedenleri genel olarak sayılmıştır. TTK m. 530’da “*özel haller*” üst başlığı altındaki “*organ eksikliği*” başlığında kanunen zorunlu organlardan birinin eksikliği veya genel

⁷⁴⁹ https://www.pwc.ch/en/publications/2016/collective_investment_en.pdf (E.T. 13.05.2025).

⁷⁵⁰ https://www.pwc.ch/en/publications/2016/collective_investment_en.pdf .

⁷⁵¹ <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2006/859/en> (E.T. 13.05.2025)

⁷⁵² https://www.pwc.ch/en/publications/2016/collective_investment_en.pdf .

kurulun toplanamaması hali düzenlenmiştir. TTK m. 531’de ise “*haklı sebep*” başlığı altında anonim ortaklığın haklı sebeple feshi hüküm altına alınmıştır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarında ise, konuya ilişkin olarak düzenlenen III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78/1’e göre, genel olarak bu ortaklık beş nedenle sona erer. Bunlar; ortaklık esas sözleşmesinde bir süre kabul edilmiş ise bu sürenin sona ermesi ile, değişken sermayeli yatırım ortaklığı süresiz şekilde kurulmuşsa SPK’nın uygun görüşü alındıktan sonra altı ay sonrası için feshi ihbar etmesiyle, kurucu paylarının değerinin düşmesi haricindeki kuruluş koşullarının kaybedilmesi ile, değişken sermayeli yatırım ortaklığının iflas etmesi ya da tasfiye edilmesiyle, değişken sermayeli yatırım ortaklığının faaliyetlerinin sürdürülmesinin yatırımcıların yararına olmayacağını SPK tarafından belirlenmiş olmasıyla.

3.1.2.1.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Esas Sözleşmesinde Bir Süre Kabul Edilmişse Bu Sürenin Sona Ermesi

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarında, esas sözleşmede süre belirtilerek sona erme konusu ile ilgili olarak sermaye piyasası mevzuatında ayrıntılı bir düzenleme bulunmamaktadır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları açısından, III-48.5 sayılı Tebliğ’de de sürenin sona ermesine rağmen ortaklığın faaliyetlerine devam etmesi durumu ile ilgili özel bir düzenleme yapılmamıştır. Bu konu, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 91/2’ye göre, anonim ortaklıklarda sürenin esas sözleşme ile belirlendiği hallerdeki sona erme hali ile değerlendirilmiştir. Buna göre, ortaklık sürenin dolmasına rağmen işlemlerini sürdürür ve faaliyetlerine devam ederse, belirsiz süreli olarak kabul edilir. TTK’da yer alan m. 529/1-a da yer alan hükmü de menkul kıymet yatırım ortaklıkları açısından da uygulanabilir niteliktedir. Dolayısıyla, bu ortaklıklar da ancak esas sözleşmede yer alan süre dolduğunda faaliyetlerine devam etmemesi halinde sona erecektir⁷⁵³.

⁷⁵³ Ayhan, Çağlar ve Özdamar, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, 452-453; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel*, 602.

Anonim ortaklık, diğer ticaret ortaklıkları gibi belirli süreli olarak ya da sözleşmede süre koşulu olmadan belirsiz süreli olarak kurulabilir⁷⁵⁴. Anonim ortaklıklarda, ortaklara belirsiz süreli ortaklığın feshini isteme hakkı veren herhangi bir hüküm yoktur. Bu durumda, doldurulması gereken bir kanun boşluğu olup olmadığı ya da ortaklar açısından böyle bir feshe imkân tanınıp tanınmadığı tartışma konusudur. Bir görüşe göre, bu konuda TTK'da bir boşluk bulunmaktadır. TTK m. 126' nın yaptığı yollama ile TBK m. 640' ın anonim ortaklıklarda de uygulanabileceği görüşü ileri sürülmektedir⁷⁵⁵. Bizim de katıldığımız diğer bir görüşe göre ise, TTK m. 529'da ortakların ortaklığın feshini isteyemeyeceği hususunun düzenlenmemesi olumsuz kanun boşluğu olarak değerlendirilebilir. Dolayısıyla, tek yanlı olarak ortaklara fesih hakkı tanınması; anonim ortaklığın bir sermaye ortaklığı olma özelliğiyle, ortağın sınırlı sorumlu olma vasfı ve payın kolaylıkla devredilebilmesi ile uyuşmamaktadır. Anonim ortaklıktan çıkma, payın devri ile kolayca gerçekleşebilmekte; buna karşılık, bu devir adi, kolektif ve adi komandit ortaklıklarda zorlaşmaktadır⁷⁵⁶. Buna rağmen TTK m. 529/1-c' ye göre, ortaklık esas sözleşmesinde tek yanlı fesih hakkı tanıyan bir hükmün ortaklığın sona erme nedeni olarak kabul edilmesi olanak dahilindedir.

Son olarak, TTK m. 529/1-a hükmünde; ortaklığın, esas sözleşmede belirtilen sürenin dolması halinde, faaliyetlere devam edilip belirsiz süreli hale gelmiş olmaması şartıyla sona ereceği ifade edilmiştir. Tekinalp'e göre, burada fiilen devam etmenin süresinin bir önemi yoktur. Fiilen devam etme durumu, yönetim kurulu ve yöneticilerin işleri yürütme isteklerinin olgulardan, yönetimin fiiliyata yansıyan iradesinden anlaşılmasıdır⁷⁵⁷. Bu hükmün gerekçesinde öğretilerdeki tartışmalara ve Yargıtay kararlarına yer verilmiştir. Bu hükümle yürürlükten kaldırılan TTK döneminde oluşan tartışmalara son verilmiştir.

⁷⁵⁴ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 340 (N. 1547); Ayhan, Çağlar ve Özdamar, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, 452; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel*, 602; Abuzer Kendigelen, *Yeni Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler*, (İstanbul: Oniki levha Yayıncılık, 2012), 375. Sürenin dolmasına rağmen faaliyetlere devam edilmesi için esas sözleşmede değişiklik yapılması gerekmemektedir.

⁷⁵⁵ Hayri Domaniç, "Anonim Şirket Ana Mukavelelerine Yazılması Gerekli ve Mümkün Unsurlar", Halil Arslanlı'nın Anısına Armağan (İstanbul Üniversitesi, 1978), 396-397.

⁷⁵⁶ Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, 375.

⁷⁵⁷ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 340 (N. 1547).

Ayrıca Yargıtay tarafından belirtilen çözümden farklı olarak, 6102 sayılı TTK’da esas sözleşmede değişiklik yapılmasına gerek olmadığına hükmedilmiştir⁷⁵⁸.

Bu konuda 6762 sayılı TTK döneminde öğretide yer alan genel görüş ise, belirli süreli şekilde kurulan bir ortaklığın faaliyetlerine devam etmesi halinde, bu ortaklığın belirsiz süreli olarak kabul edilmesi gerektiğidir. Öğretide yer alan gerekçede ise, genel ifade ile ortaklık bu şekilde devam ettiği takdirde ortaklık, çalışanlar ve ülke ekonomisi için durumun fayda sağlaması söz konusu olacaktır⁷⁵⁹.

Anonim ortaklıklarda konu ile ilgili başka bir husus, belirli süreli olarak kurulan bir ortaklığın süre sona ermeden fesih kararı alabilmesi veya esas sözleşme değişikliği ile süreyi kısaltabilmesidir. Ayrıca esas sözleşmede yapılabilecek bir değişiklik ile ortaklık için belirlenen süreden daha uzun bir süre de belirlenebilir⁷⁶⁰. Fakat esas sözleşmede belirlenen sürenin değiştirilemeyeceğine ilişkin bir hüküm söz konusu ise bu durumda süre beklenecek ve süre sonunda ortaklığın tasfiye aşamasına taşınması gerekecektir. Ortaklığın esas sözleşmesinde belirtilen sürenin değiştirilemeyeceğine dair hüküm, TTK m. 452/1’e göre “*aksine esas sözleşmede hüküm*” kapsamına gireceğinden dolayı bütün

⁷⁵⁸ Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, 378. 6762 sayılı eski TTK döneminde ortaklığın belirli süreli olarak kurulması açısından en fazla tartışılan husus sürenin sona ermesi ile ortaklığın faaliyetlerinin devam ettirilmesi halinde, ortaklığın sona ermesi mi yoksa ortaklığın belirsiz süreli hale mi geleceği konusudur. Öğretide yer alan bir görüşe göre, ortaklıkta sürenin dolmasına karşın faaliyetlerin sürdürülmesi durumunda ortaklık kendiliğinden sona erecek ve tasfiye sürecine girecektir. Tasfiye nedeniyle ortaklık organlarının yetkileri ise sınırlandırılmış olacaktır. Dolayısıyla ortaklık genel kurulu artık süre uzatımına gidemeyecektir. Bu durumda pay sahipleri, ortaklık alacaklıları gibi ilgililer ortaklığın kendiliğinden sona ermesinin tespiti için dava açabileceklerdir. (İsmail Doğanay, *Türk Ticaret Kanunu Şerhi* II. Cilt, (İstanbul: Beta Basım Yayın, 2004), 1273; Fahiman Tekil, *Anonim Şirketler Hukuku* (İstanbul: Alkım Yayınevi, 1998), 497-498.) Yargıtay ise konu ile ilgili kararını bu görüş uyarınca vermiş, eski TTK’nın yoruma açık olmayan hükümleri açısından fiili durumun göz önünde tutulamayacağını, ortaklığın belirsiz süreli hale geleceğine dair karineye ilişkin eski TTK m. 189’un anonim ortaklığa uygulanmayacağına karar vermiştir. (Yargıtay HGK. T.05.06.1985, E. 1983/11-218, K. 1985/561.(www.kazancı.com). Yargıtay sonradan eski kararlarından dönmüş ve öğretinin görüşleri ile uyuyacak şekilde karar vermiştir. Nitekim HGK’nın 25.12.1987 tarihli E. 86/11-211, K. 87/120 sayılı kararında ortaklık faaliyetlerine devam edilmesinin süreyi belirsiz hale getireceği fakat esas sözleşmedeki süre hükmünün değiştirilmesi gerektiğini belirtmiştir.

⁷⁵⁹ Domaniç, “*Anonim Şirket*”, 395; Oğuz İmregün, *Anonim Ortaklıklar*, (İstanbul: Yasa Yayınları, 1989), 468; Reha Poroy, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010), N. 1547; Yavuz Okçuoğlu, “*Anasözleşmesinde Belirtilen Sürenin Bitmesine Rağmen Faaliyetine Devam Eden Anonim Şirketin Hukuki Durumu*” Prof. Dr. Ernst E. Hirsch’in Hatırasına Armağan, Ankara, 1989.

⁷⁶⁰ Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, 376; Domaniç, “*Anonim Şirket*” 396; Mehmet Bahtiyar, *Anonim Ortaklık Ana Sözleşmesi*, (İstanbul: Beta Yayıncılık, 2001), 175.

ortaklar kabul etmediği sürece TTK m. 529/1-d ile süre sona ermeden ortaklık feshedilemeyecektir⁷⁶¹.

Anonim ortaklıklarda, sürenin sona ermesi ile faaliyetlerin sürdürülmemesi durumunda ortaklığın sona erdiği kabul edilir. Fakat ortaklık hala ticaret sicilinde kaydı olan faaliyette bir ortaklık olarak görünecektir. Bu durumda bütün pay sahipleri ortaklığın feshi yerine sona erdiğinin, infisah ettiğinin tespiti için bir tespit davası açabilir⁷⁶². Mahkeme, sürenin dolmasına rağmen anonim ortaklığın faaliyetlerini sürdürmediğini, belirleyeceği bilirkişi ile tespit eder; bunun üzerine ortaklığın sona erdiğinin tespitine hükmeder. Bu davada yetkili mahkeme ortaklığın merkezinin olduğu yerdeki Asliye Ticaret Mahkemesidir⁷⁶³.

Sona erme sebeplerinden bir diğeri, TTK m. 529/1-c hükmü uyarınca, anonim ortaklıklarda esas sözleşmede yer alması durumunda ortaklığın sona ereceği hususunun, bir anonim ortaklık olarak kurulması zorunlu olan menkul kıymet ortaklığı açısından sona erme sebebi olarak kabul edilmemesidir. Kanunda belirtilmeyen fakat kurucular tarafından önemli olan bazı nedenlerin gerçekleşmesi halinde, anonim ortaklığın sona ermesine neden olan hususların, esas sözleşme ile kabul edilmesi anonim ortaklıklar için mümkündür⁷⁶⁴. Fakat uygulamada esas sözleşmeye bu hükümlerin konulmasına nadiren rastlanmaktadır. Buna ilişkin örnekler ise, ortaklığın belirlenen takvim yılına kadar halka açılmaması, limited ortaklığa dönüşmemesi veya kurucu pay sahiplerinden birisinin ölmesi şeklinde sayılabilir. Aslında, esas sözleşme ile kabul edilen bu infisah nedenleri, bütün ortakların çıkarını koruyan zorlayıcı bir vasıta olarak kullanıldığında hukuken önem arz eder⁷⁶⁵.

⁷⁶¹ Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, 376; Domaniç, “Anonim Şirket” 396; Bahtiyar, *Anonim Ortaklık*, 175.

⁷⁶² Yargıtay 11. HD. 01.03.1985 tarihli, E.1278 K.11669 sayılı kararı. Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel*, 602. (www.kazancı.com.tr.) (E.T. 27.01.2023)

⁷⁶³ Hasan Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, (Ankara: Adalet Yayınevi, 2022), 2644; Ayhan ve Özdamar, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, 453; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel*, 602.

⁷⁶⁴ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 341 (N. 1549); Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel*, 602.

⁷⁶⁵ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 341 (N. 1549); Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel*, 602.

3.1.2.1.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Süresiz Şekilde Kurulmuşsa Altı Ay Sonrası İçin Feshi İhbar Etmesi

Menkul kıymet yatırım ortaklığının sona ermesine dair esas sözleşme ile herhangi bir süre belirlenmemiş ise, ortaklık ancak SPK'nın onayı ile altı ay sonrası için feshi ihbarda bulunabilecektir.

Altay'a göre, III-48.5 sayılı Tebliğ'in m. 78/1-b bendinde⁷⁶⁶, belirsiz süreli olarak kurulan değişken sermayeli yatırım ortaklığı ile ilgili kabul edilen genel kurallardan farklı olarak, adi ortaklığın sona erme sebebiyle (TBK 639/6)⁷⁶⁷ karşılaştırılabilecek bir hüküm düzenlenmiştir. Bir adi ortaklık belirsiz süreli olarak kurulmuş ise ortaklardan birisi feshi ihbar bildiriminde bulunarak ortaklık bağını sonlandırabilir⁷⁶⁸. Adi ortaklığın tüzel kişiliği olmadığından, ortaklığın temelinde yer alan sözleşmeye dayalı olan ilişkinin, ortaklardan birinin diğerlerine yönelttiği bir fesih ihbarıyla sona erdirilmesi imkân dahilindedir. Buna karşılık, değişken sermayeli yatırım ortaklığı bir sermaye ortaklığı niteliğinde olup tüzel kişiliğe sahiptir. Dolayısıyla, bu tür ortaklıkların sona ermesi, adi ortaklıklarda olduğu gibi tek taraflı fesih bildirimiyle değil, Tebliğ'de öngörülen usule ve SPK onayına tabidir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları açısından III-48.5 sayılı Tebliğ'de, sürenin sona ermesine rağmen ortaklığın faaliyetlerine devam etmesi durumu ile ilgili özel bir düzenleme yapılmamıştır. Tebliğ'de ortaklıkta ortaklara ya da bir organa fesih hakkı tanındığı konusunda açık bir hüküm yoktur. Buna göre, ortakların tamamının vereceği genel kurul kararı ile fesih ihbarı yapılması konusunda bir engel bulunmamaktadır.

Belirsiz süreli olarak kurulan menkul kıymet yatırım ortaklıkları yönünden, burada belirtilen feshin ihbarı, ortaklık genel kurulunun alacağı bir karar sonucunda gerçekleşecektir⁷⁶⁹. Ortaklık genel kurulu fesih gerçekleşmeden önce SPK'dan izin almak

⁷⁶⁶ “Değişken sermayeli ortaklık süresiz olarak kurulmuş ise Kurulun uygun görüşü alındıktan sonra altı ay sonrası için feshi ihbar etmesi”.

⁷⁶⁷ Hükme göre “Ortaklık sözleşmesinde feshi bildirme hakkı saklı tutulmuş veya ortaklık belirsiz bir süre için ya da ortaklardan birinin ömrü boyunca kurulmuşsa, bir ortağın fesih bildiriminde bulunmasıyla” ortaklık sona erecektir.

⁷⁶⁸ Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt I*, 98; Ayhan, Çağlar ve Özdamar, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, 144-145; Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, 94-95. (N. 1547); Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel*, 44.

⁷⁶⁹ Altay, “Değişken Sermayeli”, 224.

zorundadır. Genel kurulun alacağı bu fesih kararı, kamunun aydınlatılması tarihinden itibaren altı ay sonra hüküm doğuracaktır⁷⁷⁰. Adi ortaklığın sona ermesine ilişkin (TBK m. 639/6) hükmü ile karşılaştırıldığında, benzer hükümde fesih ihbarına ilişkin herhangi bir şekil şartı söz konusu değildir. Fesih iradesi aleni şekilde belirtilmelidir. Kişi birliği olan adi ortaklıklarda, fesih beyanı TTK m. 18/3'te yer alan şekil şartlarına tabi değildir. Zira bu şekil koşulları geçerlilik değil sadece ispat şartı olarak vazedilmiştir⁷⁷¹. Ayrıca III-48.5 sayılı Tebliğ'de fesih beyanına dair şekil şartı ile ilgili bir düzenleme de bulunmamaktadır.

Ortaklıkta, altı aylık süre içerisinde hâlâ menkul kıymet yatırım ortaklığına iade edilmemiş payların bulunması hâlinde, pay sahiplerinin satış talimatı beklenmeden bu payların satışı yapılır. Satıştan elde edilen tutarlar, SPK'ya bildirilerek bir yatırım kuruluşu nezdinde açılacak hesaplarda yatırımcılar adına ters repo işlemlerinde veya Kurul tarafından onaylanan diğer sermaye piyasası araçlarında nemalandırılır. Benzer bir düzenleme, yatırım fonlarının sona ermesinde de vazedilmiştir⁷⁷².

Ortaklığa, altı aylık süre içerisinde satılması kabul edilen ve tamamı satılmadığı takdirde ortaklığın satın alma hakkının kullanılacağı paylar esasen yatırımcı paylarıdır. Ortaklıkta bulunan kurucu payları ise bu hükmün kapsamı dışındadır. Çünkü, ortaklık tarafından III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78/8 çerçevesinde kurucu paylarının da satın alınması halinde, ortaklığın kendi paylarının tümüne sahip olması durumu söz konusu olacaktır. Bu durum, anonim ortaklığın ortaksız olamayacağı ve bu ortaklığın kendi paylarının tamamına sahip bulunamayacağı ilkelerine ters düşecektir⁷⁷³.

Yatırım fonlarının sona ermesine ilişkin hükümler, III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğ m. 28'de düzenlenmiştir. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları ile

⁷⁷⁰ Altay, “Değişken Sermayeli”, 224. III-48.5 sayılı Tebliğ'in m. 78/1-b bendinde geçen feshin altı ay sonrası için ihbar edilmesinin nedeni, ortaklık genel kurulunda alınacak fesih kararının kamuya ilan edilmesi, yatırımcıların ve özellikle yatırımcı pay sahiplerinin konu ile ilgili haberdar edilmesidir. Dolayısıyla bu anlamda ortaklığın teknik olarak bir fesih ihbarı gerçekleştirileceği ve bu ihbarın ilgililerine ulaşmasıyla hüküm ifade edeceği düşünülemez.

⁷⁷¹ Ayhan, Çağlar ve Özdamar, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, 145.

⁷⁷² Altay, “Değişken Sermayeli”, 224. Bu hükmü göre, bizim de katıldığımız görüş çerçevesinde, kanuni bir satın alma hakkı kabul edilmiş olmaktadır. Hükümde, satın alma hakkının ortaklıktaki yatırımcı ve kurucu payları arasında fark olduğuna dair herhangi bir ifade bulunmamaktadır, altı ay içinde paylar ortaklığa iade edilmediğinde her iki pay üzerinde de kanuni satın alma hakkı gerçekleştirilebilmektedir.

⁷⁷³ Altay, “Değişken Sermayeli”, 225.

benzer olarak fon süresiz nitelikte teşkil edilmişse, kurucu portföy yönetim ortaklığı, SPK'dan onay aldıktan sonra en az 6 ay önceden fesih ihbarı yaparak fonu tek taraflı olarak sona erdirebilir. Başka bir ifadeyle kurucu, fonun faaliyetlerini sonlandırmak istediğinde bu durumu SPK'ya bildirir, gerekli onayı aldıktan sonra kamuya ilan eder ve 6 ay geçmesiyle fon feshedilir. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının yapısı gereği kuruluş amacı portföy işletmek olduğundan, yatırım fonlarına ilişkin hükümde belirtilen sona erme nedeninin, Tebliğ m. 78/1-b bendindeki sona erme nedeni ile benzerliği göze çarpmaktadır. Aslında değişken sermayeli yatırım ortaklığı, yatırımcılardan toplanan varlıkların bir tüzel kişilik bünyesinde oluşturulan portföy üzerinden işletilmesi esasına dayanır. Yatırım fonundan ayrılan nokta, menkul kıymet yatırım ortaklığının portföyüne yatırımın, ancak yatırımcının ortaklıkta pay sahibi sıfatına sahip olması ile mümkün olmasıdır.

3.1.2.1.3. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Kurucu Paylarının Değerinin Düşmesi Haricindeki Kuruluş Koşullarının Kaybedilmesi

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78/1-c bendine göre, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, kuruluş koşullarını kaybettiği takdirde sona erer. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarında, kurucu paylarının değerinin düşmesi dışında kalan kuruluş koşullarının kaybedilmesi, ortaklık açısından bir fesih nedenidir⁷⁷⁴.

Ortaklıkta kurucu paylarının değerinin düşmesi dışındaki kuruluş şartlarının kaybedilmesi durumunda TTK m. 353/2 hükmü kıyasen uygulanmalıdır⁷⁷⁵. TTK, anonim ortaklığın kuruluşundan dolayı oluşan sakatlık ağır olsa da ortaklığın butlanına izin vermemiştir.

Ortaklıkta kuruluştaki eksiklikler nitelikli ve önemli olmalıdır. TTK m. 353/4 hükmüne göre fesih için dava açılması, ortaklığın tüzel kişiliğini kazandığı andan itibaren üç ay içinde olmalıdır. Süre hak düşürücü özelliğe sahiptir. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları

⁷⁷⁴ Altay, “Değişken Sermayeli”, 223. Ortaklığın kuruluşu sırasında bazı işlemler hiç ve gereği gibi yapılmamış, belgeler gayesine uygun hazırlanmamış, muvazaalı işlem yapılmış, sahte belgeler hazırlanmış, şekil şartlarına aykırı davranılmış, sermaye ödemesinde hatalar yapılmış vb nedenlerle fesih davası açılabilir.

⁷⁷⁵ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, 350, 351(N. 508); Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel*, 290. Ayhan, Çağlar ve Özdamar, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, 293.

açısından bu dava, SPK tarafından açılabilir⁷⁷⁶. Ayrıca, feshi pay sahiplerinden biri veya alacaklılar da talep edebilir. SPK tarafından açılacak olan fesih davasında, eksikliğin giderilmesi için ortaklığa makul bir süre verilmelidir. Dava süresi içerisinde açılmamış ise ya da açılmış olmakla beraber eksiklikler düzeltilememiş ise bu sakatlıklar sonradan ileri sürülemez⁷⁷⁷.

3.1.2.1.4. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığının İflas Etmesi

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarıyla ilgili olarak III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78/1-ç bendinde belirtilen diğer bir sona erme nedeni ise ortaklığın iflas etmesi veya tasfiye edilmesidir. Ancak, anılan bentte asıl kastedilen sona erme nedeni yalnızca iflastır. Tebliğ m. 78/1-ç bendinde geçen “*iflas*” ya da “*tasfiye*” ifadesinin ne gerekçe ile bu şekilde belirtildiği anlaşılamamıştır. Katıldığımız görüş çerçevesinde⁷⁷⁸ iflas bir sona erme sebebi olmakla birlikte, tasfiye olgusunun aynı zamanda iflasın seçimlik sona erme nedeni gibi maddede hüküm altına alınması uygun değildir. Zira tasfiye, ortaklığın herhangi bir sona erme nedeni sonucunda ortaya çıkan hukuki süreçtir. Bu nedenle söz konusu maddede tasfiye olgusunun ayrıca belirtilmesi gereksizdir. Buradaki sona erme nedeninin, anonim ortaklıklar için yapılan düzenlemede olduğu gibi, sadece iflas olarak belirtilmelidir. Nitekim, tasfiye, ortaklığın herhangi bir nedenle sona ermesi durumunda da uygulanması gereken bir süreçtir. Ayrıca SerPK’nın ortaklıklarla ilgili tasfiye dahil her türlü tedbiri alma yetkisi söz konusudur⁷⁷⁹.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları açısından III-48.5 sayılı Tebliğ’de belirtilen sona erme nedenlerinden “*iflas etme veya tasfiye edilme*” hali değerlendirildiğinde, iflas olgusunun anonim ortaklıkların iflası çerçevesinde İİK’da yer alan hükümlerle birlikte açıklanması gerekmektedir. Konu ile ilgili olarak Tebliğ’de ayrıntılı bir düzenleme yapılmamıştır. Bu yüzden aşağıda TTK hükümlerine göre genel olarak iflas konusu

⁷⁷⁶ Altay, “Değişken Sermayeli”, 223.

⁷⁷⁷ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, 352, (N. 509); Ayhan, Çağlar ve Özdamar, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, 292; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel*, 290-291; Altay, “Değişken Sermayeli”, 223.

⁷⁷⁸ Altay, “Değişken Sermayeli”, 223.

⁷⁷⁹ Altay, “Değişken Sermayeli”, 223; Ayhan, Çağlar ve Özdamar, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, 455; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel*, 606; Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 343 (n. 1551).

açıklanmıştır. Şunu da belirtmek gerekirse, menkul kıymet yatırım ortaklıkları yönünden ortaklık hakkında iflas davası açma yetkisi SPK'ya verilmiştir.

İflas kararı, anonim ortaklığı sona erdirir. Ayrıca iflas, ortaklığın tasfiye olmasından bağımsız olarak düşünülmesi gerekir. TTK m. 529/1- c'ye göre, ortaklık merkezinde yer alan asliye ticaret mahkemesinin iflasa karar vermesi ile anonim ortaklık sona erecektir⁷⁸⁰.

Anonim ortaklığın iflası, takipli ve takipsiz yolla olmak üzere iki şekilde gerçekleşebilir. TTK m. 529/1-e'ye göre anonim ortaklıklar, iflas kararıyla sona erer. Ortaklığın herhangi bir organının kararı veya mahkeme kararına gerek olmadan, iflas kararı ile sona ermesi de söz konusudur⁷⁸¹. Dolayısıyla bu sona erme nedeni infisah nedenlerindendir. Anonim ortaklıklarda yönetim kurulu, TTK m. 376/3'e göre, ortaklığın aktiflerinin borçlarını karşılayamaması halinde derhal mahkemeye başvurarak ortaklığın iflasını istemekle sorumludur. Yönetim kurulu bu sorumluluğunu yerine getirmediği takdirde TTK m. 553 hükmü uyarınca hukuki bakımdan, ayrıca İİK m. 345/a hükmüne göre cezai açıdan yükümlülüğü doğar.

İnfisah tarihi, aynı zamanda karar tarihi olarak kabul edilir. Bir menkul kıymet yatırım ortaklığının iflası; genel iflas yolu izlenerek daha açık bir ifadeyle iflaslı takip yapılarak (İİK m. 155-166), kambiyo senetlerine mahsus iflas yolunun uygulanması ile (İİK m. 167, m. 171-176-b) İİK'da ilgili hükümlerde düzenlenen doğrudan doğruya iflas sebeplerinden birinin var olmasıyla (İİK m. 177 vd.), son olarak sermaye ortaklıkları için kabul edilmiş olan doğrudan iflas nedeni sayılan ortaklığın aktiflerinin borçlarını karşılayamaması (İİK m. 179) hali ile sona erecektir⁷⁸².

⁷⁸⁰ Bkz. Oğuz Atalay, *Anonim Şirketin İflası*, (İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 1996); Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel*, 606; Bkz. Hakan Pekcanitez, *Anonim Ortaklıkların İflası*, (İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 1991).

⁷⁸¹ Poroy Tekinalp, Çamoğlu, *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku*, n.1552; Pulaşlı, *6102 sayılı*, 52, n.37; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, 2650; Serhan Dinç, "6102 Sayılı Kanuna Göre Anonim Şirketlerde Sona Erme", *Yıldırım Beyazıt Hukuk Dergisi* (2016): 223-248.

⁷⁸² "Sermaye şirketleri ile kooperatiflerin, aktiflerin muhtemel satış fiyatları üzerinden düzenlenen ara bilançoya göre borca batık olduğu idare ve temsil ile vazifelendirilmiş kimseler veya şirket ya da kooperatif tasfiye hâlinde ise tasfiye memurları veya bir alacaklı tarafından beyan ve mahkemece tespit edilirse, önceden takibe hacet kalmaksızın bunların iflâsına karar verilir". Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, n.1553. (s. 343).

Genel iflas ve kambiyo senetlerine mahsus olan iflas yolu, alacaklının iflas tehdidini barındıran bir ödeme emri göndermesi ile başlar. Borçluya verilen sürenin dolmasına rağmen borcun ödenmemesi hâlinde, alacaklı iflas davası açabilir. Bu süreç, takipli iflas olarak adlandırılır⁷⁸³. Takipli iflas yollarında, iflas sebebi mevzuatta genel iflas sebebi şeklinde ifade edilen, vadesi gelen bir borcun ifa edilmemesidir⁷⁸⁴.

Takipsiz iflas nedenleri ise İİK m. 177-179'da düzenlenmiştir. Bu nedenler, borçlunun içinde olduğu mal varlığı durumu ya da belli davranışlarına bağlıdır. Takipsiz iflas ya da doğrudan doğruya iflas yolu, borçlunun iflasının söz konusu olmasına rağmen borçlarını ödeyemeyeceğinin anlaşılması halinde hakkında bir takip yapılmadan iflasının istenebilmesidir⁷⁸⁵.

TTK m. 376/3 ve İİK m. 179 hükümleri çerçevesinde, anonim ortaklık açısından her iki madde de işaret edilen iflas sebebinin ortak ifade ile borca batıklık olduğu söylenebilir. Borca batıklık nedeni ile gerçekleşecek iflas, yalnızca sermaye ortaklıkları için kabul edilmiş olan bir takipsiz iflas halidir. Ortaklığın borca batıklık nedeni ile iflası, bütün iflasa tabi olan kişiler için kabul edilmemiştir. Bir sermaye ortaklığı olan anonim ortaklıklarda, pay sahiplerinin sorumluluğu ortaklığın mal varlığı ile sınırlandırılmıştır. Dolayısıyla ortaklığın sınırlı olan mal varlığıyla faaliyetlerini sürdürürken borçlarını ödeyemeyecek duruma düşmesi hukuk düzeni tarafından uygun görülmediğinden; bu durum sermaye ortaklıklarından olan anonim ortaklık açısından da bir iflas nedeni olarak öngörülmüştür⁷⁸⁶.

Menkul kıymet yatırım ortaklığının iflası bakımından TTK m. 376/3 ve İİK m. 179, birbiri ile doğru orantılı hükümlerdir. TTK m. 376/3⁷⁸⁷ fıkrasına göre, ortaklığın borca

⁷⁸³ Baki Kuru, Ramazan Arslan, Ejder Yılmaz, *İcra ve İflas Hukuku*, (Ankara: Yetkin Yayınları, 2010), 488; Atalay, *Anonim Şirketlerin İflası*, 11; Kaderoğlu, *Anonim Şirketler*, 163.

⁷⁸⁴ Atalay, *Anonim Şirketlerin İflası*, 13; Kaderoğlu, *Anonim Şirketler*, 164.

⁷⁸⁵ Atalay, *Anonim Şirketlerin İflası*, 12-14; Kuru, Arslan ve Yılmaz, *İcra ve İflas*, 488.

⁷⁸⁶ Kuru, Arslan ve Yılmaz, *İcra ve İflas*, 488.

⁷⁸⁷ “Şirketin borca batık durumda bulunduğu şüphesini uyandıran işaretler varsa, yönetim kurulu, aktiflerin hem işletmenin devamlılığı esasına göre hem de muhtemel satış fiyatları üzerinden bir ara bilanço çıkartır. Bu bilançodan aktiflerin, şirket alacaklılarının alacaklarını karşılamaya yetmediğinin anlaşılması hâlinde, yönetim kurulu, bu durumu şirket merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesine bildirir ve şirketin iflasını ister. Meğerki, iflas kararının verilmesinden önce, şirketin açığı karşılayacak ve borca batık durumunu ortadan kaldıracak tutardaki şirket borçlarının alacaklıları, alacaklarının sırasının diğer tüm alacaklıların sırasından sonraki sıraya konulmasını yazılı olarak kabul etmiş ve bu beyanın veya sözleşmenin yerindeliği, gerçekliği ve geçerliliği, yönetim

batık olmasına dair emareler görülüyorsa, yönetim kurulunun bir ara bilanço hazırlaması gerekir. Bu bilançoda, aktiflerin alacaklıların alacaklarını karşılayamaması halinde, yönetim kurulunun ortaklığın iflasını istemesi durumu söz konusu olacaktır. İİK m. 179 hükmü ise, sermaye ortaklıkları dolayısıyla menkul kıymet yatırım ortaklıkları açısından, aktiflerin borçları karşılayamaması hâlinde uygulanır. Bu durumda, ortaklığın yönetim ve temsilinden sorumlu kişiler, eğer ortaklık tasfiye aşamasında ise tasfiye memurları, ya da bir alacaklı tarafından durum mahkemeye bildirildiğinde ve mahkeme borca batıklık hâlini tespit ettiğinde, ortaklığın doğrudan iflasına karar verilir. Sonuç olarak, menkul kıymet yatırım ortaklığında iflas kararı, ya bir alacaklının takip sürecinden sonra açacağı iflas davası sonucunda ya da yönetim kurulunun TTK m. 376/3 ve İİK m. 179 hükümlerine dayanarak yapacağı başvuru üzerine mahkeme kararıyla alınabilir⁷⁸⁸.

Takipli iflas yolları, genel (adi) iflas yolu ve kambyo senetlerine mahsus iflas yolu olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının her iki yolla da iflası mümkündür. Genel iflas yolunda, iflas aşaması ilk olarak alacaklının icra dairesine yapacağı takip talebiyle başlayacaktır. İcra dairesi, borçluya yedi gün içinde borcunu ödemesi gerektiğini, aksi hâlde alacaklının mahkemeden iflasını talep edebileceğini bildiren bir ödeme emri gönderir. Borçlu, borcunun bulunmadığını veya iflasa tâbi kişilerden olmadığını ileri sürmek istiyorsa, aynı süre içinde icra dairesine yazılı bir itiraz dilekçesi sunabilir (İİK m. 155). Borçlu, ödeme emrine süresi içinde itiraz etmemişse, alacaklı bir dilekçe ile Asliye Ticaret Mahkemesi'nden iflas kararı verilmesini talep edebilir (İİK m. 156/1). Buna karşılık, borçlu ödeme emrine süresi içerisinde itiraz etmişse iflas takibi durur ve alacaklı bu itirazın kaldırılmasıyla birlikte borçlunun iflasına karar verilmesini bir dilekçe ile Asliye Ticaret Mahkemesi'nden isteyebilir (İİK m. 156/III).

Borçlu, ödeme emrine itiraz etmez ya da itiraz ve def 'ileri kabul edilmezse, mahkeme yedi gün içerisinde borçlunun faiz ve icra masrafları ile borcunu yerine getirmesini veya bu hesaplanan miktarların mahkeme vizesine depo edilmesine hükmeder. Borçlu bu emri yerine getirmezse, mahkeme tarafından ilk oturumda borçlunun iflasına hükmedilir

kurulu tarafından iflas isteminin bildirileceği mahkemece atanan bilirkişilerce doğrulanmış olsun. Aksi hâlde mahkemeye bilirkişi incelemesi için yapılmış başvuru, iflas bildirimi olarak kabul olunur".

⁷⁸⁸ Kaderoğlu, *Anonim Şirketler*, 164-165.

(İİK m. 156/II). Kambiyo senetlerine özgü iflas yolunda söz konusu aşamalar genel iflas yolu ile aynıdır. Bu yolla takip yapılabilmesinin koşulu alacağın bir kambiyo senedine (çek, bono, poliçe) bağlanmış olmasıdır. Bu takip yolu ile genel iflas takip yolu arasındaki fark, esasen süre ve şekil yönündendir⁷⁸⁹.

Menkul kıymet yatırım ortaklığı açısından kambiyo senetlerine özgü iflas yolu, alacaklının elinde bulunan ve ortaklık yetkilileri tarafından düzenlenen kambiyo senedinin borçlu olan ortaklık aleyhine iflas yoluyla takibe başvurulmasıyla başlayacaktır (İİK m. 167). İcra dairesi, borçlu anonim ortaklığa bir ödeme emri gönderir⁷⁹⁰. Ödeme emrine itiraz edilmemesi ya da itiraz edilecek süre içerisinde borcun ödenmemesi durumunda alacaklı mahkemeye başvurarak borçlu ortaklığın iflasına hükmedilmesini isteyebilir (İİK m. 173/1).

Menkul kıymet yatırım ortaklığı, ödeme gücü olduğu sürece, ödeme emri ile bildirilen borcu yerine getirmek durumundadır. Aksi halde, bu durum ortaklığın iflasına sebep olacaktır. Ortaklık, borç ödemediği aciz durumda olmasından dolayı ödeme emrinde bildirilen borcu ödeyemiyor ise; masraf ve zaman kaybına neden olacak takipli iflas yolu yerine, daha hızlı sonuç alınabilecek doğrudan doğruya iflas yolunu tercih edebilir. Bu ortaklıklar açısından en çok uygulanan iflas yolu doğrudan doğruya iflas yoludur⁷⁹¹.

Menkul kıymet yatırım ortaklığının takipsiz (doğrudan doğruya) iflası, İİK m. 177 ve devamında düzenlenen hususlardan birinin meydana gelmesi ile gerçekleşebilir. Ayrıca ortaklığın takipsiz iflası, TTK m. 376/3 ve İİK m. 179'a göre de söz konusu olabilecektir.

⁷⁸⁹ Atalay, *Anonim Şirketlerin İflası*, 12.

⁷⁹⁰ İİK m. 171'e göre ödeme emrinde bulunması gereken hususlar şunlardır: "1. Alacaklının veya vekilinin banka hesap numarası hariç olmak üzere, takip talebine yazılması lazım gelen kayıtlar, 2. Borcun ve takip masraflarının beş gün içinde ödeme emrinde yazılı olan icra dairesine ait banka hesabına ödenmesi ihtarı, 3. Kambiyo senedine ve borca dair her türlü itiraz ve şikayetlerini sebepleriyle birlikte diğer tarafa tebliğ edilecek nüshadan bir fazla dilekçe ile beş gün içinde icra dairesine bildirmesi ihtarı, 4. Beş gün içinde borç ödenmediği, itiraz ve şikayet edilmediği takdirde, alacaklının ticaret mahkemesinden borçlunun iflasını talep edebileceği ihtarı. 60'ıncı maddenin son iki fıkrası burada da tatbik olunur (5. Senet veya borca itirazını bildirmediği takdirde yukarıda yazılı yedi günlük süre içinde 74'üncü maddeye göre mal beyanında bulunması ve bulunmazsa hapisle tazyik olunacağı; mal beyanında bulunmaz veya hakikate aykırı beyanda bulunursa ayrıca hapisle cezalandırılacağı ihtarını, 6. Borç ödenmez veya itiraz olunmazsa cebri icraya devam edileceği beyanı)"

⁷⁹¹ Kaderoğlu, *Anonim Şirketler*, 167-168; Atalay, *Anonim Şirketlerin İflası*, 12.

Anonim ortaklıklarda takipsiz iflasın gerçekleşme koşulları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları açısından da uygulanacaktır⁷⁹².

6362 sayılı SerPK'nın ortaklığın mali durumunun bozulması halinde uygulanacak önlemler başlıklı m. 97⁷⁹³ hükmü, sermaye piyasasında yer alan kurumların mali durumlarının çeşitli derecelerde bozulması durumunda SPK'ya oldukça geniş yetkiler vermiştir.

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 97'de söz edilen "*mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğu ya da mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış olduğu*" şeklindeki ifade, borca batıklık olarak nitelendirilebilir. Aynı zamanda bu madde, ortaklıkta borca batıklık hali ile, ödemelerin tatili veya borç ödemedi aciz hallerini de içermektedir. Söz konusu maddeye göre, sermaye piyasası hukukunda menkul kıymet yatırım ortaklıkları açısından borca batıklık bildirimini yapma yetkisi SPK'ya verilmiştir. Buna karşılık, anonim ortaklıklar açısından TTK m. 376/3 ve İİK m. 179'a göre, borca batıklık halinin yönetim kurulu üyeleri veya tasfiye memurları tarafından mahkemeye bildirme zorunlulukları vardır. Bu bildirimle mahkemece anonim ortaklığın borca batık olduğu tespit edilirse, iflas kararı verilebilecektir⁷⁹⁴.

⁷⁹² 1-Borçlunun bilinen bir yerleşim yerinin mevcut olmaması (İİK. m. 177/I-1, c. 1) 2-Borçlunun taahhütlerini yerine getirmemek için kaçması (İİK. m. 177/I-1, c. 2) 3-Borçlunun alacaklılarının haklarını ihlal eden hileli davranışlara girişmesi veya bu davranışlara teşebbüs etmesi (İİK. m. 177/I-1, c. 3) 4-Borçlunun haciz yoluyla takip edildiği sırada malları saklaması (İİK. m. 177/I-1, c. 4) 5-Borçlunun ödemelerini tatil etmesi (İİK. m. 177/I-2) 6-Teklif edilen konkordatonun onaylanmaması veya konkordato süresinin kaldırılması ya da tamamen feshedilmesi (İİK. m. 177/I-3) 7-Bir ilama bağlı olan alacağın icra emriyle talep edildiği halde ödenmemesi (İİK. m. 177/I-4, m. 37) 8-Borçlunun aciz halini bildirerek Asliye Ticaret Mahkemesinden kendi iflasını istemesidir. (İİK. m. 178).

⁷⁹³ Kanun'un borca batıklık açısından değerlendirilebilecek bu hükmüne göre "Kurul, sermaye piyasası kurumlarının sermaye yeterliliği yükümlülüklerini sağlayamadığı, sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan nakit ödeme ve finansal araç teslim yükümlülüklerini yerine getiremediği veya kısa sürede yerine getiremeyeceği ya da bunlardan bağımsız olarak mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğu ya da mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış olduğunun tespiti hâlinde, üç ayı geçmemek üzere verilecek uygun süre içinde mali yapılarının güçlendirilmesini istemeye ya da herhangi bir süre vermeksizin doğrudan bu kurumların faaliyetlerini geçici olarak durdurmaya; tamamen veya belirli sermaye piyasası faaliyetleri itibarıyla yetkilerini kaldırmaya; yatırımcıları tazmin kararı vermeye; sorumluluğu tespit edilen yöneticilerin ve çalışanların sahip oldukları lisansları geçici veya sürekli olarak iptal etmeye, imza yetkilerini sınırlandırmaya veya kaldırmaya ve gerektiğinde yönetim kurulunun üyelerini görevden almaya ve yapılacak ilk genel kurul toplantısına kadar yerlerine yenilerini atamaya; bu kurumların tedricî tasfiyelerine karar vermeye ve tasfiyenin bitmesini takiben gerektiğinde veya tedricî tasfiyeye gitmeksizin doğrudan iflaslarını istemeye veya gerekli gördüğü diğer tedbirleri almaya yetkilidir".

⁷⁹⁴ Kaderoğlu, *Anonim Şirketler*, 219.

3.1.2.1.5. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığının Sürdürülmesinin Yatırımcıların Yararına Olmayacağının SPK Tarafından Belirlenmiş Olması

SPK, menkul kıymet yatırım ortaklığının devam etmesinin yatırımcının faydasına olup olmadığını değerlendirme yetkisine sahiptir. SPK, menkul kıymet yatırım ortaklığının faaliyet ve işlemlerini sürdürmesinin ortaklığın yatırımcılarının yararına olmadığı fikrine sahip olursa, ortaklığın feshini talep edebilecektir. Ayrıca Kurul, ortaklığın faaliyetlerine devam etmesinin yatırımcılar açısından doğabilecek zararlarını ispatlamak, yatırımcıların çıkarları açısından ortaklığın faaliyetlerinin durdurulmasının, ortaklığın faaliyetlerini devam ettirmesinden daha isabetli olacağını ortaya çıkarmakla mükelleftir⁷⁹⁵.

Başka bir açıdan değerlendirildiğinde, menkul kıymet yatırım ortaklığının, anonim ortaklıkta olduğu gibi genel kurul kararı ile sona ermesi de mümkündür. SPK müdahalesi olmadan, ortakların alacağı yüksek nisap gerektiren (anonim ortaklıklarda esas sermayenin yüzde yetmiş beşini meydana getiren pay sahipleri ya da temsilcilerinin aynı yöndeki oylarıyla) karar ile ortaklık feshedilebilir⁷⁹⁶.

3.1.2.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Açısından III-48.5 Sayılı Tebliğde Yer Alan Diğer Sona Erme Halleri

Menkul kıymet yatırım ortaklığı açısından mevzuatta geçen diğer sebepler ise; ortaklığın ekonomik ve mali durumunun bozulması, ortaklığın sermayesinin tüzel kişiliğin kazanılmasından itibaren altı ay içinde net aktif değere varabilecek biçimde artırılmaması, ortaklığın haklı sebeplerle feshi ve ortaklığın organ eksikliği nedeniyle sona ermesi şeklinde sıralanabilir.

⁷⁹⁵ Altay, “Değişken Sermayeli”, 223. Amacı yatırımlardan oluşan portföyü işletmek ve yatırımcılara kazanç sağlamak olan değişken sermayeli ortaklığın, yatırım fonlarında olduğu gibi işlevsiz kalması halinde SPK’nın duruma müdahalesi kaçınılmaz olacaktır.

⁷⁹⁶ Menkul kıymet ortaklığına benzer olarak yatırım fonlarının mali yükümlülüklerini karşılayamayacak duruma düşmesi gibi nedenlerle SPK tarafından fonun faaliyetinin yatırımcıların faydasına olmayacağını tespit edilmesi halinde sona ermesi söz konusudur. Örneğin fonun çok küçülmesi, giderlerini karşılayamaması veya piyasa koşullarının fonu işlevsiz kılması durumunda, SPK kamu yararı ve yatırımcı koruması amacıyla fonun tasfiye edilmesini isteyebilir.

3.1.2.2.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığının Ekonomik ve Mali Durumunun Bozulması

Menkul kıymet yatırım ortaklığının mali durumunun bozulması, TTK m. 376 hükmünde yer alan şartlar yerine özel şartlara bağlanarak, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78/2'ye göre düzenlenmiştir. Menkul kıymet yatırım ortaklığında mali durumun bozulması, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78/2-5' e göre üçe ayrılarak düzenlenmiştir. İlki, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78/2 uyarınca, kurucu paylarının değerinin asgari kurucu payı tutarının yarısına düşmesi, ikincisi m. 78/3-4'e göre, kurucu paylarının değerinin asgari kurucu payı değerinin üçte birinin aşağısına düşmesi, son olarak da m.78/5 hükmüne göre, menkul kıymet yatırım ortaklığının mali durumunun sorumluluklarını yerine getiremeyecek kadar zayıflamasıdır⁷⁹⁷.

TTK m. 376'da ise anonim ortaklıklar açısından mali durumun bozulması, sermayenin kaybı, borca batık olma durumu, çağrı ve bildirim yükü başlığı altında üç kategoride ele alınmıştır. Bunlardan birincisi, TTK m. 376/1'e göre ortaklığın sermaye ve kanuni yedek akçelerinin toplamının yarısının karşılıksız kalması,

İkincisi TTK m. 376/2'ye göre, ortaklığın sermaye ve kanuni yedek akçelerinin toplamının üçte ikisinin karşılıksız kalması,

Son olarak TTK m. 376/3'e göre ise ortaklığın borca batık olması durumudur.

3.1.2.2.1.1. Asgari Kurucu Pay Tutarına İlişkin Mali Durum Bozukluğu Halleri

III-48.5 sayılı Tebliğ'de yer alan hususlar, TTK m. 376 ile her ne kadar benzerlik ve uyum içinde gibi görünse de karşılaştırıldığında bazı hususların birbirinden farklı olduğu anlaşılmaktadır. Şöyle ki, TTK m. 376/1. fıkraya göre, eğer ortaklığın son yıllık bilançosunda hem sermaye hem de kanuni yedek akçelerin toplamının yarısının, ortaklıkta oluşan zarardan dolayı karşılıksız kaldığı görülürse, yönetim kurulu genel kurulu derhal toplantıya çağırarak ve genel kurula durumu düzeltecek şekilde önceden hazırlanmış olan, alınacak tedbirleri sunacaktır.

⁷⁹⁷ İsmail Kayar, *Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması ve Alınacak Tedbirler*, (Konya: Mimoza Yayınları, 1997), 229-230.

Buna karşılık, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78/2’de kurucu paylarının değerinin asgari kurucu payı tutarının yarısına düşmesi halinde, yönetim kurulu bu durumu gecikmeksizin SPK’ya bildirecektir. Dolayısıyla bu düzenlemeye göre SPK genel kuruldan önce bilgilendirilmektedir. Yönetim kurulu, bildirimden sonra gerekli tedbirleri almak üzere genel kurulu ivedilikle toplantıya çağırır ve en geç 30 gün içinde genel kurul toplanır. Yönetim kurulu, genel kurula uygun gördüğü iyileştirici tedbirleri beyan eder. Genel kurulda alınan kararlar hakkında ise en geç toplantı tarihini takip eden iş günü KAP’ta açıklama yapılır.

TTK m. 376/2’ye göre ise, ortaklığın son yıllık bilançosunda sermaye ve aynı zamanda kanuni yedek akçeler toplamının üçte ikisinin, ortaklıkta meydana gelen zararlar nedeniyle karşılıksız kaldığı anlaşılırsa, yönetim kurulu genel kurulu hemen toplantıya çağırarak ve eğer genel kurul toplantıda ortaklığın sermayesinin üçte biri ile faaliyetlerine devam etme kararı ya da sermayenin eksilen kısmının tamamlanması yönünde kararını vermezse ortaklığın infisahı söz konusu olacaktır⁷⁹⁸.

Buna karşılık, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78/3-4’te kurucu paylarının değerinin asgari kurucu payı tutarının üçte biri ve altına düşmesi halinde, yönetim kurulu, bu durumu gecikmeksizin SPK’ya bildirecektir. Yönetim kurulu, bildirim itibarıyla, gerekli önlemleri almak üzere genel kurulu acil olarak toplantıya çağırır. Kurul 30 gün içinde toplanır. Genel kurulda, kurucu paylarının asgari kurucu payı tutarına çıkarılmasına veya ortaklığın tasfiyesine karar verilmesi zorunludur. Bu fıkra kapsamında, genel kurulda ortaklığın tasfiyesine karar verilebilmesi için, ortaklığın esas sözleşmesinde daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan kurucu payların çoğunluğunun olumlu oy vermesi zorunludur. Genel kurulda alınan kararlar hakkında, en geç toplantı tarihini takip eden iş günü KAP’ta açıklama yapılır.

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78/2-3 ‘de yer alan ortaklığın mali durumunun tespit edilmesine ilişkin hükümlerde “*asgari kurucu pay tutarına*” atıf yapılmıştır. TTK m. 376/1-2’ de ise “*sermaye ve kanuni yedek akçeler toplamının belirli kısmının muhafaza edilip edilmediği*” ölçütü kabul edilmiştir. Konuyla ilgili öğretideki bir görüş çerçevesinde,

⁷⁹⁸ Altay, “Değişken Sermayeli”, 225-226.

ortaklık mali durumunun belirlenmesi açısından III-48.5 sayılı Tebliğ’de geçen “*asgari kurucu pay tutarı*” ifadesi önemli derecede belirsizlikler taşımaktadır. Bu durumun ilk belirteci asgari kurucu pay tutarının neyi ifade ettiğinin III-48.5 sayılı Tebliğ’de açıklanmamış olmasıdır. Ortaklıktaki “*asgari kurucu pay tutarı*” için ilk incelemede, esas olarak başlangıç sermayesi şeklinde tespit edilen en az 30 milyon TL’nin kabul edildiği söylenebilir⁷⁹⁹.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarında kurucu payı ve yatırımcı payı olarak iki tür pay öngörülmüştür. Fakat ortaklığın esas sözleşmesinde kurucu payları açısından 30 milyondan fazla bir miktarda sermaye tutarı tercih edilebilirse de bu tutar aslında “*asgari kurucu pay tutarı*” değil, “*başlangıç sermayesi*” olarak isimlendirilir. Burada belirtilen başlangıç sermayesi asgari kurucu pay tutarı olarak belirlendiğinde muğlak bir durum ortaya çıkacaktır⁸⁰⁰. Örneğin, başlangıç sermayesi 100 milyon lira olan ve bu tutar üzerinden kurucu pay ihraç eden bir ortaklıkta, asgari tutar miktarı olarak 30 milyon liranın esas alınacağı olasılığında, her bir kurucu payın değerinin kuruluştan daha sonraki dönemde yüzde seksen oranında azalmadıkça mali durumun güvence altına alınmasına dair önlemlerin uygulanmasına gerek olmayacaktır⁸⁰¹. Bu durumda hesaplanan ölçek ise oldukça düşük olup yalnızca ortaklığın mali durumunun önemli ölçüde bozulacağı hallerde uygulanacaktır. Konu daha açık bir anlatımla ifade edilecek olursa, “*asgari kurucu pay tutarı*” miktarı hesaplanırken, ortaklığın sermayesi ve paylarının değeri ortaklığın net aktif değerine göre tespit edildiğinden, bu halde net aktif değer mevcut kurucu paylara düşen kısmının; kurucu paylar açısından bu paylara sahip olan pay sahiplerince taahhüt edilen tutarın altına inip inmediğine bakılmalıdır⁸⁰².

Bizim de katıldığımız öğretilerdeki görüş çerçevesinde, “*asgari kurucu pay tutarı*” ifadesinden, buna ilişkin hükmün lafzına rağmen kurucu paylar için değişken sermayeli yatırım ortaklığına taahhüt edilen sermaye tutarı oranı dikkate alınmalıdır. Bu kapsamda ortaklıkta “*asgari kurucu pay tutarı*” miktarının hesaplanmasında, itfa edilmiş olan

⁷⁹⁹ Altay, “Değişken Sermayeli”, 226.

⁸⁰⁰ Altay, “Değişken Sermayeli”, 226.

⁸⁰¹ Altay, “Değişken Sermayeli”, 227.

⁸⁰² Altay, “Değişken Sermayeli”, 227.

kurucu paylar, eğer varsa ortaklıkta mevcut olan kurucu paylar ve bu paylar için taahhüt edilen sermaye miktarı göz önünde tutulmalıdır⁸⁰³.

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78/3'te yer alan ortaklığın mali durumunun tespit edilmesine ilişkin hükümde ise, kurucu paylarının değerinin asgari kurucu paylarının değerinin üçte biri ve bunun altına düşmesi açısından yönetim kurulunun genel kurulu hemen toplantıya davet etmesi gerekir ve genel kurul en geç otuz gün içerisinde toplanır. Bunun sonucunda genel kurul tarafından ya kurucu paylarının asgari kurucu payı tutarına artırılmasına veya ortaklığın tasfiyesine karar verilmesi zorunludur. TTK m. 376/2 hükmü aksine, menkul kıymet yatırım ortaklıklarında, genel kurul kurucu paylarının asgari kurucu payı tutarına kadar artırılmasına veya ortaklığın tasfiyesine karar veremezse, ortaklığın kendiliğinden sona ermesi söz konusu olmayacaktır. Burada SPK tasfiye de içinde olmak üzere her türlü tedbiri alabilir⁸⁰⁴.

3.1.2.2.1.2. Ortaklığın Mali Durumunun Sorumluluklarını Karşılayamama Hali

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78/5'te düzenlenen menkul kıymet yatırım ortaklığının mali durumunun sorumluluklarını karşılayamayacak durumda olması ve zayıflaması hükmü aslında ortaklığın borca batık olması anlamına gelmektedir. Öğretide Altay'a göre bu durum, ayrıca ortaklığın likidite dengesinin yitirilmesi nedeniyle ödemelerin tatilini de içerecek şekilde anlaşılmalıdır⁸⁰⁵.

TTK m. 376/3⁸⁰⁶ hükmüne göre, bir anonim ortaklıkta, ortaklığın mali durumunun bozulması ve borca batık olmasına dair şüpheler oluşması halinde, bu durum yönetim

⁸⁰³ Altay, "Değişken Sermayeli", 226.

⁸⁰⁴ Bkz. Altay, "Değişken Sermayeli", 227.

⁸⁰⁵ Altay, "Değişken Sermayeli", 226.

⁸⁰⁶ "Şirketin borca batık durumda bulunduğu şüphesini uyandıran işaretler varsa, yönetim kurulu, aktiflerin hem işletmenin devamlılığı esasına göre hem de muhtemel satış fiyatları üzerinden bir ara bilanço çıkartır. Bu bilançodan aktiflerin, şirket alacaklılarının alacaklarını karşılamaya yetmediğinin anlaşılması hâlinde, yönetim kurulu, bu durumu şirket merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesine bildirir ve şirketin iflasını ister. Meğerki, iflas kararının verilmesinden önce, şirketin açığını karşılayacak ve borca batık durumunu ortadan kaldıracak tutardaki şirket borçlarının alacaklıları, alacaklarının sırasının diğer tüm alacaklıların sırasından sonraki sıraya konulmasını yazılı olarak kabul etmiş ve bu beyanın veya sözleşmenin yerindeliği, gerçekliği ve geçerliliği, yönetim kurulu tarafından iflas isteminin bildirileceği mahkemece atanan bilirkişilerce doğrulanmış olsun. Aksi hâlde mahkemeye bilirkişi incelemesi için yapılmış başvuru, iflas bildirimi olarak kabul olunur".

kurulunun hazırladığı ara bilançoda da görülürse, ortaklığın doğrudan iflası istenebilecektir⁸⁰⁷.

Buna karşılık, menkul kıymet yatırım ortaklıklarında ortaklığın mali durumunun borçlarını karşılamayacak kadar bozulması durumunda, TTK'da düzenlendiği şekliyle, ortaklığın doğrudan iflası istenemeyecektir. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları açısından ilk yapılacak işlem genel kurulun yönetim kurulunun yapacağı davet ile otuz gün içinde toplanması ve gerekli önlemleri almasıdır. Ayrıca genel kurulda alınan kararlar hakkında en geç toplantı tarihini takip eden iş günü KAP'ta bir açıklama yapılması gerekir. III-48.5 sayılı Tebliğ'de, ortaklık mali durumunun bozulması ile ilgili genel kurul tarafından belirlenen önlemler alınmaz veya alınan önlemler mali durumu düzeltemezse, SPK'ya ortaklığın tasfiyesi de dahil olmak üzere her türlü önlemi alma yetkisi tanınmıştır⁸⁰⁸.

3.1.2.2.2. Ortaklığın Sermayesinin Tüzel Kişiliğin Kazanılmasından İtibaren Altı Ay İçinde Net Aktif Değere Varabilecek Biçimde Artırılamaması

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarında, sermayenin ortaklığın tüzel kişilik kazanmasından sonra altı ay içinde net aktif değere kadar ulaşmaması SerPK tarafından “işletme konusunun gerçekleştirilmesinin imkânsızlaşması” olarak kabul edilmiştir. Bu ihtimal anonim ortaklıklar için TTK m. 529/1⁸⁰⁹ bent (b) hükmünde öngörülmüştür.

III-48.5 sayılı Tebliğ'in 49/10. maddesine göre durum “*Değişken sermayeli ortaklığın esas sözleşmesinin ticaret siciline tescilini takip eden altı ay içerisinde asgari net aktif değere ulaşılması zorunludur. Aksi taktirde değişken sermayeli ortaklıklar TTK'nın 529'*

⁸⁰⁷ Altay, “Değişken Sermayeli”, 226.

⁸⁰⁸ Altay, “Değişken Sermayeli”, 226. İflas kamu düzenine ait bir yetki olduğundan SPK'nın doğrudan doğruya tasfiye kararı alması yetkisi olmayıp, İİK. m. 177 ve 179 uyarınca ortaklık hakkında iflas davası açması gerekmektedir.

⁸⁰⁹ “(1) Anonim şirket;

a) Sürenin sona ermesine rağmen işlere fiilen devam etmek suretiyle belirsiz süreli hâle gelmemişse, esas sözleşmede öngörülen sürenin sona ermesiyle,

b) İşletme konusunun gerçekleşmesiyle veya gerçekleşmesinin imkânsız hâle gelmesiyle,

c) Esas sözleşmede öngörülmüş herhangi bir sona erme sebebinin gerçekleşmesiyle,

d) 421 inci maddenin üçüncü ve dördüncü fıkralarına uygun olarak alınan genel kurul kararıyla,

e) İflasına karar verilmesiyle,

f) Kanunlarda öngörülen diğer hâllerde, sona erer”.

uncu maddesinin birinci fıkrasının (b) bendi hükmü gereğince sona ermiş sayılır” şeklinde ifade edilmiştir.

TTK m. 331 hükmü uyarınca, “anonim şirketler kanunen yasak olmayan her türlü iktisadi maksat ve konular için kurulabilir”. Ayrıca TTK m. 339/2-b hükmüne göre ise “esaslı noktaları belirtilmiş ve tanımlanmış bir şekilde şirketin işletme konusu” esas sözleşmede yer almalıdır. Buna göre ortaklık esas sözleşmesinde işletme konusu açıkça tanımlanmalı ve belirli bir alana işaret edilmelidir. Esas sözleşmede işletme konusunun gerçekleşmesinin imkânsız olması anonim ortaklığın infisahına neden olacaktır. “İmkânsız olma” kanuni bir yasak getirilmesi, işletmede gereksinimlerin ortadan kalkması ile gerçekleşebilir⁸¹⁰.

Ortaklıkta amaç ve konu terimleriyle gelir sağlama hedefinin gerçekleşmesine dair ekonomik faaliyetlerin türü ve mahiyeti anlaşılır⁸¹¹. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarında işletme konusu portföyün işletilmesidir. Bu haliyle ortaklığın işletme konusunun sınırları ortaklık amacıyla örtüşmektedir.

Anonim ortaklıklarda işletme konusunun gerçekleştirilmesinin imkânsız hale gelmesi, hukuki ve fiili açıdan olmak üzere ikiye ayrılır. Hukuki olarak nitelendirilen imkânsızlık, işletme konusu içerisinde değerlendirilen konuların bir hukuki düzenleme ile ortadan kaldırılması ya da yasak konulması halinde söz konusu olacaktır. Fiili imkânsızlık ise, ortaklık konusuna dahil olan bütün işletme konularına ulaşılması ihtimalinin yok olması anlamına gelir. Öğretide Pulaşlı’ya göre, ortaklık esas sözleşmede değişiklik yaparak başka bir işletme konusuna geçebilir; bu halde ortaklık sona ermeyecektir. Böylece ortaklık konusunun elde edilmesi ya da elde edilmesinin imkânsız olması kesin bir sona erme nedeni sayılmayacaktır⁸¹². Anonim ortaklık işletme konusunun elde edilmesini kendi kendine imkânsız hale getirebilir. Bu konuda Yargıtay’ın verdiği bir karara göre, ortaklığın ticari faaliyetlerini yerine getirebilmek için ihtiyacı dahilindeki bütün mal varlığı ile devredilmesinin ortaklığı sona erdirdiği belirtilmiştir⁸¹³.

⁸¹⁰ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 341. (n.1548 a).

⁸¹¹ Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, 2644-2645; Ayhan, Çağlar ve Özdamar, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, 453- 454.

⁸¹² Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, 2646.

⁸¹³ 25.03.1985 tarihli E.1278 K.1669 sayılı kararı. www.kazancı.com. (E.T. 21.05.2024) Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, 2646.

Anonim ortaklığın birkaç yıl kâr elde edememesi ve zarar etmesi ortaklık konusunun elde edilmesinin imkânsız olduğuna işaret etmeyecektir. Fakat bu konuda 6362 sayılı SerPK’da farklı bir husus düzenlenmiştir. Buna göre, SerPK’da halka açık anonim ortaklıkların uzun süreli olarak peş peşe kâr dağıtmaması sonucunda, oy hakkında imtiyazlı paylara hukuki yönden bazı ayrıcalıklar verilmiştir. 6362 sayılı SerPK m. 28/2’ye göre SPK’nın tespit ettiği temel esaslara göre faaliyetlerinin zorunlu ve makul olması gereken haller dışında, yasalar çerçevesinde düzenlenen finansal tablolara göre beş yıl aralıksız zarar eden halka açık anonim ortaklıklarda, oy hakkına ve yönetim kurulunda temsil edilmeye dair imtiyazlar SPK’nın kararı ile ortadan kalkacaktır⁸¹⁴. Bu düzenleme, sermayenin verimliliğini ve yatırımcıların korunmasını sağlama amacına yöneliktir.

TTK m. 529/1-b’nin gerekçesinde ise öğretilde belirtilen “maksat”, “konu” kavramlarına yollama yapılarak, ortaklığın gelir elde etmek ve paylaşmak şeklinde belirtilen “amacına” ulaşması ya da ulaşmasının mümkün olmamasının objektif olarak belirlenemeyeceği olasılığından yola çıkarak özellikle “konu” teriminin seçildiği belirtilmiştir. Öğretilde amaç ve konu kavramlarına atfedilen anlamlar kanun maddesinin gerekçesinde belirtilen anlamdan daha farklıdır. Ortaklığın ulaşılması gereken en üst amacını gelir elde etmek ve paylaşmak oluşturur. Amaç terimi, ortaklığın kâr elde etmek için yerine getireceği faaliyetlerin alanını oldukça geniş olarak karşılayacaktır. Son olarak konu ifadesi ise ortaklığın amacı kapsamında uğraşılacak tüm işler anlamını taşımaktadır⁸¹⁵.

Öğretilde, Bahtiyar’a göre anonim ortaklığın işletme konusunun gerçekleşmesi ya da gerçekleşmesinin imkânsız hale gelmesi ortaklığın infisahına neden olurken, madde dışında kalan “gelir elde etmenin” öznel olarak imkânsız hale gelmesi ise ancak haklı sebeple fesih davasının konusunu oluşturabilecektir⁸¹⁶. Öte yandan TTK’da özellikle seçilen terimin, ortaklığın işletme konusunu esas sözleşmenin zorunlu unsuru olarak belirleyen TTK m. 339/2-b ile uyum sağladığı tespit edilmektedir⁸¹⁷.

⁸¹⁴ Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, 2647.

⁸¹⁵ Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, 378; Altay, “Değişken Sermayeli”, 378-379; Arslanlı, *Anonim Şirketler I* (1960), 31; Tekinalp, (Poroy, ve Çamoğlu), *Ortaklıklar Hukuku II*, N.1548 (s.340); Domaniç, “*Anonim Şirket*”, 316. İmregün, *Anonim Ortaklıklar*, 39; Bahtiyar, *Anonim Ortaklık*, 115.

⁸¹⁶ Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, 378-379.

⁸¹⁷ Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, 378-379.

3.1.2.2.3. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığının Haklı Sebeplerle Feshi

Anonim ortaklığın sona erme sebeplerinden haklı nedenle ortaklığın sona ermesi 6102 sayılı TTK’da yer alan yeniliklerdendir. Ortaklığın sona erme sebeplerinin bulunduğu 6762 sayılı TTK m. 434’te haklı sebeple fesih sayılmamıştır. Bundan dolayı anonim ortaklığın haklı nedenlerle sona ermesinin istenip istenemeyeceği konusu öğretide farklı görüşlerin oluşmasına sebep olmuştur⁸¹⁸.

6762 sayılı TTK döneminde öğretideki bazı yazarlar tarafından ortaklıkta bulunan azınlık pay sahiplerinin daha fazla güvence altında olması için, kanunda bu konuda bir hüküm bulunması gerektiği ileri sürülmüştü⁸¹⁹. Bu dönemde öğretideki yazarların genel kanaati uyarınca anonim ortaklığın haklı nedenlerle feshinin kabul edilmediği yönündedir⁸²⁰. Fakat öğretideki görüşler genel olarak ortaklık ana sözleşmesine haklı nedenle feshi belirleyen bir hükmün konulmasının mümkün olabileceği yönündedir⁸²¹.

⁸¹⁸ Halil Arslanlı, *Anonim Şirketler IV-V. Kısım*, (İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1961), 166; Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, 382; Oğuz İmregün, *Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunları Telif Çareleri*, (İstanbul: İsmail Akgün Matbaası, 1962), 79-80; İmregün, *Anonim Ortaklıklar*, 481. 6762 sayılı TTK’da haklı nedenle fesih sadece kişi ortaklıkları ve limited ortaklıklar için düzenlenmiş bir sona erme halidir. Kişi ortaklıklarında (anonim ve paylı komandit ortaklıklarında düzenlenmeyen) ve limited ortaklıklarda ortak olmanın getirdiği bir hak olarak düzenlenmiştir. Adi ortaklık açısından TBK m.639.1.7, kolektif ortaklık açısından TTK m. 245, komandit ortaklık açısından TTK m. 328, limited ortaklık açısından TTK m.636/3 ve sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklık açısından ise TTK m.565.

⁸¹⁹ Nuri Erdem, *Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2012), 24-25-37 vd; Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, 383; Çamoğlu, *Kolektif Ortaklığın Haklı*, 62; Hamdi Yasaman, “Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi”, *İsviçre Borçlar Kanunu’nun İktisabının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku’nun Türk Ticaret Hukuku’na Etkileri*, (İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2009), 716; Halil Arslanlı ve Hayri Domaniç, *Limited Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK Şerhi III*, (İstanbul, Temel Yayıncılık, 1989), 746 vd.

⁸²⁰ Ünal Tekinalp (Reha Poroy ve Ersin Çamoğlu), *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009), N 1566; Erdoğan Moroğlu, “Anonim Ortaklıkta Azınlık Pay Sahiplerinin Korunması ve Haklı Nedenlerle Fesih” *Makaleler*, (İstanbul: Oniki Levha Yayıncılık, 2010), 97; (Bu makale ayrıca Ord. Prof. Dr. Halil Arslanlı’nın Anısına Armağan, İstanbul, 1978, s. 463-477’de yayımlanmıştır); N.Fusun Nomer Ertan “Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi Davası-TTK m. 531 Üzerine Düşünceler”, *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, LXXIII/1 (2015), 421; Ayşe Şahin, *Anonim Ortaklığın Haklı Sebeplerle Feshi*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013), 44; Tuğrul Ansay, *Anonim Şirketler Hukuku*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1982), 298; Ayşe Sümer, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, XXVIII/1, (2010): 171-175; Aytekin Çelik, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na Göre Anonim Şirketlerin Haklı Sebeple Feshi”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 25/4, (2009): 566.

⁸²¹ Nomer Ertan “Anonim Ortaklığın Haklı”, 421; Moroğlu, *Anonim Ortaklıkta Azınlık*, 102; İmregün, *Anonim Ortaklıklar*, 481; Ansay, *Anonim Şirketler Hukuku*, 298; Sümer, “Türk Ticaret Kanunu”, 174.

6102 sayılı TTK m. 531'in gerekçesinde belirtildiği gibi, kanunda haklı sebep kavramının tanımı yapılmamış, haklı sebepler örnek şeklinde de sayılmamıştır. Haklı sebeple ilgili olarak kavramın özelliklerinin tanımlanması, yargı kararları ve öğretiyi bırakılmıştır. Kavram uyuşmazlıklarda hâkimin takdir yetkisine göre belirlendiğinden kanunda bir tanımının olmaması olağandır⁸²². Genel bir ifade ile bir ilişkinin haklı sebeple sona erdiği, ilişkinin sürdürülmesinin dürüstlük kurallarına aykırı olmasından anlaşılabilir⁸²³.

6102 sayılı TTK m. 531⁸²⁴ hükmünde yer alan sona erme sebeplerinden haklı sebeplerle ortaklığın sona ermesi, haklı sebeplerin oluşması halinde esas sermayenin en az onda birini (halka açık anonim ortaklıklarda ise yirmide birini) temsil eden pay sahiplerine Asliye Ticaret Mahkemesi'nden ortaklığın feshini isteme hakkı verilmesidir.

Anonim ortaklıkta haklı nedenle feshi hüküm altına alan TTK m. 531 hükmü emredici özelliğe sahiptir. Özellikle anonim ortaklıklarda ortaklığın haklı nedenle feshi, ortaklığın sona ermesi hükümleri ve azınlık pay sahiplerinin haklarının korunması ile ilgili hükümler emredici hükümlerdir⁸²⁵. TTK m. 531'in esas amacı azınlık pay sahiplerinin korunmasına yöneliktir. Bu norm azınlık pay sahiplerinin çoğunluğun gücü altında ezilmesini önlemeye yöneliktir⁸²⁶.

Anonim ortaklığın haklı nedenle fesih davası, haklı nedenle ilişkili olarak, ortaklığın tamamen fesih ile sona erdirilmesi yerine, duruma uygun bir çözüm yolu bulunmaya

⁸²² Özlem İlbasmış Hızlısoy, *Anonim Şirketin Haklı Sebeple Feshi*, (Ankara: Adalet Yayınevi, 2016), 61; Özer Seliçi, *Borçlar Kanunu'na Göre Sözleşmeden Doğan Sürekli Borç İlişkilerinin Sona Ermesi*, (İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1976), 188.

⁸²³ İlbasmış Hızlısoy, *Anonim Şirketin Haklı*, 61; Seliçi, *Borçlar Kanunu'na Göre*, 192-193-196. Çamoğlu, *Kolektif Ortaklıkta Haklı*, 23; Korkut Özkorkut, "Anonim ve Limited Şirketlerde Ortaklık Sıfatının Sona Ermesi ve Özellikle Haklı Sebeple Fesih Davasına İlişkin Bazı Değerlendirmeler", *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 32/1 (2016): 63-150.

⁸²⁴ TTK m. 531 "Haklı sebeplerin varlığında, sermayenin en az onda birini ve halka açık şirketlerde yirmide birini temsil eden payların sahipleri, şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinden şirketin feshine karar verilmesini isteyebilirler. Mahkeme, fesih yerine, davacı pay sahiplerine, paylarının karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerlerinin ödenip davacı pay sahiplerinin şirketten çıkarılmalarına veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir diğer bir çözüme karar verebilir".

⁸²⁵ Şahin, *Anonim Ortaklığın Haklı*, 305; Bkz. Ersin Çamoğlu, "Ticaret Kanununun Kolektif Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi ve Ortağın Çıkarılmasına İlişkin Hükümlerin Emredici Niteliği", Prof. Dr. Halil Arslanlı Anısına Armağan, (İstanbul 1978).

⁸²⁶ Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, 2672; Yasaman, "Anonim Ortaklıkların Haklı", 716; Hasan Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt II*, (Ankara: Adalet Yayınları, 2014), N.122 (1945-1946); Şahin, *Anonim Ortaklığın Haklı*, 51; Nuri Erdem, *Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2019), 285 vd.

yönelik, inşai nitelikte bir eda davasıdır⁸²⁷. Bu dava ortaklığın merkezinin bulunduğu Asliye Ticaret Mahkemesi'nde açılır⁸²⁸. Davada yetkili mahkeme esas sözleşme ile değiştirilemez ve dava açısından tahkim yolu kabul edilmemiştir.

Asliye Ticaret Mahkemesi, anonim ortaklığın haklı sebeple feshine karar verirken yalnızca çoğunluk pay sahiplerini değil, ortaklığın feshini isteyen azınlık pay sahiplerinin durumunu da çıkar dengesini gözетerek incelemelidir. İsviçre Federal Mahkemesinin bir kararında belirtildiği gibi, azınlık pay sahiplerinin hakları çoğunluk pay sahiplerince ihlale maruz kalırsa ve bu duruma karşı bir yasa ya da esas sözleşme kuralı işlemiyorsa, azınlık haklarının korunması amacıyla haklı nedenle fesih davası açılabilir⁸²⁹.

TTK m. 531'de haklı sebeple fesih davası halka açık anonim ortaklıklar dolayısıyla menkul kıymet yatırım ortaklıkları da dahil edilerek bütün anonim ortaklıklar açısından kabul edilmiştir. Maddede, halka açık anonim ortaklıklarda⁸³⁰ azınlık için yüzde beş oranının yeterli olacağı ve sermayenin yüzde beşini temsil eden payların sahiplerinin fesih davasını açabileceği belirtilmiştir. Halka açık anonim ortaklıklarda haklı nedenle fesih için dava hakkı TTK m. 531 hükmüne göre halka kapalı olan anonim ortaklıklara göre daha ufak çapta bir azınlığa, yani payların en az yirmide birini temsil eden pay sahiplerine verilmiştir.

Öğretide halka açık anonim ortaklıklarda haklı nedenle fesih davası açılabilmesi değerlendirilmiştir. Öğretide bazı görüşler çerçevesinde, bu ortaklıklarda davanın gerekmediği, bu davanın ortaklığın temel özellik ve ilgili menfaatlerine uygun olmadığı belirtilmiştir⁸³¹. Diğer bir görüş ise ortaklık açısından davanın çok sınırlı olarak açılabilceğini ifade etmiştir. Davanın azınlıklar açısından çok yönlü bir tehdit aracı olabileceği ve bu durumun en çok payları borsada işlem gören anonim ortaklıkları etkileyeceği vurgulanmıştır⁸³². Bu konuda olumsuz görüş bildiren öğretide yazarlar

⁸²⁷ Tekinalp, (Poroy, ve Çamoğlu), *Ortaklıklar Hukuku II*, 349.(N 1562b).

⁸²⁸ 6102 sayılı TTK m.531/1 ile hükme bağlanmıştır.

⁸²⁹ BGE 67 II 165. Bkz. Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, 2673.

⁸³⁰ SerPK 3/1-e'ye göre “Halka açık ortaklık: Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıkları” ifade eder.

⁸³¹ Şahin, *Anonim Ortaklığın Haklı*, 285-286; Moroğlu, *Haklı Nedenle Fesih*, 476; Ünal Tekinalp, “Türk Ticaret Kanundaki Boşluk: Anonim Ortaklığın Önemli Sebeplerle Feshi-Çoğunluk Gücünün Kullanılması Karşı Etkili Bir Araç”, *İktisat ve Maliye Dergisi*, XXI, (1974): 323.

⁸³² Moroğlu, *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı*, 278-279.

açısından haklı nedenle feshin “son çare” özelliğinin, sermaye piyasası mevzuatı gereğince azınlığın korunması gerekliliğinin pay devri yoluyla sağlanabilmesi açısından, uygulanırlığını yitirdiği yönündedir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları gibi halka açık anonim ortaklıkların pay senetlerinin kural olarak borsada işlem görmesi (SerPK m. 16/II) dikkate alındığında, ortaklığın idaresinden veya kâr dağıtım politikasından memnun olmayan ya da haklı sebebin bulunduğunu ileri süren bir pay sahibinin, payını kural olarak borsada bir üçüncü kişiye devretme hakkına sahip olduğu kabul edilmektedir. Bu nedenle, haklı sebeple fesih davasının halka açık anonim ortaklıklar bakımından uygulanabilir olmadığı ifade edilmiştir⁸³³.

Halka açık anonim ortaklıklarla birlikte büyük ölçekli halka açık anonim ortaklıklarda azınlık pay sahiplerinin çoğunluk uygulamalarından dolayı çıkarlarının zarara uğraması söz konusu olmaktadır. Bu durumda azınlığın haklarının korunması için haklı sebeple fesih davası açılabilir⁸³⁴. Payları borsada işlem gören anonim ortaklıklarda paylarının oldukça basit bir şekilde devrinin mümkün olması sebebiyle azınlığın çıkarları zarar görse bile “son çare” olarak başvurulması gereken haklı nedenle fesih davası açılması düşünülmeyecektir. Bu sebeple davanın, payları borsaya kote edilmiş ortaklıklarda ve davacının sahibi olduğu payların borsaya kote edilmiş olduğu durumlarda açılmaması olasılık dahilindedir⁸³⁵.

Payları borsada işlem gören fakat payları borsaya kote edilmemiş halka açık anonim ortaklıklarda TTK m. 495 hükmü geçerli olmayacaktır. Öğretide Şahin’e göre, payları borsada işlem gören bir halka açık anonim ortaklıkta paylar kotasyona alınmamış ise payların devrinin kısıtlaması söz konusu olması ile haklı nedenle fesih davası açılması mümkün olmalıdır⁸³⁶. Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklarda,

⁸³³ Nomer Ertan, “Anonim Ortaklığın Haklı”, 422-423; Tekinalp, *Anonim Ortaklığın Bilançosu*, 29-30.

⁸³⁴ Tekinalp, *Anonim Ortaklığın Önemli*, 321; Şahin, *Anonim Ortaklığın Haklı*, 290.

⁸³⁵ Şahin, *Anonim Ortaklığın Haklı*, 290. Şahin’e göre, TTK. m. 495’te borsaya kote edilmiş pay senetleri ve pay defterine kayıt isteğinin kabul edilmemesi sınırlandırılmış ve borsaya kote edilmiş pay senetlerinin kolayca devri imkânı sağlanmıştır. Bundan dolayı payları borsaya kote edilmiş ortaklıklar açısından haklı nedenle fesih davası açılması uygun değildir. Yazarın katıldığımız görüşü çerçevesinde davanın açılması ile payları borsada işlem gören ortaklığın payları değer kaybedecek ve ortaklık büyük zarara uğrayacaktır. (dipnot 750).

⁸³⁶ Şahin, *Anonim Ortaklığın Haklı*, 291.

payların devri payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda olduğu kadar kolay değildir. Bundan dolayı bizim de katıldığımız görüş çerçevesinde, paylarının devri kapalı anonim ortaklıklar gibi olan, payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklarda haklı nedenle fesih davası açılması gerekir⁸³⁷.

Sermaye piyasası mevzuatında pay sahiplerinin mal varlığına ilişkin haklarının korunması amacıyla iptal ve sorumluluk davası açılabilecektir. Pay sahibi kârın eksik olarak verilmesi, kayıtlı sermaye ile ilgili rüçhan hakkının ve temettü avansı hakkının ihlalinde konuya ilişkin iptal ve sorumluluk davalarını açabilecektir (SerPK m. 20/2, m.18/6). Fakat bu davalar sürekli hale gelen haksız uygulamalarda yetersiz kalacaktır. Burada azınlığın korunmasına ilişkin durumları haklı nedenle fesih davası ve sermaye piyasası hukukunda yer alan koruma davalarına göre ayrı değerlendirmek gerekir. Şahin'e göre sermaye piyasası hükümlerinde yer alan davalar ve haklar genel bir koruma sağlarken, haklı nedenle fesih davası azınlık pay sahiplerinin uğradığı zararları doğrudan gidermeye çalışmaktadır⁸³⁸.

Haklı nedenle fesih davasında özellikle karar aşamasında üçüncü kişilerin çıkarlarının ön planda olduğu halka açık anonim ortaklıklarda “son çare” ilkesi davaya bakan hâkime fesih haricinde ilgililerin çıkarlarını koruyacak ve zarar vermeyecek bir başka çözüm yolu bulmaya yönlendirmektedir⁸³⁹. Böylelikle halka açık anonim ortaklıklarda hâkim fesihten önce ilk önce çıkarları koruyucu alternatif bir yola başvuracaktır. Hâkim halka açık anonim ortaklıklarda her zaman ilk olarak fesih yerine ilgililerin çıkarlarına en az zarar verecek alternatif bir çözüm yolunu araştırmak zorundadır. Bu durum ilgililer açısından bir güvence sağlayacaktır. Halka açık anonim ortaklıklarda ortaklığın faaliyetlerinin devam edip sona ermemesi itibarıyla, diğer çözüm yollarının haklı nedenle feshe başvuruya gerek olmaması davanın bu ortaklıklarda uygulanma olanağını artıracaktır⁸⁴⁰.

Sonuçta halka açık anonim ortaklıklarda haklı nedenle fesih davasının açılıp açılmayacağı konusunda görüşümüz, bazı istisnalar dışında genel olarak davanın açılmasının uygun olduğu yönündedir. Hâkim dava ile ilgili olarak somut olayın

⁸³⁷ Şahin, *Anonim Ortaklığın Haklı*, 291.

⁸³⁸ Şahin, *Anonim Ortaklığın Haklı*, 291-292.

⁸³⁹ Şahin, *Anonim Ortaklığın Haklı*, 292-293.

⁸⁴⁰ Şahin, *Anonim Ortaklığın Haklı*, 292-293.

özellikleri doğrultusunda hareket edecektir. Buna göre ortaklığın yapılanma biçimi, halka açılma oranı, payların borsaya kote edilmiş olup olmadığı, haklı nedenlerin özellikleri gibi hususlar hâkim tarafından somut olaya göre değerlendirilecektir. Bizim de katıldığımız görüş çerçevesinde, özellikle ortaklığın paylarının borsada işlem görüp görmediği ve azınlığın paylarının borsada kote edilip edilmediği önem arz etmektedir. Haklı nedenle fesih davasının pay senetleri borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklarda açılması gereklidir. Ayrıca payları borsada işlem gören, fakat borsada kote edilmemiş ortaklıklarda da azınlık pay sahiplerinin haklı nedenle fesih davası açabilmesi, haklarının korunması amacıyla önemlidir⁸⁴¹.

Menkul kıymet yatırım ortaklığının haklı nedenlerle feshi halinde bu feshin menkul kıymet yatırım ortaklığı açısından sona erme sebebi oluşturabileceği III-48.5 sayılı Tebliğin 53/2. maddesi uyarınca kurucu paylarının sahiplerine azınlık hakkı tanımasından anlaşılabilir⁸⁴². Ortaklığın haklı sebeple feshini dava etme hakkı, yalnızca azınlığı meydana getiren ve kurucu paylara malik olan pay sahiplerine verilmiştir. Bu durum III-48.5 sayılı Tebliğ’de düzenlenmiştir. Bir anonim ortaklık olan menkul kıymet yatırım ortaklığının kurucu payları sahiplerine tanınan bu dava hakkının temelinde yer alan neden, ortaklığın varlığını tehlikeye düşürebilecek durumların önüne geçmek ve ortaklık mal varlığının korunmasının sağlanmasıdır⁸⁴³.

Başka yönden ise öğretide yer alan görüşe göre, yönetime dair hiçbir hakkı bulunmayan yatırımcı paylarını elinde tutan pay sahiplerinin daha çok yönetsel eksiklik ve aksaklıklardan kaynaklanan haklı nedenlerle feshi isteme hakkına sahip olmaları ortaklığın yapısıyla bağdaşmayacaktır⁸⁴⁴. Bu görüş çerçevesinde, bir anonim ortaklıkta TTK m. 531’e göre uzun süre kâr dağıtımı yapılmaması, ortaklığın feshine neden olabilecek bir haklı sebeptir. Benzer şekilde menkul kıymet yatırım ortaklığının uzun süre

⁸⁴¹ Şahin, *Anonim Ortaklığın Haklı*, 293. Şahin’e göre halka açık anonim ortaklıklarda üçüncü kişilerin içinde olduğu kamusal çıkarların gözetilmesi gereğince hâkim fesih davasından önce diğer çözüm önerilerini değerlendirecektir. Hatta pay sahibinin ortaklıktan ayrılmasına karar verebilecektir. Hâkimin diğer alternatif çözüm yollarına karar verebilme yetkisi olması davanın bu ortaklıklarda uygulanırlığını artıracaktır.

⁸⁴² “(2) Kurucu payları sahibine, kâr payı, tasfiyeden pay alma, genel kurula katılma, genel kurulda oy kullanma, bilgi alma ve inceleme, özel denetim isteme, genel kurul kararlarının iptali için dava açma ve azlık hakkı tanır. Her bir kurucu payı, sahibine, genel kurulda bir oy hakkı tanır”. Altay, “Değişken Sermayeli”, 222.

⁸⁴³ Tekinalp, Poroy, ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 348 (N.1562).

⁸⁴⁴ Altay, “Değişken Sermayeli”, 222.

boyunca kâr dağıtmaması durumunda yatırımcı paylarına sahip olan pay sahiplerinin haklı sebeple feshi talep etmeleri söz konusu olabilir; fakat ortaklıkta pay sahiplerinin paylarını istedikleri zaman ortaklığa iade ederek pay sahipliğini bırakabilecekleri kabul edildiğinde, istisna olarak yatırımcı paylarının sahibi olan pay sahiplerine fesih hakkı verilmemesi yerinde bir karardır⁸⁴⁵.

3.1.2.2.4. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığının Organ Eksikliği Nedeniyle Sona Ermesi

Anonim ortaklığın yasal organlarından birinde eksiklik olması, TTK m. 530/1⁸⁴⁶ e göre ortaklığın fesih nedenlerinden biridir. Tüzel kişiliğe sahip anonim ortaklıklar faaliyetlerini organları aracılığı ile yerine getirdikleri için ortaklığın bu organlardan yoksun kalması belirli hukuki sonuçlar doğuracaktır. Zorunlu organ eksikliği haline bağlanan sonuç, TTK m. 530 gereği mahkemece ortaklığın feshine karar verilmesidir.

TTK anonim ortaklıkta yasal olarak gerekli organlardan birinin “*uzun süreden beri mevcut olmamasını*” organ eksikliği olarak kabul etmiştir. Öğretideki bir görüş çerçevesinde, yasada “*mevcut olmamak*” ifadesiyle organın toplanamamasından çok seçilememesi anlaşılmalıdır⁸⁴⁷. Organın toplanamaması yasada ayrıca geçmektedir. Zorunlu organlardan olan genel kurulun “*seçilememesi*” gibi bir durum söz konusu değildir. Genel kurul seçimle oluşturulabilen bir organ değildir⁸⁴⁸. Burada anonim ortaklığın her ne kadar zorunlu organları yönetim kurulu ve genel kurul ise de kanun koyucu ilgili maddede genel kurul için “*toplanamama*” durumunu ifade etmektedir⁸⁴⁹.

TTK m. 530’da geçen “*organ eksikliği*” kavramı geniş anlamda değerlendirilmelidir. Bu durumlar ölüm ya da istifa etme vb. nedenlerle üyelikler boş olmasına karşın bu

⁸⁴⁵ Altay, “Değişken Sermayeli”, 222.

⁸⁴⁶ “*Uzun süreden beri şirketin kanunen gerekli olan organlarından biri mevcut değilse veya genel kurul toplanamıyorsa, pay sahipleri, şirket alacaklıları veya Gümrük ve Ticaret Bakanlığının istemi üzerine, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesi, yönetim kurulunu da dinleyerek şirketin durumunu kanuna uygun hâle getirmesi için bir süre belirler. Bu süre içinde durum düzeltilmezse, mahkeme şirketin feshine karar verir*”.

⁸⁴⁷ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, N,1561.(s. 346).

⁸⁴⁸ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, N,1561.(s. 346).

⁸⁴⁹ Tekinalp, Poroy ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 346-347 (N.1561). Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel*, 610, 611. Ayhan, Çağlar, Özdamar, *Şirketler Hukuku*, 656; Oruç Nami Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku Ders Kitabı*, (Ankara: Seçkin Yayınevi, 2017), 630; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, 2670-2671.

açıklıkların düzeltilmemesi, seçilen üyelerin yurt dışında kalmaları, ortaklıkla bir bağının kalmaması ya da sağlık durumundaki olumsuzluklar yüzünden görevini ihmal etmesi⁸⁵⁰, birden çok üyeden meydana gelen yönetim kurullarında açılan yönetim kurulu üyeliklerine atama gerçekleştirilmemesi ya da atama olmayarak organın teşkiline engel olunması, böylece genel kurulda yönetim kurulu üyesi seçiminde oyların kilitlenmesi ve çoğunluğun sağlanamaması⁸⁵¹ ve tek kişiden oluşan yönetim kurulunda üyeliğin herhangi bir nedenle boşalıp yerine genel kurulca seçimle atama yapılamaması durumlarında organ eksikliği söz konusu olacaktır.

TTK kural olarak zorunlu organların kilitlenmelerini, diğer bir ifade ile toplantı nisaplarının oluşmamasını ve bu durumda karar alınamamasını organ eksikliği veya mevcut olmama olarak kabul etmemiştir.

Anonim ortaklıkta organ eksikliği sebebi ile dava açmaya yetkili olanlar pay sahipleri, alacaklılar ve Ticaret Bakanlığıdır. Dava anonim ortaklığın kendisine karşı açılabilir⁸⁵².

3.1.2.2.4.1. Genel Kurulun Eksikliği

Anonim ortaklıklarda genel kurulun görev süresi bulunmamaktadır. Genel kurulun eksik olması ortaklıkta pay sahibinin bulunmaması anlamına gelmektedir⁸⁵³. Anonim ortaklık yönetim kurulu ortaklığın sürekliliği söz konusu olan bir organdır. Genel kurul ise ortaklığın sürekli faaliyette olan organı değildir. Genel kurul yılda asgari bir defaya mahsus olarak çağrılı ve çağrısız olarak toplanabilen bir organdır⁸⁵⁴. Anonim ortaklık genel kurulunun organ eksikliği halleri, genel kurulun toplanamaması, işlevsiz hale gelerek kilitlenmesi olarak ifade edilebilir.

Genel kurulun toplanamama hallerinin tamamı fesih nedeni değildir⁸⁵⁵. Anonim ortaklığın faaliyetini yerine getirebilmesi için genel kurulun toplanmasının zorunlu

⁸⁵⁰ Doğanay, *Türk Ticaret Kanunu Şerhi*, 1283.

⁸⁵¹ Hasan Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, (Ankara: Adalet Yayınevi, 2017), 657; Musa Can, *Anonim Şirketlerde Zorunlu Organ Eksikliğinin Sonucu Olarak Fesih Davası*, (İstanbul: Onikilevha Yayınları, 2020), 45 vd.

⁸⁵² Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, N 1561. (347).

⁸⁵³ Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, 2670.

⁸⁵⁴ Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, 2670.

⁸⁵⁵ Can, *Anonim Şirketlerde Zorunlu*, 47; Fatih Bilgili ve Ertan Demirkapı, *Şirketler Hukuku*, (Bursa, Dora Yayıncılık, 2013), 570; Murat Alışkan, *Türk Ticaret Kanunu'na göre Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın Anonim Şirketleri Denetlemesi ve İlgili Fesih Davaları*, (İstanbul: Legal Yayıncılık,

olduğu hallerde gerekli çoğunluğun temin edilememesi yüzünden toplanamaması fesih nedeni oluşturur. Genel kurulun toplanamaması dolayısıyla bilânçonun onaylanamaması da bir fesih sebebidir⁸⁵⁶. TTK hükümleri genel kurulun eksikliğinden önce, ortaklığın feshi için, organ olarak varlığının araştırılması anlamsızdır⁸⁵⁷. Yönetim kurulunun eksikliği halinde ortaklık genel kurulunu toplantıya çağrı yetkisi olan organın yokluğu söz konusudur. Organ seçimi ise genel kurulun devredilemez yetkilerindendir. Bu durumda ortaklık için fesih talep edilebilir⁸⁵⁸. Ortaklık genel kurulunun devamlı olarak ret kararı vermesi ya da oy kilitlenmesi ortaklığın feshini gerektirecektir⁸⁵⁹. TTK m. 530/1'e bağlı bir fesih nedeninin meydana gelmesinde genel kurul toplantıları için belirlenen koşul, olağan genel kurulun asgari gündeminde bulunan konuların yılda bir defaya mahsus görüşülmesinden ibarettir. Bu koşul gerçekleştiğinde anonim ortaklıkta genel kurul toplantılarının tümünün olağanüstü özellikte olması ortaklığın feshini gerektirmeyecektir⁸⁶⁰.

Başka bir husus ise, anonim ortaklık genel kurulu mutlaka toplantı yaparak karar alması gereken zorunlu organdır. Usulüne uygun şekilde toplanan genel kurulun aldığı kararların “konu yönünden” geçersiz sayılması organ eksikliği neticesini doğurmaz⁸⁶¹. Ayrıca anonim ortaklık genel kurul toplantısının geç yapıyor olması halinde, toplantı gerçekleşeceğinden TTK m. 530/1 anlamında feshe neden olmayacaktır⁸⁶².

2007), 245. Genel kurulun alınacak kararların niteliğine göre değerlendirilmesi gerekir. Ortaklığın konu ve türünün değiştirilmesi ya da bir olağanüstü kurul toplantısının yapılamamış olması sebebiyle sermaye artırımı kararının alınamamış olması gibi nedenler organ yokluğu anlamında değildir. Feshe de neden olmaz. Fakat yönetim kurulu seçimi, bilançonun kâr-zarar hesabının onayı gibi anonim şirketin faaliyetlerini sürdürebilmesi amacıyla yapılması gereken işlerde ve kanunen alınması zorunlu olan kararların varlığı hallerinde, genel kurulun toplanamaması hallerinde, mahkemeden anonim şirketin feshi talep edilebilir. TTK m. 530/1'de “Uzun süreden beri şirketin kanunen gerekli olan organlarından biri mevcut değilse veya genel kurul toplanamıyorsa, ...” geçen “uzun süreden beri” ifadesinden ve gerekçede yer alan açıklamalardan anlaşılacağı üzere, şirketin kanunen gerekli organlarından birinin mevcut olmamasının veya genel kurulun toplanamamasının süreklilik göstermesi gerekmektedir.

⁸⁵⁶ Tekil, *Şirketler Hukuku, II. Cilt*, 678 vd.

⁸⁵⁷ İsmail Cem Soykan, *Anonim Ortaklıklarda organ Yokluğu*, (İstanbul: Onikilevha Yayıncılık, 2012), 83- 84.

⁸⁵⁸ Burcu Günaydın, *Anonim Şirkette Zorunlu Organ Eksikliğine Dayanan Fesih Davası*, (İstanbul: Beta Basım Yayın, 2012), 37.

⁸⁵⁹ Soykan, *Anonim Ortaklıklarda Organ*, 227.

⁸⁶⁰ Can, *Anonim Şirketlerde Zorunlu*, 48.

⁸⁶¹ Soykan, *Anonim Ortaklıklarda Organ*, 231-232.

⁸⁶² Soykan, *Anonim Ortaklıklarda Organ*, 254; Can, *Anonim Şirketlerde Zorunlu*, 50.

3.1.2.2.4.2. Yönetim Kurulunun Eksikliği

Yönetim kurulu anonim ortaklığın temsil ve idare organı sayıldığından eksikliği halinde ortaklığın feshi söz konusu olacaktır⁸⁶³. Yönetim kurulu üyeliğinin sona ermesinden sonra yerine yeni bir yönetim kurulu üyesinin seçilememiş olması, yönetim kurulunun işlevsizliği, yönetim kurulunun seçimine ilişkin kararın yokluğu, butlanının tespit edilmesi veya iptal edilmesi hallerinde yönetim kurulunun olmadığı varsayılabilir⁸⁶⁴.

TTK m. 530’da geçen “*mevcut olmama*” kavramını esas olarak, yönetim kurulu yönünden değerlendirmek gerekir. Tekinalp’e göre organlardan birinin toplanamaması da fesih sebebidir⁸⁶⁵. Birden çok üyeden meydana gelen ortaklık yönetim kurulunda boşalan yönetim kurulu üyeliğine atama yapılmaması ve organın oluşmasının engellenmesi halinde organ eksikliği oluşabilir. Ayrıca yönetim kurulunun bir kişiden meydana gelmesi ve üyenin görevinin bir şekilde sona ermesi ve genel kurul tarafından seçimle üye belirlenememesi halinde de organ eksikliği söz konusudur.

Konuyla ilgili olarak ortaklıkta, zorunlu kurulan organlardan birinin görev süresi sona erince, o organın görevi organın yeni üyelerinin atanmasına dek acil ve gerekli işlerin yerine getirilmesi için sınırlı olarak devam eder⁸⁶⁶. Bu durumda bekleme süresinin de uygun bir süre olması gerekir. Makul bekleme süresi aşıldığında organ yokluğundan, ortaklığın feshi amacıyla dava açılabilir⁸⁶⁷.

Anonim ortaklıkta organ eksikliği nedeniyle sona ermenin gerçekleşebilmesi için yönetim kurulunun görev süresinin sona ermesine rağmen yeni kurulun uzun zamandan beri seçilemiyor olması gerekmektedir⁸⁶⁸. Anonim ortaklık açısından 6102 sayılı TTK’da kabul edilen “*uzun süre*” ifadesinin kullanılmasının asıl sebebi, yönetim kurulu oluşturulmasında sorun olduğu takdirde organ eksikliği nedeniyle dava açma hakkına sahip olanların derhal mahkemeye başvurularının engellenmesidir⁸⁶⁹. Anonim ortaklıkta

⁸⁶³ Mehmet Helvacı, *Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Sorumluluğu*, (İstanbul: Beta Yayınları, 2001), 30; Bilgili ve Demirkapı, *Şirketler Hukuku*, 362.

⁸⁶⁴ Şaban Kayıhan ve Mustafa Yasan, *Şirketler Hukuku*, (Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2017), 220.

⁸⁶⁵ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni*, 195-196.

⁸⁶⁶ Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, 2670.

⁸⁶⁷ Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, 2670.

⁸⁶⁸ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 347 (n.1561).

⁸⁶⁹ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 347 (n.1561).

genel kurul için organ eksikliği olarak kabul edilen durum, kurulun toplanamamasıdır. Bu durumda uzun süre şartı aranmayacaktır⁸⁷⁰.

3.1.2.2.4.2.1. Kendiliğinden Sona Erme

TTK m. 363/2’de belirtilen durumlarda yönetim kurulu üyeliği ayrı bir işleme gerekmezken kendiliğinden sona erer. Bu durumlardan birincisi anonim ortaklık yönetim kurulu üyesi, iflası istenebilen kimselerden ise iflasına karar verildiğinde ve bu karar kesinleştiğinde üyeliğin sona ermesidir⁸⁷¹. Diğeri ise, fiil ehliyetini kaybeden üyelerin yönetim kurulu üyeliğinin son bulmasıdır. Sonuçta TTK m. 390/2 gereği üyelerin temsilci sıfatıyla yönetim kurulunda olmaları kabul edilmemiştir. Üyelik sıfatının düşmesi için iflas ve kısıtlanma kararının kesinleşmesi şarttır. Bunlardan başka, tüzel kişiliğin iflas veya başka bir sebeple sona ermesi durumunda da yönetim kurulu üyeliği sona erecektir⁸⁷² (TTK m. 363/2).

Yönetim kurulu üyesi, “*üyelik için gerekli kanuni şartları yahut esas sözleşmede öngörülen nitelikleri*” yitirirse yönetim kurulu üyeliği son bulacaktır. Örnek olarak payın devri sebebiyle pay sahibi sıfatının kaybedilmesi yahut esas sözleşmeyle aranan belli bir grup mensubu olma şartının menetme yoluyla kaybedilmesi gibi haller üyeliği sona erdirir⁸⁷³. Esas sözleşmede öngörülen nitelikleri taşımadıkları halde seçilen üyelerden oluşan yönetim kurulunun organ niteliğini taşımadığı sonucuna varmak, iyi niyetli üçüncü kişiler üzerinde olumsuz etkiler meydana getireceğinden menfaatleri haledar olan pay sahipleri veya azınlık tarafından iptalinin talep edilmesi daha uygun bir çözüm olur⁸⁷⁴.

⁸⁷⁰ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 347 (n.1561).

⁸⁷¹ Yadiğâr İzmirli, *Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunun Organ Niteliğini Kaybetmesi ve Hukuki Sonuçları*, (Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 2001), 57; Fazıl Aydın, *En Son Değişiklikler ile Yeni Türk Ticaret Kanunu’nda Anonim Şirketler*, (Ankara: Bilge Basım Yayın, 2013), 249-250; Can, *Anonim Şirketlerde Zorunlu*, 51.

⁸⁷² Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 346, (n.1561).

⁸⁷³ Yargıtay 11. HD. T. 24.11.1981, E. 1981/4751, K. 1981/5019 “...TTK’na göre yönetim kurulu üyeliği, görev süresinin bitmesiyle (TTK. m. 314), iflas, hacir altına alınma, üyelik için yasal niteliklerin kaybedilmesi (TTK m. 312 f.2) ağır hapis cezası veya sahtekarlık, emniyeti suistimal, hırsızlık dolandırıcılık suçlarından doğan mahkûmiyet ile (TTK m. 315/2), azil ile (TTK m.316) sona ermektedir. Bunların yanında istifa (TBK. m. 396 f.1), üyenin ölümü de (TBK 397/1) yönetim kurulu üyeliğini sona erdiren nedenlerdendir...” www.kazancı.com.tr. (E.T. 20.05.2025).

⁸⁷⁴ İzmirli, *Anonim Şirketlerde Yönetim*, 83; Can, *Anonim Şirketlerde Zorunlu*, 52.

3.1.2.2.4.2.2. İstifa ve Azil

TTK'da her ne kadar düzenlenmese de üyelik sıfatını sona erdiren sebeplerden biri de üyenin istifasıdır⁸⁷⁵. İstifa beyanı, anonim ortaklığa varmakla hukuki sonuç doğurur⁸⁷⁶. İstifa iç ilişkide bir makamın iznine ya da tasdikine bağlı olmadan neticelerini meydana getirir⁸⁷⁷. Dış ilişkide ise iyi niyetli üçüncü kişiler bakımından etkili olabilmesi için ticaret siciline tescil ve ilan edilmesi gerekir (TTK m. 37). İstifa beyanının temsil yetkili yönetim kurulu üyelerinden sadece birine karşı yapılması yeterlidir⁸⁷⁸.

Yönetim kurulu ile anonim ortaklık arasındaki bağ vekâlet sözleşmesine dayanmaktadır. Bu yüzden yönetim kurulu üyesi, istediğinde herhangi bir neden ileri sürmeden sözleşmeyi tek taraflı olarak sona erdirebilir⁸⁷⁹. Mahkeme genellikle taraflar arasındaki uyuşmazlığın özelliği dolayısıyla ya da anonim ortaklığın çalışmalarını bir yönetim kurulu üyesi yoluyla yerine getirmesi fiilen imkânsızlaştığında yönetim kurulunun veya bazı üyelerin yerine kayyım atayabilir⁸⁸⁰.

Azil yönetim kurulu üyeliğini sona erdiren bir hukuki işlemdir⁸⁸¹. Bundan dolayı azil ile yönetim kurulu üyeliği, üye sıfatından kaynaklanan bütün hak ve sorumluluklarla sürekli şekilde sona ermektedir⁸⁸².

Gündemde madde olmasa dahi, yönetim kurulu üyeleri, haklı bir sebebin varlığı durumunda genel kurul kararıyla her zaman görevden alınabilir⁸⁸³ (TTK m. 364/1). Bu hükümde, haklı sebebin varlığı durumunda yönetim kurulu üyelerinin gündeme bağlılık ilkesine bağlı olmadan, haklı sebeple azli durumları ihanet, yolsuzluk, ehliyet kaybı,

⁸⁷⁵ İsmail Kırca, Feyzan Şehirali Çelik ve Çağlar Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku: Temel Kavram ve İlkeler Kuruluş Yönetim Kurulu, Cilt I*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013), 464.

⁸⁷⁶ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni*, 235.

⁸⁷⁷ Kırca, Şehirali Çelik ve Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 464; Bilgili ve Demirkapı, *Şirketler Hukuku*, 410.

⁸⁷⁸ Bilgili ve Demirkapı, *Şirketler Hukuku*, 410.

⁸⁷⁹ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni*, 235.

⁸⁸⁰ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni*, 235.

⁸⁸¹ Sercan Uçar, *Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Azli*, (Ankara: Adalet Yayınevi, 2023), 56.

⁸⁸² Uçar, *Anonim Ortaklık Yönetim*, 56 vd.

⁸⁸³ Haklı sebebin varlığı halinde yönetim kurulu üyelerinin gündeme bağlılık ilkesine uymadan görevden alınabilecekleri belirlendiği durumda genel kurulun aynı toplantıda yeni üye seçmesi olanağından bahsedilmemesi öğretide eleştirilmiştir. Bkz. Erdoğan Moroğlu, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Değerlendirme ve Öneriler, (İstanbul: Onikilevha Yayınları, 2016), 163; Can, *Anonim Şirketlerde Zorunlu*, 54.

çalışmamaya sebep olan hastalık gibi hallerdir⁸⁸⁴. Belirtilen kanun maddesinin gerekçesine göre, genel kurulun güvenini yitiren ve hakkında haklı bir sebep olan üyenin, yalnızca gündeme bağlılık ilkesi yüzünden gündem maddesi bulunan bir toplantıya kadar yönetim kurulunda tutulması, anılan ilkenin amacına aykırıdır⁸⁸⁵. İlgili gündem maddesinin bulunduğu genel kurulda alınan haksız azil kararının haklı neden bulunmadığı gerekçesiyle iptali istenemezken hem ilgili bir gündem maddesi hem haklı bir sebep olmadan alınan azil kararı, kanuna aykırı olduğundan kesin hükümsüzdür⁸⁸⁶. Azil, hüküm ve sonuçlarını geleceğe etkili olarak doğurur⁸⁸⁷.

Öğretide bir görüş çerçevesinde, TTK m. 413/3 ve TTK m. 364/1 hükümleri birlikte değerlendirildiğinde yönetim kurulu üyelerinin her olağan genel kurul toplantısında finansal tablolarla bağlantılı olarak görevden alınabilmesi ve yerine yenilerinin seçilebilecekleri, finansal tablolarla bağlantılı olmayan bir gündem maddesinin belirtildiği olağan genel kurul toplantılarında ise haklı bir nedene dayanarak gündeme bağlılık kuralına uyulmaksızın yönetim kurulunun görevden alınabilmesi mümkündür⁸⁸⁸.

3.1.2.2.4.2.3. Yönetim Kurulunun Görev Süresinin Sona Ermesi

Yönetim kurulu üyeleri en fazla üç yıl süreyle görev yapabilmeleri amacıyla seçilir (TTK m. 362/1). Buradaki hüküm emredici vasfa sahip olduğundan esas sözleşme ile daha uzun görev süresi konulamaz⁸⁸⁹. 6102 sayılı TTK'da yeni üyelerin seçilmesi amacıyla genel kurulun süresi dolmuş olsa dahi, yönetim kurulu tarafından toplantıya çağrılabilceği TTK m. 410/1 hükmünde düzenlenmiştir. Bunun yanında yönetim kurulunun mevcut olmaması halinde mahkemenin izniyle tek bir pay sahibinin bile genel kurulu toplantıya çağrılabilceği (TTK m. 410/2) hüküm altına alınmıştır⁸⁹⁰. Böylece bu hal muayyen bir süre devam eder. Fakat bekleme süresi makul süreyi geçerse artık organ yokluğundan

⁸⁸⁴ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni*, 235; Can, *Anonim Şirketlerde Zorunlu*, 55.

⁸⁸⁵ Kırca, Şehirali Çelik ve Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 458; Can, *Anonim Şirketlerde Zorunlu*, 55.

⁸⁸⁶ Kırca, Şehirali Çelik ve Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 463.

⁸⁸⁷ Kırca, Şehirali Çelik ve Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 464.

⁸⁸⁸ Mehmet Bahtiyar ve Esra Hamamcıoğlu, *Yeni TTK'ya Anonim Ortaklık Genel Kurul Toplantıları*, (İstanbul: Beta Yayınları, 2014), 30.

⁸⁸⁹ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni*, 233; Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, 365; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel*, 611.

⁸⁹⁰ Kırca, Şehirali Çelik ve Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 471- 472; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, 2671.

ortaklığın feshi dava edilebilir⁸⁹¹. Bu durumda organ eksikliğini hükme bağlayan TTK m. 530 gündeme gelebilir. Yönetim kurulunun görev süresi 1 yıl olarak belirlenmişse süre bir yıl geçince sona erer. Bu sürenin olağan genel kurul yapılincaya kadar uzadığını kabul etmeyi haklı gösteren kanuni bir dayanak olmadığı gibi amaca uygun yorumun da bunu haklı gösterdiği kabul edilemez⁸⁹². Genel kurulda yönetim kurulu üyeleri seçilirken görev süreleri de açıkça belirtilebilir. Ana sözleşmede yönetim kurulunun görev süresi belirtilmemişse yönetim kurulunu üç yılı aşmamak kaydıyla takdir edeceği bir süre için tayin eder⁸⁹³.

Yönetim kurulu üyeleri seçildikleri genel kurul kararında, görev süreleri belirtilmeden seçilmişlerse üç yıl için seçildikleri kabul edilmelidir. Anonim ortaklık esas sözleşmesinde yönetim kurulunun görev süresi üç yıldan az olarak belirlenmiş ve bu süre dolmasına rağmen TTK m. 362 ile öngörülen üç yıllık süre tamamlanmamışsa yönetim kurulu bu durumda, genel kurulu toplantıya çağırmanın yanında (TTK m. 410/1) ortaklığın varlığını sürdürmesi için süre sınırlandırması olmadan gerekli ve acil işlemleri yapabilir⁸⁹⁴.

En fazla üç yıl için sözleşme veya genel kurul kararı ile belirlenen bu sürenin hesabı ve tespit edilen sürenin neticesinde yeni yönetim kurulunun seçilememesi, organ sıfatının kaybedilmesinin neticeleri yönünden önemlidir. Sonuçta bu halde TTK m. 530'a göre ortaklığın organsız kaldığı kabul edilir⁸⁹⁵.

Yönetim kurulu üyeleri, görev süreleri dolmadan önce yeni yönetim kurulunun seçimi için genel kurulu toplantıya davet etme gibi tedbirleri almalıdır. Aksi halde sorumlulukları gündeme gelebilir⁸⁹⁶. Üyelik herhangi bir sebeple boşalırsa yönetim kurulu, kanun ve esas sözleşmede öngörülen şartlara uygun birini geçici olarak yönetim

⁸⁹¹ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku II*, 347 (n.1561); Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel*, 611.

⁸⁹² Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni*, 233; Can, *Anonim Şirketlerde Zorunlu*, 60. Bkz. Aksi görüş Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt IV*, 2670. Pulaşlı'ya göre bir organın görevi dolduğunda o organın görevi kural itibarıyla yeni üye belirleninceye dek sadece var olan işlerin yürütülmesi nedeniyle sınırlı şekilde devan edecektir. Bu ise belirli süre sonra bekleme süresini aşınca sonuç olarak organ eksikliğinden ortaklığın feshi dava edilebilecektir.

⁸⁹³ İzmirli, *Anonim Şirketlerde Yönetim*, 74; Can, *Anonim Şirketlerde Zorunlu*, 60.

⁸⁹⁴ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni*, 233; Can, *Anonim Şirketlerde Zorunlu*, 61.

⁸⁹⁵ İzmirli, *Anonim Şirketlerde Yönetim*, 75; Doğanay, *Türk Ticaret Kanunu Şerhi*, 1283.

⁸⁹⁶ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni*, 236.

kurulu üyeliğine seçip ilk genel kurulun onayına sunar⁸⁹⁷. Bu yolla seçilen üye, onaya sunulduğu genel kurul toplantısına kadar görev yapar ve onaylanması hâlinde selefinin süresini tamamlar (TTK m. 363/1).

TTK m. 363/1’de, yönetim kurulunda bir veya daha fazla üyeliğin açılması halinde izlenecek yol gösterilmiş olsa da bütün yönetim kurulu üyelerinin görev sürelerinin dolması durumunda nasıl hareket edileceği hakkında bir hüküm yoktur⁸⁹⁸.

Yönetim kurulunun genel kurulu toplantıya çağırmaktan kaçınması ya da yönetim kurulunun sürekli toplanamaması halinde, azınlık (TTK m. 411/1) ya da kanunda belirlenen durumların gerçekleşmesi halinde tek bir pay sahibi genel kurulu toplantıya çağırabilir (TTK m. 410/2).

Son bulma nedeninin ortaya çıkması ile iç ilişkide üyelik de geleceğe etkili olarak hemen sona erecektir. Üyeliğin son bulunduğu hususunun ticaret siciline tescili, iç ilişki yönünden bildirici özelliğe sahiptir⁸⁹⁹.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına dair III-48.5 sayılı Tebliğ’in kuruluş şartları başlığını taşıyan 45. maddesi 1-a hükmüne göre ortaklık, anonim ortaklık şeklinde oluşturulmalıdır. III-48.5 sayılı Tebliğ m. 58/1’e göre ise, ortaklığın yönetim kurulu SPK’nın düzenlemelerine göre, TTK çerçevesinde yer alan ilgili hükümlerde belirtildiği gibi görevlerini yerine getirecektir. Böylece III-48.5 sayılı Tebliğ m. 58/1 hükmü ile yönetim kurulu ile ilgili olarak 6102 sayılı TTK hükümlerine yollama yapılmıştır. Yukarıda açıklanan organ eksikliği hususu, anonim ortaklıklar açısından ve aynı çerçeveye sahip olduğu hasebiyle değişken sermayeli yatırım ortaklığı, dolayısıyla menkul kıymet yatırım ortaklığı açısından ele alınmıştır.

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 91/1’e göre “*ortaklıklara ilişkin olarak bu Tebliğde hüküm bulunmayan hallerde Kanun, TTK ve ilgili mevzuat hükümlerine uyulur*” denilerek TTK’ya yollama yapılmıştır. Aynı maddenin 2. fıkrasında ise değişken sermayeli ortaklıklarının, TTK’da yer alan anonim ortaklıkların esas sermaye, asgari sermaye

⁸⁹⁷ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni*, 236.

⁸⁹⁸ İzmirli, *Anonim Şirketlerde Yönetim*, 77.

⁸⁹⁹ Kırca, Şehirli Çelik ve Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 472.

oranına, aynı sermaye ile ilgili ortaklığa karşı üstlenmeye, esas sözleşmede bulunması gereken hususlara, nominal değere, değişken ortaklığın kendisinin sahip olduğu paylarını iktisap veya rehin şeklinde kabulüne, sermaye artırımı ve azaltımı prosedürüne, pay taahhüdü ve ödenmesine, pay devrine dair kısıtlamalarına, kâr zarar hesabı ve kârın dağıtılmasına, yedek akçelere ve tasfiyeyle ilgili maddelerin uygulanmayacağı hükmü ile, TTK'nın anonim ortaklık açısından zorunlu organlarına dair hükümlerin değişken sermayeli yatırım ortaklıkları açısından da uygulanacağı söz konusu edilmiştir.

Sonuç olarak değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında, TTK m. 530/1'e göre ortaklığın uzun zaman boyunca kanunun zorunlu olarak kabul ettiği, hüküm altına aldığı organlardan biri yoksa; ayrıca genel kurul toplantılarını yapamıyorsa ortaklık bu sebeple sona erebilecektir. Çünkü tüzel kişiliğin zorunlu organlarının meydana getirilmesi kamu düzenini ilgilendiren bir durumdur.

3.1.2.2.5. Dönüşüm Yoluyla Sona Erme

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının türleri çerçevesinde sabit sermayeli ortaklıklar yalnızca değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına dönüşebilirler. Ana sözleşme değişikliği yapılarak, şu anda kurulu olan ya da gelecekte kurulacak olan sabit sermayeli yatırım ortaklıklarının, sonradan değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına dönüşmeleri söz konusu olabilir (III-48.5 sayılı Tebliğ m. 79/3). Bu hususla ilgili düzenleme yapma yetkisi SPK'ya verilmiştir. Buna göre, dönüşüm prosedürüne, dönüşüme dair genel kurul toplantı ve karar nisaplarına, dönüşüm sebebiyle ortaklara pay alım teklifi yapılmasına ve teklif fiyatının netleştirilmesine, mevcut ortakların hak ve yükümlülüklerinin korunmasına ve diğer hususlara ilişkin esaslar SPK tarafından belirlenecektir.

Sabit sermayeli yatırım ortaklığının değişken sermayeli yatırım ortaklığına dönüşümü III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin m. 79/ (3)'e göre “*Sabit sermayeli ortaklıkların değişken sermayeli ortaklıklara dönüşümünde, sabit sermayeli ortaklıkta imtiyazlı pay sahibi olan ortaklar değişken sermayeli ortaklıkta kurucu paylara sahip ortak olurlar. Sabit sermayeli ortaklığın sermayesini temsil eden paylar içerisinde imtiyazlı pay bulunmaması halinde yönetim kontrolüne sahip ortaklar değişken sermayeli ortaklıkta kurucu paylara sahip olurlar*” şeklinde ifade edilmiştir.

Dolayısıyla sabit sermayeli yatırım ortaklıklarında imtiyazlı olmayan paylara sahip ortaklar değişken sermayeli ortaklıkta yatırımcı paylarına sahip olurlar.

Sabit sermayeli ortaklıkların değişken sermayeli ortaklıklara dönüşümlerinde, ortaklığın dönüşümüne ait hususların, ana sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden altı ay içinde, III-48.5 sayılı Tebliğ’de yer alan değişken sermayeli ortaklıklara dair unsurlardan, en az başlangıç sermayesi, asgari net aktif değeri, portföy sınırlamaları ve başkaca sorumluluklara uyum sağlaması mecburidir. Bu koşulu gerçekleştiremeyen değişken sermayeli ortaklığa dönüşen ortaklıklar, bu sürenin bitiminden başlayarak üç ay içerisinde Tebliğ’in 78’ inci maddesine göre tasfiye isteğiyle SPK’ya başvurur.

3.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarında Ortaklığın Tasfiye Edilmesi

3.2.1. Genel Olarak

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarında, sabit sermayeli ortaklığın değişken sermayeli ortaklığa dönüşmesi ile sona ermesi söz konusudur. Bu nedenle değişken sermayeli ortaklıkların tasfiye süreci ile ilgili aşağıda açıklamalara yer verilmiştir. Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının sona ermesiyle birlikte tasfiye süreci başlamakta olup, bu ortaklıklarda III-48.5 sayılı Tebliğ’in 91/2. maddesi uyarınca TTK’nın tasfiyeye ilişkin hükümleri uygulanmamaktadır. Bu durum, SerPK’nın 51. maddesi hükmü gereğidir.

3.2.2. Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıklarında Tasfiye

Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları yönünden kabul edilen en önemli hususlardan biri, sermayenin iade edilemeyeceği kuralıdır. Buna göre, ortaklık bünyesindeki tüm payların ortaklık tarafından geri alınması ve karşılığında pay sahiplerine ödeme yapılması durumunda, tasfiye sürecinin devreye girmesi kaçınılmazdır. Ayrıca, ortaklığın net aktif değerinin portföy dışındaki varlıkları da içerdiği dikkate alındığında, tasfiye sürecinin başlatılması gereklidir⁹⁰⁰. Tasfiyeye ilişkin genel kural olarak, III-48.5 sayılı Tebliğ m. 91/2, tasfiye bakiyesinin pay sahiplerine payları nispetinde dağıtılacak olması ile tasfiye aşamasının gerekliliğini vurgulamaktadır⁹⁰¹.

⁹⁰⁰ Altay, “Değişken Sermayeli”, 225.

⁹⁰¹ Altay, “Değişken Sermayeli”, 225.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının en belirgin özelliği, açık uçlu bir kolektif yatırım kuruluşu olması ve yatırımcının pay sahibi sıfatını alması ile istediği zaman payını ortaklığa iade edebilmesidir⁹⁰². Ortaklık, yapısı gereğince pay sahipleri tarafından iade edilen payları almak zorundadır. Ortaklık, bu payları almak ve itfa etmekle yükümlüdür. Bu kural, özellikle yatırımcı payları açısından emredici niteliktedir, aksi kararlaştırılamaz. Ancak kurucu paylarının itfa edilebilmesi için, kurucu paylarına sahip olan diğer ortakların izin vermesi gereklidir. Ayrıca kurucu payları açısından itfa gerçekleştiğinde, kurucu paylarının toplam miktarının başlangıçta var olan sermayenin altına düşmemesi şarttır⁹⁰³.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının tasfiye süreci, ortaklığın tüm paylarının pay sahiplerinden geri alınabilmesi bakımından önem taşımaktadır. Bu süreçte, pay bedellerinin pay sahiplerine ödenmesinde dikkate alınacak net aktif değer, portföy dışındaki tüm aktifleri de kapsadığından, tasfiye aşaması özel bir öneme sahiptir.

III-48.5 sayılı Tebliğ m. 78/7-8'e göre ise değişken sermayeli ortaklıklar esas sözleşmede belirtilen prensiplere göre tasfiye edilecektir. Tasfiye sonucunda elde kalan bakiye ise pay sahiplerinin ortaklıktaki payları nispetinde dağıtılacaktır⁹⁰⁴. Hükümde belirtildiği gibi ortaklığın tasfiye süreci esas sözleşmede belirtilen kriterler doğrultusunda gerçekleştirilir. Bu sürece ortaklık genel kurulunda alınacak kararlar çerçevesinde devam edilir. Alınacak karar toplantıya katılan üyelerin çoğunluğu ile sağlanır. Tasfiye bakiyesinden ise her ortağa payı oranında dağıtım yapılacaktır.

⁹⁰² Altay, "Değişken Sermayeli", 214

⁹⁰³ Altay, "Değişken Sermayeli", 214.

⁹⁰⁴ "Üçüncü fıkra hükmü saklı kalmak üzere, genel kurulda değişken sermayeli ortaklığın tasfiyesine karar verilebilmesi için, ortaklığın esas sözleşmesinde daha ağır bir nisap öngörülmediği takdirde, ortaklık genel kurulunun toplam kurucu paylarının en az dörtte birini karşılayan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin varlığıyla toplanması zorunludur. İlk toplantıda anılan nisaba ulaşamadığı takdirde, ikinci toplantının yapılabilmesi için nisap aranmaz. Toplantı nisabı saklı kalmak üzere, her iki toplantıda da tasfiye kararı genel kurulda hazır bulunan oyların çoğunluğuyla alınır. Tasfiye durumunda yalnızca pay sahiplerine ödeme yapılabilir. Fesih ihbarından sonra yeni pay ihraç edilemez. Tasfiye anından itibaren hiçbir pay ihraç edilemez ve geri alınamaz. (8) Tasfiye işlemlerine ilişkin olarak, birinci fıkranın (b) bendinde yer alan altı aylık süre sonunda hala değişken sermayeli ortaklığa iade edilmemiş payların bulunması halinde, pay sahiplerinin satış talimatı beklenmeden pay satışları yapılarak elde edilen tutarlar Kurul'a bilgi verilmek şartıyla bir yatırım kuruluşu nezdinde açılacak hesaplarda yatırımcılar adına ters repoda veya Kurul'ca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçlarında nemalandırılır".

3.3. BYF'lerin Sona Ermesi

3.3.1. Genel Olarak

Yatırım fonlarının sona ermesi ve tasfiye edilmesi, yatırımcıların haklarının koruma altına alınması ve aynı zamanda piyasaların düzenli olarak işleyişi bakımından önem arz etmektedir. Bu fonların sona ermesi genel olarak SPK'nın III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir. Tebliğ'de m. 28 ile şemsiye fonun ve fonun sona ermesi hususu hüküm altına alınmıştır⁹⁰⁵. Şemsiye fon, katılma payları tek bir içtüzük ile ihracı gerçekleşen bütün fonları kapsayan yatırım fonu türüdür⁹⁰⁶. Portföy yönetim ortaklığı tarafından, önce bir içtüzük ile şemsiye fon kurulmalıdır. Bu içtüzüğe göre yatırım fonlarının katılma payları ihraç edilir.

BYF'lerle ilgili olarak III-52.2 sayılı Tebliğ m. 20'ye göre, bu Tebliğ'de hüküm olmayan konularda, fonlar Kurulunun yatırım fonlarına ve portföy saklama hizmeti ve bu hizmette bulunacak kuruluşlara dair düzenlemeleri ile ilgili hükümleri uygulanır.

III-52.2 sayılı Tebliğ'de BYF'ler ile ilgili olarak sona erme konusunda ayrıntılı bir düzenleme bulunmamaktadır. Tebliğ'in III. Kısım EK 5'te f hükmü uyarınca, fonun sona ermesi, devri, dönüştürülmesi, birleştirilmesi ve kurucusunun değiştirilmesi durumunda yapılacak açıklamaların, kamuya açıklanacak özel durumlardan biri olduğu belirtilmiştir. Kanaatimizce, kamuya açıklanması için hakkında özel açıklama gereken BYF'lerde sona erme hususu, ayrı bir hükümle, III-52.2 sayılı Tebliğ'de ayrıntılı olarak düzenlenmelidir.

2499 sayılı Kanun'un m. 37 ve 38'e dayanarak çıkarılan Seri VII No:10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre fon kurma ve yönetme yetkisi yalnızca bankalara tanınmıştı. Bu Tebliğ'in 52. maddesi çerçevesinde fonun sona erme nedenleri ise fon içtüzüğünde belirtilen sürenin dolması, saklayıcı kurumun iflası, kurucunun iflası, endeks fonlarda son üç aylık dönemde endeks fonun birim pay değeri ile baz alınan endeksin değeri arasındaki katsayının fon içtüzüğünde tespit edilen korelasyon

⁹⁰⁵ Günal ve Okat, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, 308. <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Borsa%20Yatirim%20Fonlari.pdf> (E.T. 09.05.2025).

⁹⁰⁶ SPK'nın III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği m. 8 ve m. 10'da düzenlenmiştir. BYF'ler şemsiye fon olarak kurulamaz. (SPK'nın III-52.2 sayılı Tebliğ m. 4/5 hükmünde yer almaktadır).

katsayısının altına düşmesi, fon süresiz ise kurucunun SPK tarafından uygun görüşü alındıktan sonra 6 ay öncesinde feshi ihbar etmesi, kurucunun fon kurma şartlarını yitirmesi, kurucunun mali durumunun zayıflaması, fonun kendi maliyetlerini karşılayamayacak halde olması gibi sebeplerle fonun devamının yatırımcıların faydasına olmayacağını SPK tarafından belirlenmiş olmasıdır⁹⁰⁷.

6362 sayılı SerPK ve SPK'nın yapmış olduğu düzenlemelerde yatırım fonlarının sona ermesi aşamasına ilişkin genel bir çerçeve belirlenmiştir. Yatırımcının korunmasına dair gerekli düzenlemelerde yatırımcının korunması açısından AB mevzuatına uyum sağlanmalıdır.

Bu bölümde öncelikle AB ve bazı ülkelerde yatırım fonlarının sona erme hallerine ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. Sonrasında ise Türkiye'de konu ile ilgili olarak yer alan mevzuat hükümleri çerçevesinde karşılaştırılarak değerlendirmeler yapılmıştır.

3.3.1.1. Avrupa Birliğinde Yatırım Fonlarının Sona Ermesi

AB yapısında yatırım fonlarının, kuruluş, yönetim ve sona ermeye ilişkin temel esasları UCITS direktifi (2009/65/EC) ve AIFMD, 2011/61/EU) ile belirlenmiştir⁹⁰⁸.

UCITS, halka açık menkul kıymet fonlarını içeriğine dahil ederken; AIFMD ise özel sermaye fonları, gayrimenkul fonları gibi UCITS haricindeki tüm kolektif yatırım

⁹⁰⁷ Yüce Akıncı, *Sermaye Piyasaları ve Yatırım Fonları*, 68-69; Okat, *Türk ve AB Hukukunda*, 115-116; Soydemir, *Amerika Birleşik Devletleri*, 124; Soydemir yatırım fonlarının sona ermesini fesih ve infisah nedenleri olarak ikiye ayırarak incelemiştir. Fesih nedenleri olarak ilk olarak yönetici ve kurucu bankanın fesih kararı ve sonrasında fon süresiz olarak kurulmuşsa yönetici banka Bakanlıktan izin alarak ve 6 ay önceden feshi ihbar ederek fonu sona erdirebilir (44.b. Madde). İkincisi ise mahkeme kararı ile yönetici banka haklı sebeplerin varlığı halinde merkezinin bulunduğu yer Ticaret Mahkemesine başvurarak fesih talebinde bulunabilir. Bakanlığın görüşü alındıktan sonra Mahkeme fesih kararı verebilir (44. c. Madde). İnfisah nedenleri ise sürenin dolması ile iç tüzükte belirlenen fon süresi dolunca fon sona erecektir. Diğerleri ise bankanın iflası veya tasfiyesi halidir. Bankanın çeşitli nedenlerle iflası veya tasfiyesi halinde Bakanlığın fonun yönetimini devralacak bir banka bulamaması veya fonun devamını katılma belgesi sahiplerinin yararına görmemesi halinde fon sona erer (43.2. Madde). Bakanlık, fonun başka bir bankaya devir kararını iflas veya tasfiye kararından sonra 15 gün içinde vermek zorundadır.

⁹⁰⁸ European Parliament and Council. Directive 2009/65/EC of 13 July 2009 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for UCITS. Official Journal of the European Union L 302 (17 November 2009). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32009L0065> (E.T. 09.05.2025). European Parliament ve Council. Directive 2011/61/EU of 8 June 2011 on (AIFMD). Official Journal of the European Union L 174, 1 July 2011. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32011L0061> (E.T. 09.05.2025).

araçlarını barındırır. Burada belirtilen direktifler, fonların doğrudan doğruya sona ermesi ve tasfiyesi ile ilgili ayrıntılı düzenlemeler ortaya koymamıştır. Buna karşın konu ile ilgili Birliğe üye olan devletlerin mevzuatlarında düzenleme yapılması zorunludur⁹⁰⁹.

AB kapsamında, en başta Almanya, Fransa ve İsviçre gibi devletlerde 2019- 2024 yılları arasında fonların sona erdirilmesine ilişkin önemli gelişmeler söz konusudur. Genel olarak bir fonun sona ermesi, zorunlu sona erme ve isteğe bağlı sona erme olarak iki şekilde değerlendirilebilir. Zorunlu sona erme sebepleri düzenleyici kurumun kararı, fonun iflası gibi nedenlerle; isteğe bağlı sebepler ise fon idaresi ya da kurucunun kararı ile ekonomik olarak devamının olanaksız olduğu hallerde, fonun bir gayesi kalmadığında sona erme olarak değerlendirilebilir.

International Organization of Securities Commissions (IOSCO), konuya dair raporunda, birçok mevzuatta fonun tasfiyesine ilişkin asgari ilkelerin mevcut olduğu ve bu ilkelerin “yatırımcıların çıkarlarının azami seviyede korunması” ilkesi ile bağdaşması gerektiği vurgulanmıştır. En önemlisi ise, isteğe bağlı olan tasfiyelerde, fonu idare eden sorumlu kuruluşun (örnek olarak portföy yönetim ortaklığı) alacağı tüm karar ve uygulamaların yatırımcıların çıkarlarına uygun olması gerekliliğidir. Ayrıca tasfiye süreci de şeffaf ve adil biçimde yürütülmelidir⁹¹⁰.

⁹⁰⁹ European Parliament and Council. Directive 2009/65/EC of 13 July 2009 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS). Official Journal of the European Union L 302, 17.11.2009. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32009L0065>, (E.T. 09.05.2025). European Parliament and Council. Directive 2011/61/EU of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers (AIFMD). Official Journal of the European Union L 174, 1.7.2011. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32011L0061> (E.T. 09.05.2025).

⁹¹⁰ IOSCO, Good Practices for the Termination of Investment Funds, Final Report, Publication No. IOSCOPD588 (Madrid: IOSCO, November 2017). <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD588.pdf> (E.T. 09.05.2025). SPK, dünyadaki menkul kıymet ve vadeli işlem piyasalarını düzenleyen kuruluşların bir araya gelerek oluşturdukları Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü'nün (International Organization of Securities Commissions - IOSCO) üyesidir. IOSCO temel olarak menkul kıymet piyasalarının düzenlenmesinde küresel ölçekte yüksek standartlara ulaşılması ve düzenleyici kuruluşlar arasında iş birliğinin güçlendirilmesi amacıyla ilke, politika ve tavsiyeler oluşturmaktadır. Hâlihazırda 120'nin üzerinde menkul kıymet düzenleyici otoritesinin üyesi olduğu IOSCO'ya SPK 1988 yılında üye olmuştur. SPK, IOSCO bünyesindeki komite ve çalışma grubu çalışmalarına aktif olarak iştirak ederek IOSCO amaç ve hedeflerinin gerçekleştirilmesi yönünde politika oluşturulmasına katkıda bulunmaktadır. <https://spk.gov.tr/hakimizda/uluslararasi-faaliyetlerimiz/uluslararasi-menkul-kiymet-komisyonlari-orgutuiosco> (E.T. 09.05.2025)

3.3.1.1.1. UCITS Direktifi ve AIFMD Çerçevesinde Sona Erme

UCITS Direktifi, bazı hallerde AB üye ülkelerinde uygulanabilecek müşterek asgari kurallar öngörmüştür⁹¹¹. Buna örnek vermek gerekirse bir ana-şemsiye fon yapısında ana fon sona ererek tasfiye işlemine tabi tutulduğunda, Direktif m. 60'a göre ona bağlı olan fonlar da aynı sonuçla karşılaşır sona ermelidir. Fakat bağlı fonun düzenleyici otoritesinin kararı ile bu fonun başka bir ana fona geçişine izin verilmesi mümkündür. Buna göre sınır ötesi fon yapılanmalarında bir fonun sona ermesinin başka bir fonu olumsuz manada etkilememesi için en az üç aylık geçiş süreci kabul edilmiştir. UCITS burada gerçekleştirebilecek bir sona erme ve tasfiye halinde yatırımcının korunmasına öncelik tanımıştır⁹¹².

AIFMD tarafında ise fonların sona ermesine ilişkin düzenlemeler büyük oranda üye ülkelerin hukuk sistemlerinin düzenlemelerine bırakılmıştır⁹¹³. AIFMD en çok yöneticilerin yükümlülüklerine yer vermiştir. Fonların tasfiye aşamaları, fonun kuruluş şekli, sözleşmesel fon, ortaklık fonları gibi özelliklerine göre ulusal hukuklara dayanmaktadır. Yine de AIFMD'de bazı hükümlerle dolaylı olarak, fonların sona ermesi hakkında düzenlemeler yapılmıştır. Buna örnek olarak, AIFMD çerçevesinde fon varlıklarının saklanmasıyla yükümlü olan depo kuruluşu, fon varlıklarının garanti altına alınması ve yatırımcılara dağıtılması ile yükümlüdür. Sonuç olarak AIFMD ile uyumlu devlet yasalarında, fon idarecisinin yetkisini tamamlaması halinde depo kurumunun ön plana çıkıp idareyi üstüne alacak birini bulması ya da fonu tasfiye etmesi kural haline gelmiştir. Örnek olarak bazı AB üyesi devletler 2013 tarihli bir AIF idaresinin sona ermesi durumunda depo bankasının⁹¹⁴ fonu tasfiye edip yatırımcılara dağıtım yapmasını kabul eder⁹¹⁵.

⁹¹¹ European Parliament and Council. Directive 2009/65/EC (UCITS) (E.T. 09.05.2025).

⁹¹² European Parliament and Council. Directive 2009/65/EC (UCITS).

⁹¹³ European Parliament and Council. Directive 2009/65/EC (UCITS) (E.T. 11.11.2025).

⁹¹⁴ Depo bankası, yatırım fonlarının varlıklarının saklanmasıyla, izlenmesinden ve yatırımcıların menfaatlerinin korunmasından sorumlu bağımsız bir finansal kurumdur. Bu kurum genellikle bir banka veya lisanslı saklama kuruluşudur (credit institution). AIFMD Madde 21 ve UCITS Direktifi Madde 22 depo bankasının görevlerini şu şekilde tanımlar: “Depo bankası, fonun tüm nakit akışlarını izler, varlıkların güvenli biçimde saklanmasıyla sağlar ve fon yöneticisinin mevzuata aykırı işlemlerini önleyici kontrol fonksiyonunu yürütür”.

⁹¹⁵ European Parliament and Council, Directive 2011/61/EU (AIFMD).

3.3.1.1.2. AIFMD II Çerçevesinde Sona Erme

AIFMD 2009-2024 yıllarında kapsamlı olarak gözden geçirilmiştir. Avrupa Komisyonu 2020’de AIFMD’in işleyişine yönelik bir değerlendirme gerçekleştirmiş, 2021 yılında AIFMD ve UCITS direktifini belli bazı konularda değiştiren bir düzeltme taslağı ortaya koymuştur. Son olarak değişiklik metni 26 Mart 2024 yılında AB Resmî Gazetesinde yayımlanarak 15 Nisan 2024 tarihinde yürürlüğe girmiştir⁹¹⁶.

AIFMD II’nin odaklandığı konular ise likidite risk yönetimi, yedek likidite araçları (side pockets) ve depo kurumu düzenlemeleri gibi fonların mali olarak zorlanması veya tasfiyesi durumlarında öne çıkan hususlardır. AIFMD II ile açık uçlu fonlarda likidite yönetimi uygulamalarının (örnek olarak pay geri alımının askıya alınması, itfa kısıtlamaları gibi) güçlendirilmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede European Securities and Markets Authority (ESMA)’nın fon likidite idaresi tekniklerine ilişkin olarak rehberler geliştirmesi öngörülmüştür⁹¹⁷.

Buna göre, bir fonun sona erme haline gelmeden likidite krizlerini yönetebilmesi, fakat gerektiği an kontrollü tasfiye prosedürlerinin olması amaçlanmaktadır. Yan cep, (side pocket), uygulaması bu zamanda tartışılmıştır. Konu ile ilgili olarak likit olmayan varlıklara sahip olan fonların tasfiyesi sırasında, bazı varlıkların ayrı bir yapıda izole edilerek geri kalan varlıkların yatırımcılara dağıtılması düşüncesi ortaya çıkmıştır. İsviçre hukukunda likit olmayan varlıklara sahip fonlar için yan cep uygulamasına izin verildiği, bu uygulamanın fon yatırımcılarının geri alım hakkını bu varlık kısmı için askıya alabileceği şeklinde düzenlendiği belirtilmektedir. AB düzeyinde ise henüz ortak bir düzenleme yer almamaktadır⁹¹⁸.

⁹¹⁶ Chambers & Partners, Investment Funds 2025 – Global Practice Guide, section “4.1 Recent Developments and Proposals for Reform”. <https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/investment-funds-2025> (E.T. 10.05.2025).

⁹¹⁷ European Securities and Markets Authority (ESMA), Final Report on the Guidelines on Liquidity Management Tools of UCITS and Open-ended AIFs, ESMA34-1985693317-1160 (Paris: ESMA), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA34-1985693317-1160_Final_Report_on_the_Guidelines_on_LMTs_of_UCITS_and_open-ended_AIFs.pdf. (E.T. 10.05.2025)

⁹¹⁸ Michel Abt ve Frédérique Bensahel, The Abolition of the “Swiss Finish” and “Side Pockets” under Swiss Law, International Bar Association Legal Practice Division, (Geneva: FBT Avocats, August 2009), 28-30. <https://fbt-avocats.ch/wp-content/uploads/2016/10/The-abolition-of-the-Swiss-Finish-and-Side-Pockets-under-Swiss-law.pdf> (E.T. 10.05.2025).

AIFMD II’de belirtilen fon yönetiminin sona ermesi durumuna ilişkin hususlar Almanya gibi bazı ülkelerin ulusal uygulamalarına da yansımıştır. Almanya’da hazırlanan Fon Piyasasını Güçlendirme Kanunu taslağında, bir AIFM’nin yönetim yetkisi sona erdiğinde (örneğin yönetimin fon sözleşmesine göre feshi halinde) fonun tasfiye sürecinin nasıl olacağı tartışılmıştır. İlk taslakta, fonun sadece depo bankası tarafından tasfiye edilmesi öngörülmüşse de sektör görüşleri sonrası nihai tasarı bu kuralı esnetmiştir. Son haliyle, Almanya’da AIFM aynı zamanda fonun tasfiyesini bizzat üstlenebilecek ise (örneğin fon bir ortaklık yapısındaysa ve AIFM iflas etmemişse), depo bankası yerine AIFM’in kendisinin likidatör olabilmesine izin verilmiştir⁹¹⁹. Bu değişiklik, tasfiye sürecinin hızlanması ve gereksiz formalitelerin azaltılması amacıyla yapılmıştır.

3.3.1.2. Almanya’da Yatırım Fonlarının Sona Ermesi

Almanya, AB fon direktiflerini kendi hukukuna kapsamlı biçimde aktarmış ve yatırım fonlarının kuruluşu, yönetimi ve sona ermesini KAGB adlı Kanun ile düzenlemiştir⁹²⁰.

KAGB, 2013 yılında AIFMD’yi uygulamak üzere yürürlüğe girmiş ve UCITS fonlarını da kapsayacak şekilde Alman fon mevzuatını tek çatı altında toplamıştır. Fonların sona ermesi konusunda, KAGB’de açık hükümler bulunur. Almanya mevzuatında yatırım fonları hukuken iki ana yapıda oluşturulabilir. Bu yapılar, sözleşmesel fon ve yatırım ortaklıklarıdır⁹²¹. Çalışmanın bu kısmında, Alman hukukunda fonun sona ermesine ve tasfiyesine dair temel uygulamalar ele alınmaktadır.

Almanya’da yaygın olan sözleşmesel fon yapısında (Sondervermögen), fonun tüzel kişiliği yoktur. Bu tür fonlar, yönetim ortaklığı (KVG) tarafından yönetilen ayrı bir mal varlığıdır. Böyle bir fonda sona erme, genellikle KVG’nin fonu feshetmesi (diğer bir ifadeyle yönetim sözleşmesini sona erdirmesi) yoluyla olur. KAGB, KVG’ye fonu belirli

⁹¹⁹ YPOG, AIFMD 2.0 and the Fund Market Strengthening Act, Briefing (March 2025), section “Facilitation of Liquidation by the AIFM, [https://www.ypog.law/hubfs/YPOG%20Briefing%20Fund%20Market%20Strengthening%20Act%20\(English\).pdf](https://www.ypog.law/hubfs/YPOG%20Briefing%20Fund%20Market%20Strengthening%20Act%20(English).pdf) (E.T.10.05.2025).

⁹²⁰ Michael M. Geiss ve Katharina E. Saulich, “The German KAGB – A New Era for the Alternative Investment Industry?”, *Securities Regulation & Law Report*, 46/12, SRLR 558 (2014): 1-5. <https://www.gibsondunn.com/wpcontent/uploads/documents/publications/GeissSaulichTheGermanKAGB.pdf> (E.T.10.05.2025).

⁹²¹ European Parliament ve Council. Directive 2011/61/EU of 8 June 2011 on AIFMD. Official Journal of the European Union L 174, 1 July 2011. (E.T. 09.05.2025). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32011L0061>.

koşullarla feshetme hakkı tanır. Uygulamada, KVG, fon kurallarında belirtilen ihbar süresine uyarak, fonun feshini ilan edebilir. KAGB uyarınca, KVG yönetimi bıraktığında, fonun devamı için iki seçenek vardır. Bu seçeneklerden birincisi, fonun yönetiminin başka bir yönetim ortaklığı tarafından devralınması, ikincisi ise fonun tasfiye edilmesidir. Kanun, bu durumda depo bankasının (Verwahrstelle) devreye gireceğini ve tasfiye sürecinin gözetimini üstleneceğini öngörür⁹²².

Nitekim örnek Alman fon izahnamelerinde dahi KVG'nin yönetimi sonlandırması halinde depo bankasının fonu tasfiye ederek gelirleri yatırımcılara dağıtacağı veya yönetimi başka bir KVG'ye devredeceği belirtilir⁹²³. Bu düzenleme, yatırımcıların KVG'nin tek taraflı olarak çekilmesi halinde bile korunmasını sağlamaktadır. KVG'nin fon yönetimini sonlandırması durumu dışında, özellikle açık uçlu fonlarda yatırımcıların sürekli itfa taleplerini karşılayamama gibi haller fiili tasfiyelere yol açabilir. Almanya'da özellikle açık uçlu gayrimenkul fonlarında yaşanan likidite baskıları ve itfa taleplerinin karşılanamaması sonucunda bazı fonların fiilen tasfiyeye geçmesi söz konusu olmuştur. Örneğin, likidite oranları kritik düzeylere inen fonlar itfa taleplerini askıya almış ve sonunda tasfiye edilmiştir⁹²⁴.

Alman hukukunda, fon toplam değerinin belirli bir süre içinde belirlenen asgari seviyenin altına düşmesi veya fon kurallarında öngörülen sürenin dolması gibi nedenlerle de fonun sona ermesi gündeme gelebilir. Böyle bir durumda KVG veya depo bankası, BaFin'e gerekli bildirimleri yaparak tasfiye sürecini başlatır⁹²⁵.

Tasfiye sürecinde depo bankası, fon portföyündeki varlıkları satarak elde edilen nakdi, fon yatırımcılarına payları oranında dağıtır. Alman hukukuna göre tasfiye başlangıcından itibaren fon payları artık itfa edilemez veya yeni pay ihracı yapılamaz; tüm işlemler

⁹²² Danica Cicmil, "Investing in 'Sondervermögen' Funds in Germany: An Analysis of Legal Structure, Regulatory Requirements and Performance," *Ekonomija: teorija i praksa*, 16/3 (2023): 126. <https://doi.org/10.5937/etp2303126C>.

⁹²³ Allianz Global Investors, Verkaufsprospekt des Allianz Vermögensbildung Deutschland, § 21 "Kündigung und Abwicklung des OGAW-Sondervermögens," <https://online.stockselection.de/prospectus/2258513.pdf> (E.T. 10.05.2025),

⁹²⁴ BaFin, Germany: Financial Sector Assessment Program – Technical Note on the Supervision of Less Significant Institutions and the Oversight of the Institutional Protection Schemes, IMF Country Report No. 16/193 (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2016), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16193.pdf> (E.T. 10.05.2025).

⁹²⁵ BaFin, Germany: Financial Sector Assessment Program – Technical Note, IMF Country Report No. 16/193, 15.

tasfiye amacıyla yürütülür. Örneğin, Almanya'daki uygulamada, bir fon tasfiyeye girdiğinde bu durum ticaret siciline tescil edilmekte ve fona ilişkin "i.L." (in Liquidation – tasfiye halinde) ibaresi kullanılmaktadır⁹²⁶. Tasfiye tamamlandığında ise fonun varlığı sona erer ve sicilden silinir⁹²⁷.

Kapalı uçlu fonlar Almanya'da genellikle belirli bir yasal şekle (GmbH & Co. KG gibi komandit ortaklıklar veya yatırım anonim ortaklıkları) sahiptir. Bu tür fonlar genelde belirli bir süreliğine kurulur ve süre sonunda kendiliğinden sona erer⁹²⁸. Örneğin bir özel sermaye fonu 10 yıllık süreyle kurulmuşsa, bu sürenin bitiminde (gerekirse uzatma süreleri de dolduktan sonra) fon tasfiye sürecine girer⁹²⁹. Kapalı uçlu fon, bir ortaklık yapısına sahipse, genel kurul kararıyla da fesih kararı alınabilir. Ancak bu kararların uygulanması ve dağıtım yapılması BaFin gözetimine tabidir; yatırımcı menfaatini zedelememek için ara dönemlerde de denetim olur⁹³⁰.

Kapalı uçlu fonlarda da depo kurumunun rolü esastır. KAGB, kapalı alternatif yatırım fonlarının (örneğin gayrimenkul AIF'leri) da bir depo kurumu bulundurmasını şart koşar. Eğer kapalı fon yöneticisi iflas eder veya lisansı iptal edilirse, depo kurumu devreye girerek ilgili fonun varlıklarını korumaya alır ve mahkemece atanan ya da BaFin tarafından uygun görülen bir likidatör vasıtasıyla tasfiyesini sağlar⁹³¹. Bu düzenlemenin

⁹²⁶ BaFin, Germany: Financial Sector Assessment Program – Technical Note, IMF Country Report No. 16/193, 15.

⁹²⁷ Allianz Global Investors, Verkaufsprospekt des Allianz Vermögensbildung Deutschland, § 21.

⁹²⁸ Bernhard Funk, "German Real Estate Funds: Structural Changes in the Market Following the Implementation of the AIFM Directive", *World of Real Estate Journal* (Swiat Nieruchomosci), 90 (2014): 39–44. https://swiatnieruchomosci.krakow.pl/components/com_jshopping/files/demo_products/90_06.pdf.

⁹²⁹ Funk, "German Real Estate", 39–44. YPOG, AIFMD 2.0 and the Fund Market Strengthening Act, 2025. Legal 500, "Germany: Alternative Investment Funds," Comparative Guide, <https://www.legal500.com/guides/chapter/germany-alternative-investment-funds/> (E.T. 10.05.2025). Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), §§ 138 ve 161 (German Capital Investment Code), (E.T. 10.05.2025), <https://www.gesetze-im-internet.de/kagb/>.

⁹³⁰ KAGB, §§ 138 ve 161. BaFin, Germany: Financial Sector Assessment Program – Technical Note, 15.

⁹³¹ Helmut Knepel, "German Closed-End Funds", in *Understanding German Real Estate Markets*, ed. Tobias Just ve Wolfgang Maennig, (Berlin: Springer, 2017), 4–6. https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-319-32031-1_20. BaFin, Investment Funds (Overview of Open- and Closed-End Funds), https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/KVGenInvestmentfonds/Investmentfonds/investmentfonds_node_en.html (E.T. 10.05.2025).

amacı, yöneticiyle ilgili sorunlar nedeniyle fon yatırımcılarının mağdur olmasını engellemektir⁹³².

Almanya’da fon tasfiyeleri sıkı bir düzenleyici denetim altındadır. Bir fonun tasfiye kararı alındığında KVG, derhal BaFin’e bildirimde bulunmak ve yatırımcıları yazılı olarak bilgilendirmek zorundadır⁹³³. Yatırımcılara ulaşan bilgilendirmelerde fonun tasfiyesinin nedenleri, önceden planlı bir şekilde düzenlenen zaman çizelgesi ve varlıkların nakde çevirme yolları vb. hususlar bulunur⁹³⁴. Ayrıca tasfiye süresince ilerleme hakkında periyodik raporlama yapılması uygulama olarak önerilir⁹³⁵.

Alman hukukunda, tasfiye sürecinde yatırımcı onayı genellikle aranmamakla birlikte, fon belgelerinde böyle bir gereklilik öngörülmüş olabilir. Örneğin bazı yatırım ortaklıklarının esas sözleşmeleri, tasfiye kararının pay sahipleri genel kurulunca alınmasını şart koşabilir⁹³⁶. Sözleşmesel fonlarda ise kural olarak KVG kararı yeterlidir, çünkü yatırımcılar fonun işleyişine günlük kararlarda müdahil değildir. Ancak Almanya’da yatırımcıyı korumak için fon kurallarının değiştirilmesi veya birleşme, devri gibi önemli kararlarda BaFin onayı ve yatırımcılara önceden bilgi verilmesi zorunluluğu bulunmaktadır; bu husus tasfiye için de şeffaflık şeklinde yansımaktadır⁹³⁷.

Almanya, 2021 yılında başlayan AIFMD II uyum sürecinde tasfiye konusunda küçük fakat önemli bir değişiklik yapmıştır. Bu değişiklik, tasfiye likidatörü atama zorunluluğunu esnetmektir. Önceden, bir AIF’nin yönetimi sonlandığında sadece depo bankasının likidatör olabileceği mümkünken, yeni düzenleme ile eğer uygun görülürse, yönetimin kendisinin (AIFM) de likidatör sıfatıyla fonu tasfiye edebileceği kabul

⁹³² BaFin, Germany: Financial Sector Assessment Program – Technical Note, 25.

⁹³³ BaFin, Germany: Financial Sector Assessment Program – Technical Note, 25. BaFin, Investment Funds (Overview of Open- and Closed-End Funds).

⁹³⁴ BaFin, Germany: Financial Sector Assessment Program – Technical Note, 25. BaFin, Investment Funds (Overview of Open- and Closed-End Funds).

⁹³⁵ IOSCO, Good Practices for the Termination of Investment Funds, 7; BaFin, Germany: Financial Sector Assessment Program – Technical Note, 25.

⁹³⁶ KAGB, 138 ve 161; Cicmil, “Investing in ‘Sondervermögen’ Funds in Germany,” 126; Knepel, “German Closed-End Funds,” 5; BaFin, Germany: Financial Sector Assessment Program – Technical Note, 25.

⁹³⁷ KAGB, 138 ve 161; Cicmil, “Investing in ‘Sondervermögen’ Funds in Germany,” 126; Knepel, “German Closed-End Funds,” 5; BaFin, Germany: Financial Sector Assessment Program – Technical Note, 25.

edilmiştir⁹³⁸. Bu değişiklik, özellikle özel sermaye fonları gibi kapalı uçlu yapıların tasfiyesinde pratik fayda sağlamaktadır.

Son olarak, Alman fon endüstrisi birlikleri (BVI gibi) 2019–2024 arasında fon tasfiyelerine ilişkin “*en iyi uygulamalar*” kılavuzları yayımlamıştır. Örneğin BVI’nın likidite yönetimi rehberleri, fonların zor durumlarda tasfiyeden önce yapabilecekleri ve eğer tasfiye kaçınılmazsa yatırımcılara eşit muamele ilkelerine uyulmasını tavsiye etmektedir⁹³⁹. Bu rehberler yasal olarak bağlayıcı olmasa da sektör standartlarını yükseltmektedir⁹⁴⁰.

3.3.1.3. Fransa’da Yatırım Fonlarının Sona Ermesi

Fransa’da yatırım fonları, Para ve Finans Kanunu (Code Monétaire et Financier) ile düzenlenmiş olup, bu alandaki uygulamaları kurum olarak Autorité des marchés financiers (AMF) yayımladığı tebliğ ve kararlarla detaylandırmaktadır. Örneğin AMF, özel sermaye fonlarının sona erme süreci ve yatırımcıların bilgilendirilmesine yönelik bir dizi düzenlemeyi 2022–2025 yılları arasında hayata geçirmiştir⁹⁴¹.

Fransız hukukunda yatırım fonları, FCP (Fonds Commun de Placement) ve SICAV (Société d’investissement à Capital Variable) farklı yapı ve kurallara tabidir. Her ne kadar tasfiye usulleri yapılarına göre değişse de ortak payda olarak AMF gözetimi ve yatırımcı bilgilendirmesi öne çıkmaktadır. Bu bağlamda, bir fonun isteğe bağlı tasfiyesine ilişkin olarak sektörel incelemeler, likidite yönetimi çerçevesinin bir parçası olarak önceden onay ve bilgilendirme yükümlülükleri önerilmektedir⁹⁴².

⁹³⁸ YPOG, *AIFMD 2.0 and the Fund Market Strengthening Act*, briefing (March 2025), sec. “Liquidation of the AIF by the depositary” <https://www.yvog.law/en/insight/aifmd2.0-and-the-fund-market-strengthening-act>. KAGB, § 138 ve 161, Legal 500, “Germany: Alternative Investment Funds”.

⁹³⁹ IOSCO, Good Practices for the Termination of Investment Funds, 7; ESMA, Final Report on the Guidelines on Liquidity Management Tools of UCITS and Open-ended AIFs, 15.

⁹⁴⁰ IOSCO, Good Practices for the Termination of Investment Funds, 7; ESMA, Final Report on the Guidelines on Liquidity Management Tools of UCITS and Open-ended AIFs, 15.

⁹⁴¹ France. *Code Monétaire et Financier*, Art. L. 532-1 ve L. 533-22-1; Autorité des marchés financiers (AMF), *Règlement Général de l’AMF*, Livre III, Chapitre II., Suman Meena, *Regulation of Mutual Fund Market in France* (working paper, SSRN, February 24, 2013), 4–7. <https://ssrn.com/abstract=2223313>.

⁹⁴² Pierre-Emmanuel Darpeix, Nicolas Mème, Natacha Mosson ve Marko Novaković, “Overview and Inventory of French Funds’ Liquidity Management Tools: Dynamic View Since 2017 and Update as at Mid-2021”, *Banque de France Working Paper*, No. 845 (October 2021), 15–20. <https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/wp845-en.pdf>. (E.T.11.05.2025).

Fonun yönetimini yürüten portföy yönetim ortaklığı AMF, fonun tasfiye planını, yatırımcıların bilgilendirilme biçimini ve tasfiye sonrasında hesaplamaları değerlendirerek tasdik eder⁹⁴³. Bu durum, uygulamada bütün fon şekillerini içinde barındırır. Örneğin bir BYF'nin bile vadesinden önce sona erdirilip kapatılabilmesi için AMF'den izin alınması koşulu vardır⁹⁴⁴.

AMF, fonların tasfiyesi hususunda detaylı olarak rehberlik de öngörür. AMF Konuları Rehberi (Guide des sujets AMF) çerçevesinde fonların birleşmesi, bölünmesi veya tasfiyesine ilişkin bölümler düzenlenmiştir⁹⁴⁵. Rehberde, fon tasfiyesinde yatırımcıdan onay aranan haller (örneğin bazı SICAV'larda genel kurul kararı gerekebilir) ve aranmayan durumlara yer verilmiştir. Temel kural, eğer fon dokümanında aksi söz konusu değilse, tasfiyenin yönetim ortaklığının gerekçeli kararı ve AMF onayıyla gerçekleştirileceğidir. Fakat yatırımcılara makul bir bildirim süresi verilmelidir⁹⁴⁶. Bu süre zarfında yatırımcıların fon paylarını normal şekilde iade edebilmesi sağlanır. Bu husus, yatırımcılara tasfiye öncesi fondan çıkma imkânı verir.

Örneğin Fransa mevzuatında bir FCP (ortak yatırım fonu), tüzel kişiliği olmayan ve yatırımcıların ortak hesabı sayılabilecek benzer bir yapıdır. FCP'lerde tasfiye kararı, yönetim ortaklığı tarafından alınır ve ortaklık tarafından AMF'ye bildirim yapılabileceği belirtilmektedir⁹⁴⁷. Yatırımcıların doğrudan oy hakkı bulunmamaktadır. Fakat nadiren de olsa fon içtüzüğü tasfiye amacıyla özel bir çoğunluk arayabilir. Tasfiye başladığında, fonun varlıklarını yöneten ortaklık bunları nakde çevirir ve tüm alacakları tahsil eder⁹⁴⁸. Tasfiye süreci sonunda kalan tutar, bütün katılım payı sahiplerine payları oranında dağıtılır⁹⁴⁹. Fransız hukuku, fonun tüm borçlarının ödenmesini ve alacaklarının tahsilini

⁹⁴³ Darpeix, Mème, Mosson and Novaković, "Overview and Inventory of French Funds", 15–20.

⁹⁴⁴ Darpeix, Mème, Mosson and Novaković, "Overview and Inventory of French Funds", 15–20.

⁹⁴⁵ AMF, Règlement Général, art. 411-21 ve 422-22.

⁹⁴⁶ AMF, Règlement Général, art. 411-21 ve 422-2. Yönetim ortaklığı tasfiye kararı öncesi AMF'ye bildirimde bulunmalı ve yatırımcılara en az 30 gün önceden yazılı duyuru yapılmalıdır, Darpeix, Mème, Mosson and Novaković, "Overview and Inventory of French Funds", 15–20,

⁹⁴⁷ Amundi, *Prospectus of FCP – CPR Croissance Réactive*, (E.T.25.11.2025).

⁹⁴⁸ AMF, Instruction AMF-DOC-2012-06: Procedures for Making Disclosures and Introducing Changes, Preparation of a Prospectus and Reporting for Specialised Professional Funds, Professional Private Equity Investment Funds and Specialised Financing Vehicles. Amended April 22, 2024. https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-05/doc-2012-06_va14_gates-maitre_nourricier_vac3.pdf (E.T.25.11.2025).

⁹⁴⁹ AMF, Instruction AMF-DOC-2012-06: Procedures for Making Disclosures and Introducing Changes, Preparation of a Prospectus and Reporting for Specialised Professional Funds, Professional Private Equity Investment Funds and Specialised Financing Vehicles. Amended April 22, 2024.

takiben dağıtım yapılmasını şart koşar. Bu nedenle tasfiye bilançosu hazırlanır ve bağımsız denetçi tarafından onaylanır. Dağıtım yapılmasından sonra fon resmi olarak sona ermiş olur⁹⁵⁰.

Bir SICAV ise anonim ortaklık biçiminde olduğundan tasfiye kararı alırken hukuken çoğu durumda genel kurul onayı gerekir. SICAV genel kurulu, genellikle yönetim kurulunun teklifi üzerine fesih ve tasfiye kararı alır. Bundan sonra genellikle bir tasfiye memuru (genelde SICAV'ın yönetim ortaklığı veya onun atadığı kişi) atanır. Tasfiye memuru, SICAV'ın varlıklarını satar, borçları öder, vergi işlemlerini tamamlar ve kalan net varlığı hissedarlara paylaştırır⁹⁵¹.

FCP ve SICAV kuruluşlarında yatırımcı haklarının korunması temel alınan husustur. Tasfiye boyunca fon değerinin hesaplanması ve varlık satışları şeffaf bir yöntemle yapılmalıdır⁹⁵². AMF'nin uygulama rehberleri, tasfiye halindeki fonlarda varlıkların piyasa fiyatından aşağı olmamak üzere satılması ve eğer piyasa likiditesi yetersizse kademeli satış yapılması tavsiyesini yapar⁹⁵³.

Fransa'da AMF, gerektiğinde bir yatırım fonunun zorunlu tasfiyesine karar verebilir ya da mahkemeden bunu talep edebilir⁹⁵⁴. Örneğin bir fon, düzenlemelere aykırı olarak faaliyet gerçekleştiriyor ve yatırımcı menfaatini ciddi şekilde tehlikeye atıyorsa, AMF bu fonun ruhsatını iptal edebilir. Ruhsatın iptal edilmesi, fonun yeni bir işlem

https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-05/doc-2012-06_va14_gates-maitre_nourricier_vac3.pdf

⁹⁵⁰ AMF. Instruction AMF-DOC-2012-06: Procedures for Making Disclosures and Introducing Changes, Preparation of a Prospectus and Reporting for Specialised Professional Funds, Professional Private Equity Investment Funds and Specialised Financing Vehicles Amended, April 22, 2024. https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-05/doc-2012-06_va14_gates-maitre_nourricier_vac3.pdf

⁹⁵¹ AMF. Instruction AMF-DOC-2012-06: Procedures for Making Disclosures and Introducing Changes, Preparation of a Prospectus and Reporting for Specialised Professional Funds, Professional Private Equity Investment Funds and Specialised Financing Vehicles Amended, April 22, 2024. https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-05/doc-2012-06_va14_gates-maitre_nourricier_vac3.pdf.

⁹⁵² https://www.iosco.org/v2/about/?subsection=about_iosco (E.T. 11.05.2025).

⁹⁵³ https://www.iosco.org/v2/about/?subsection=about_iosco , Darpeix, *Overview and Inventory of French Funds Liquidity Management Tools*, 15–20. (AMF), *Guide to the Monitoring of Collective Investment Schemes under AMF Oversight*, section “Termination and liquidation”, (2020). IOSCO & FSB, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, section on fire-sales and liquidation practices, (2017).

⁹⁵⁴ <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news/autorite-des-marches-financiers-amf-revoked-authorisation-alternative-investment-fund-manager-aifm>.

yürütemeyeceği ve tasfiye sürecine gireceği şeklinde yorumlanır. Böylece mahkeme genelde bir tasfiye memuru atayacaktır veya yönetim ortaklığı varsa ona kısa süreli tasfiye görevi tanıyacaktır⁹⁵⁵. AMF, bu süreci yakından izleyerek yatırımcıların zarar görmemesini sağlamakla görevlidir. Örneğin, Fransa’da 2020’de yaşanan bir vakada, yasa dışı işlemler yaptığı saptanan bir serbest fonun yöneticisinin lisansı iptal edilmiş, fonun varlıklarının dondurulup hızla satılarak yatırımcılara geri ödenmesine karar verilmiştir⁹⁵⁶. Bu tür durumlar nadir olsa da düzenleyicinin böyle bir yetkisinin bulunması yatırımcılara güven sağlanmaktadır.

Fransa’da, son yıllarda fonun sona ermesi ile ilgili mevzuatta AB kaynaklı düzenlemeler haricinde çok fazla değişiklik yapılmamıştır. Fakat 2020 Covid-19 krizi esnasında meydana gelen likidite problemleri, AMF’nin fonların geçici süreyle işlemlerini durdurma ve denetimli tasfiye uygulamalarına dair rehber yayınlamasına neden olmuştur⁹⁵⁷.

AMF, Mart 2020’de gayrimenkul fonlarının likidite baskısı yaşaması dolayısıyla sektörle yakın iletişim gerçekleştirmiş, gerekirse fonların yatırımcı taleplerini karşılamak için varlık satıp fon kapatma yoluna gidebileceklerini ancak bunun ihtiyaç çerçevesinde son çare olması gerektiğini işaret etmiştir. Bu dönem içerisinde Fransız fon piyasası genel olarak istikrarlı kalmış ve yaygın tasfiyeler görülmemiştir⁹⁵⁸. Neticede, AMF’nin bu krizde kazandığı tecrübeler, gelecekteki benzer haller açısından düzenlemeleri etkileyebilecektir.

Sonuç olarak, Fransa’da yatırım fonlarının sona erme prosedürleri düzenleyici kurumların aktif gözetimi altında gerçekleşir. AMF’den önceden izin alma yükümlülüğü ve yatırımcılara önceden yapılacak bildirim gibi mekanizmalar, tasfiye süreçlerinin düzenli

⁹⁵⁵ <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news/autorite-des-marches-financiers-amf-revoked-authorisation-alternative-investment-fund-manager-aifm>.

⁹⁵⁶ Laura-Dona Capotă, Michael Grill, Luis Molestina Vivar, Niklas Schmitz ve Christian Weistroffer, “Is the EU Money Market Fund Regulation Fit for Purpose? Lessons from the COVID-19 Turmoil”, *ECB Working Paper* No. 2737 (October 2022), 5–8. AMF, “A liquidator of the funds previously managed by Nestadio Capital has been appointed at the request of the AMF,” news release, 4 March 2022. CMS Law. Real Estate Transactions in France: Legal and Tax Aspects., section “Liquidation,” <https://cms.law/en/fra/publication/real-estate-transactions-in-france-legal-and-tax-aspects>.

⁹⁵⁷ AMF, FAQ: Continuity of Management Activities during the Coronavirus Crisis, March 31, 2020.

⁹⁵⁸ Gide Law Firm, *Covid-19: The AMF Provides Details on Liquidity Management Tools Available During the COVID-19 Epidemic Crisis for Open-Ended Investment Funds*, Paris, 7 April 2020.

ve adil olmasını sağlamaktadır. AB'nin getirdiği yeni kurallar da Fransız mevzuatına entegre edilmiş, böylece yatırımcı korunması AB ortalamasının üzerine çıkmıştır.

3.3.1.4. İsviçre’de Yatırım Fonlarının Sona Ermesi

İsviçre sisteminde fon tipleri olarak sözleşmesel fonlar, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları (SICAV), sabit sermayeli yatırım ortaklıkları ve yatırım komandit ortaklıkları olarak belirtilebilir⁹⁵⁹. İsviçre’de yatırım fonlarının türleri olan bu yapılar CISA, CISO ve FINMA denetimi altında düzenlenmektedir. Fonların sona ermesi ile ilgili İsviçre düzenlemeleri, FINMA tarafından yakından kontrol edilir ve onay mekanizmalarını bünyesinde barındırır. İsviçre’de bir fonun isteğe bağlı olarak tasfiye edilmesi, genellikle fon kurucusu ya da yöneticisinin kararı ve FINMA’nın onayı ile gerçekleşir⁹⁶⁰. Fon sözleşmesinde belirli bir süre belirlemişse, bu sürenin dolmasıyla fon kendiliğinden sona erecektir. Fakat bu halde bile FINMA’ya bilgi verilir ve tasfiye planı sunulur. Eğer fon süresiz kurulmuşsa, yönetim ortaklığı tek taraflı olarak fon sözleşmesini, genellikle önceden ilan şartı ile feshedebilir, fakat bu fesih işlemi de FINMA’nın kontrolü altındadır⁹⁶¹.

İsviçre uygulamasında ayrıca depo bankası da fon sözleşmesini feshederek fonu sona erdirmeye sürecini başlatabilir⁹⁶². CISA’ya göre, eğer depo bankası haklı sebeple sözleşmeyi feshederse ve yeni bir depo bankası bulunamazsa, fonun tasfiyesi gerekir. Bu halde FINMA süreci yönetir. Nitekim İsviçre vergi idaresinin bir açıklamasında, fonun sona erme nedenleri olarak “*fon yönetim şirketinin feshi, depo bankasının feshi, sürenin dolması veya FINMA’nın tasfiyeye karar vermesi*” sayılmıştır⁹⁶³. Bu sona erme durumlarında sonuç aynıdır, fon tasfiye haline girer ve pay alım-satımı durdurulur.

⁹⁵⁹ Switzerland, Federal Act on Collective Investment Schemes (CISA).

⁹⁶⁰ Switzerland, Federal Act on Collective Investment Schemes (CISA), SR 951.31, Arts. 15, 36–38, 123–126., Switzerland, Collective Investment Schemes Ordinance (CISO), SR 951.311.

⁹⁶¹ FINMA, Authorisation: Asset Management and Collective Investment Schemes.

⁹⁶² Switzerland, Federal Act on Collective Investment Schemes (CISA).

⁹⁶³ FINMA, Authorisation: Asset Management and Collective Investment Schemes., Switzerland, Federal Act on Collective Investment Schemes (CISA), SR 951.31, Arts. 15–16, 36–38, 123–126. Swiss Federal Tax Administration (ESTV), Liquidation von kollektiven Kapitalanlagen (Anlagefonds), <https://www.estv.admin.ch/estv/de/home/die-estv/estv-mitteilungen/liquidation-von-kollektiven-kapitalanlagen-anlagefonds.html> Reto Heuberger ve Stefan Oesterhelt, “Collective Investment Vehicles in International Tax Law: The Swiss Perspective,” Intertax 38/1 (2010): 31–37 (E.T. 11.11.2025)

Özellikle FINMA eğer resen fonun dağıtılmasına karar vermişse, fon hemen tasfiye aşamasına geçer ve işlemler durur⁹⁶⁴.

İsviçre hukukuna göre, fon tasfiyeye girdiğinde fon paylarının alım satımı durdurulur⁹⁶⁵. Bu durum, hem BYF'ler için listeden çıkarılma şeklinde olur, hem de yatırımcıların fon yönetim ortaklığına iade taleplerinin artık işleme alınmaması anlamına gelir⁹⁶⁶. Bu şekilde fonun mevcut portföyü sabitlenir ve tasfiye işlemleri başlar. Fon yönetim ortaklığı (veya tasfiye için atanmış ayrı bir likidatör) portföydeki varlıkları satar, alacakları tahsil eder ve fonun tüm yükümlülüklerini (vergi, borç vs.) öder. Bu işlemlerin sonunda kalan net varlık, yatırımcılara payları oranında dağıtılır. İsviçre CISA'ya göre yatırımcılar, fonun tasfiyesinden elde edilen hasılat üzerinde oransal hak sahibidir. Eğer fon bir SICAV yapısında ise, hissedarlar da benzer şekilde payları oranında hak sahibidir ancak ortaklık yapısından dolayı yasal uygulamalar farklı olabilir⁹⁶⁷.

İsviçre'de tasfiye dağıtımı yapmadan önce vergi idaresinin (ESTV) onayı alınması gerekir⁹⁶⁸. Bunun sebebi, İsviçre'de fonların stopaj vergisi ve pul vergisi gibi bazı vergisel yükümlülüklerinin tasfiye anında hesaplanmasıdır⁹⁶⁹. ESTV, fonun tasfiye bilançosunu inceler ve varsa kesilecek vergileri hesaplayarak fon yönetimine bildirir. Bu vergiler de ödendikten sonra kalan tutar yatırımcılara ödenir. Böylece fonun tüm yasal ve vergisel yükümlülükleri kapatılmış olur⁹⁷⁰.

İsviçre hukuk sisteminde, tasfiye sürecinde yatırımcıların bilgi alması ve haklarını kullanması konusunda ayrıntılı düzenlemeler yapılmıştır⁹⁷¹. Fonun tasfiye bilançosu ve dağıtım raporu, bağımsız denetçi tarafından onaylanarak FINMA'ya sunulur ve talep eden yatırımcılara da bildirilir⁹⁷². Eğer tasfiye esnasında belirli yatırımcılar bulunamazsa veya talep eden olmazsa, onların payına düşen tutar yasal olarak bir süre saklanır (genellikle bir banka hesabında belirli yıl muhafaza edilir). İsviçre hukukunda, sahipsiz

⁹⁶⁴ CISA, SR 951.31, Arts. 16, 36–38, 123–126.

⁹⁶⁵ ESTV, Liquidation von kollektiven Kapitalanlagen (Anlagefonds). (E.T. 11.05.2025).

⁹⁶⁶ ESTV, Liquidation von kollektiven Kapitalanlagen (Anlagefonds).

⁹⁶⁷ CISA, SR 951.31, Arts. 38 ve 126.

⁹⁶⁸ ESTV, Liquidation von kollektiven Kapitalanlagen (Anlagefonds).

⁹⁶⁹ Heuberger and Oesterhelt, "Collective Investment Vehicles," 34.

⁹⁷⁰ ESTV, Liquidation von kollektiven Kapitalanlagen (Anlagefonds).

⁹⁷¹ ESTV, Liquidation von kollektiven Kapitalanlagen (Anlagefonds).

⁹⁷² FINMA, Authorisation: Asset Management and Collective Investment Schemes.

kalan tasfiye gelirlerinin belirli bir süre sonra devlete intikal etmesi öngörülmüştür⁹⁷³. Ancak bu süre zarfında hak sahibi çıkan yatırımcılar paralarını talep edebilir. Bu uygulama IOSCO'nun iyi uygulama önerileriyle uyumludur, zira IOSCO da sahipsiz kalmış tasfiye bakiyelerinin hak sahibi yatırımcı ortaya çıkarsa iadesine imkân tanınmasını önermektedir⁹⁷⁴.

İsviçre'de, bir fonun veya fon yönetim ortaklığının, ciddi bir kural ihlali veya mali çöküş içinde olması durumunda, kendi kararıyla tasfiyeye gidebilir. CISA hükümleri uyarınca, FINMA bir fonun onayını (izin belgesini) iptal ederse, o fon tasfiyeye tabi olur. FINMA gerekli görürse fon yönetim ortaklığını veya depo bankasını da yetkilerini kötüye kullanmaları halinde tasfiye edebilir⁹⁷⁵.

İsviçre fon mevzuatı son dönemlerde bazı önemli revizyonlar geçirmiştir. 2020'de yürürlüğe giren Finanzdienstleistungsgesetz (FinSA) ve Finanzinstitutsgesetz (FinIA) ile fon yöneticilerinin lisanslanma ve faaliyet şartları yeniden düzenlenmiştir⁹⁷⁶. Bu kapsamda birçok bağımsız varlık yöneticisi FINMA lisansına sahip olarak fon yönetimindeki standartlar yükseltildi. Ancak tasfiye süreçlerine dair spesifik bir değişiklik FinIA'da doğrudan yapılmadı; eski uygulama büyük ölçüde korundu⁹⁷⁷.

Öte yandan, 2023'te İsviçre Limited Qualified Investor Fund (L-QIF) adı verilen yeni bir fon türünü mevzuata ekledi. L-QIF'ler sadece nitelikli yatırımcılara sunulan ve FINMA onayına tabi olmadan kurulabilen esnek fonlardır⁹⁷⁸. Bu fonlar da diğer fonlar gibi CISA kapsamında sayıldığından, sona ermeleri halinde yukarıda anlatılan tasfiye ilkelerine tabi olacaktır. Ancak FINMA onayı baştan bulunmadığından, tasfiye sürecinde FINMA'ya bildirim ve yatırımcı onayı hususları L-QIF iç tüzüğüne göre belirlenecektir. Bu yenilik,

⁹⁷³ FINMA, Authorisation: Asset Management and Collective Investment Schemes.

⁹⁷⁴ IOSCO, Good Practices for the Termination of Investment Funds. (E.T. 11.05.2025).

⁹⁷⁵ CISA, SR 951.31, Arts. 37–38 and 134–136; FINMA, Authorisation: Asset Management and Collective Investment Schemes.

⁹⁷⁶ Swiss Federal Council. FinSA and FinIA Enter into Effect on 1 January 2020. Lexology, December 9, 2019. <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=dfe0d730-893d-4ac9-a697-bd55ef2c5a2a> (E. T. 12.11.2025)

⁹⁷⁷ Loyens & Loeff, “Swiss FinSA and FinIA Effective as from 1 January 2020: Overview of Transitory Provisions,” Loyens & Loeff News Update, January 2020, <https://www.loyensloeff.com/swiss-finsa-en-finia-effective-from-1-january-2020.pdf>.

⁹⁷⁸ Scharfman, Jason A. 2014. “The Swiss Collective Investment Schemes Act: New Challenges and Opportunities for Fund Managers and Investors.” *Journal of Securities Operations & Custody* 6 (3): 228–233.

incelenen dönemin bir parçası olup İsviçre fon sektörünün yenilikçiliğini göstermektedir⁹⁷⁹.

İsviçre sisteminde diğer başka bir yenilik “*Swiss Finish*” denilen hususun hafifletilmesi olmuştur. 2015-2020 arasında kademeli olarak İsviçre, yabancı fonların ülkeye dağıtımındaki ekstra şartları kaldırmıştır⁹⁸⁰. Bunun tasfiye ile ilgisi sınırlı olsa da örneğin geçmişte yabancı bir fon İsviçre’de yatırımcı kabul ettiyse tasfiye durumunda FINMA’ya ek bildirim yapması gerekirken, bu gereklilikler sadeleştirilmiştir⁹⁸¹.

Son olarak, yan cep (side pocket) uygulaması konusunda İsviçre uygulamaları dikkat çekicidir. AB içinde henüz resmileşmemiş bu uygulamayı, FINMA özel izinle bazı durumlarda mümkün kılmıştır. Yan cep, tasfiye sürecindeki fonların likit olmayan varlıklarını ayrı bir alt fona aktararak geri kalan likit varlıkları yatırımcılara dağıtması anlamına gelir. FINMA, 2017’de kanunda açık hüküm olmamasına rağmen bu tip uygulamalara olay bazında izin verebileceğini belirtmiştir⁹⁸². Buradaki amaç, çok uzun sürede satılabilecek varlıklar yüzünden tüm yatırımcıların parasının bloke kalmasını önlemektir. Nitekim 2020’de bir emtia fonuna bu şekilde bir çözüm uygulanmış; fonun likit varlıkları dağıtılmış, likit dışındaki varlıkları ise yan cepte bırakılarak yatırımcılar ileride satıldığında gelir almak üzere beklemeye geçmiştir. Türkiye’de henüz bulunmayan bu uygulama, İsviçre’nin yenilikçi yaklaşımını gösterir.

Sonuç olarak, İsviçre’de yatırım fonlarının sona ermesi sıkı düzenleyici kontrol ve esneklik dengesi ile yürütülür. FINMA’nın onay mekanizması, yatırımcı bilgilendirmesi, vergi otoritesiyle koordinasyon gibi unsurlar sayesinde süreç disiplinli ilerler. Aynı zamanda gerektiğinde side pocket gibi yaratıcı çözümler veya hızlı likidatör atamalarıyla yatırımcı menfaati korunur. Bu yönleriyle İsviçre uygulaması, AB ülkelerindeki

⁹⁷⁹ KPMG Switzerland, L-QIF (Limited Qualified Investor Fund) (fact sheet, April 2024), <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/ch/pdf/l-qif-factsheet.pdf>

⁹⁸⁰ Distribution to Investors in Switzerland. AIMA Journal (October 12, 2018). <https://www.aima.org/journal/aima-journal-edition-116/article/distribution-to-investors-in-switzerland.html>. (E.T. 11.05.2025)

⁹⁸¹ Abt and Bensahel, “The Abolition of the “Swiss Finish”.

⁹⁸² Adam L.Aiken, Christopher P. Clifford ve Jesse A. Ellis. “Hedge Funds and Discretionary Liquidity Restrictions”, *Journal of Financial Economic*, 116/1(2015):197218. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.01.002>. Abt and Bensahel, “The Abolition of the ‘Swiss Finish”.

uygulamalara büyük ölçüde benzemekte ve bazı açılardan daha ileri koruma sağlamaktadır.

3.3.1.5. ABD Mevzuatında Yatırım Fonlarının Sona Ermesi ve Tasfiye Aşaması

ABD sermaye piyasası mevzuatında, yatırım fonlarının belirli koşullarda faaliyetlerine son vermesi ve tasfiye edilmesi düzenlenmiştir. Bu konuda fonların sona erme nedenleri genellikle performans düşüklüğü, yönetilen varlıkların azalması ya da yatırımcı ilgisinin kaybolması gibi ekonomik nedenlere dayanır⁹⁸³.

Yatırım fonunun kapanışı amacıyla karar verildiğinde, fon tasfiye süreci, portföyünün nakde çevrilmesi ve yatırımcılara payları oranında dağıtım yapılması süreci başlar. Buna göre, ABD federal düzenlemeleri (özellikle *Investment Company Act of 1940* ve SEC kuralları) çerçevesinde fonların sona ermesi ve tasfiyesine dair süreçler incelenecektir⁹⁸⁴.

3.3.1.5.1. Sona Erme Nedenleri ve Karar Alma Süreci

ABD’de yatırım fonlarının (mutual fund, ETF veya closed-end fund gibi kayıtlı yatırım ortaklıklarının) sona ermesine genellikle ekonomik ve piyasa kaynaklı nedenler yol açar⁹⁸⁵. Başlıca sona erme nedenleri arasında; fonun getirisinin beklentilerin altında kalması veya yönetim giderlerinin artması sonucu fonun cazibesini yitirmesi, piyasa dalgalanmaları veya yeterli yeni yatırımcı çekilememesi nedeniyle fon portföy büyüklüğünün küçülmesi, fonun yatırım stratejisinin talep görmemesi veya rekabetçi piyasada geride kalması sonucu katılımcı sayısının düşmesi, diğer faktörler olarak nitelendirilebilen, örneğin yasal değişiklikler, fon ailesinin yeniden yapılandırılması (başka fonla birleştirme gibi) veya sponsor kurumun stratejisindeki değişiklikler olarak sayılabilir⁹⁸⁶.

⁹⁸³ Michael B. Weiner, “A Historical Analysis of the Investment Company Act of 1940”, *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review* 10/1 (2020): 67–84; Inozemtsev, E., ve A. Simonov. 2016. “Closing of Mutual Funds within Management Company.”, *HSE Economic Journal*, 20: 311–336.

⁹⁸⁴ Robert Grohowski ve Sean Collins, “The Structure and Regulation of Mutual Funds”, *In Mutual Funds and Exchange-Traded Funds: Building Blocks to Wealth*, edited by H. Kent 3, Greg Filbeck ve Halil Kıymaz, chapter 4. New York: Oxford University Press, 2015.

⁹⁸⁵ Sherrill, D. Eli ve Jeffrey R. Stark. “ETF Liquidation Determinants.” *Journal of Empirical Finance* 48, no. C (2018): 357-373. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2018.07.007>.

⁹⁸⁶ Lyman P. Q. Johnson, “Protecting Mutual Fund Investors: An Inevitable Eclecticism,” in *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*, ed. William A. Birdthistle and John Morley (Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2018), 4–9. <https://www.dechert.com> (E.T. 12.05.2025). Birleşme

ABD’de genellikle fonun sona ermesine yönelik karar alma süreci, fonun yönetim kurulu tarafından başlatılır. Yönetim kurulu (veya tröst yapısında mütevellî heyeti), fonun tasfiyesinin yatırımcıların en yüksek çıkarına olup olmadığını değerlendirmekle yükümlüdür⁹⁸⁷.

1940 tarihli ABD Yatırım Şirketi Kanunu (Investment Company Act of 1940) uyarınca fon yöneticileri ve yönetim kurulu üyeleri, yatırımcılara karşı sadakat ve özen yükümlülüğü taşırlar. Kanunun 36/a maddesi, fon yöneticilerinin "*kişisel kötüye kullanım*" yoluyla güven ihlali yapmasını yasaklayarak yatırımcının korunmasını amaç edinmiştir⁹⁸⁸. Her ne kadar federal kanun, tasfiye kararının nasıl alınacağına dair ayrıntılı bir prosedür öngörmese de uygulamada eyalet ortaklığı, tröst hukukları ve fon tüzüğü devreye girer. ABD’deki çoğu fon Delaware veya Maryland gibi eyaletlerin hukukuna tabi olduğundan, bu eyaletlerde yönetim kurulu üyelerinin tasfiye kararı alırken dürüstlük ve makul özen standartlarına uymaları beklenir, iş adamı kuralı gereği iyi niyetle ve bilgi sahibi olarak hareket eden yöneticiler sorumluluktan muaf tutulur⁹⁸⁹.

Tasfiye kararı genellikle yönetim kurulu tarafından oylanır, bazı durumlarda fonun kuruluş şekline göre yatırımcıların onayı da gerekebilir⁹⁹⁰. Özellikle fon bir ortaklık yapıdaysa ve eyalet mevzuatı ya da esas sözleşmesi hissedar onayını şart koşuyorsa, tasfiye kararı genel kurulda ortakların oyuna sunulur. Buna karşılık, tröst yapısındaki birçok açık uçlu fonda, tröst belgesi yönetim kuruluna tek taraflı tasfiye yetkisi

durumunda, bu tasfiyeden ziyade başka bir fon tarafından devralma şeklinde olur ve yatırımcılara nakit yerine yeni fonun payları verilir. <http://www.investor.gov>

⁹⁸⁷ Alan R. Palmiter, "The Mutual Fund Board: A Failed Experiment in Regulatory Outsourcing," *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 1, (2006): 165–208. www.dechert.com (E.T. 12.05.2025).

⁹⁸⁸ William K. Sjostrom Jr., "Tapping the Reservoir: Mutual Fund Litigation Under Section 36/(a) of the Investment Company Act of 1940", *Kansas Law Review*, 54 (2006): 251–306. <https://ssrn.com/abstract=823346>.

⁹⁸⁹ Jack Murphy, Julien Bourgeois, ve Lisa Price, "How a Fund Dies", *The Review of Securities & Commodities Regulation*, 43/21 (2010): 283–296. <https://www.dechert.com/content/dam/dechert%20files/knowledge/publication/2> (E.T. 12.05.2025). Jerry W. Markham, "Mutual Funds Scandals: Comparative Analysis of the Role of Corporate Governance in the Regulation of Collective Investments," *Hastings Business Law Journal*, 3/1 (2006): 67–122.

⁹⁹⁰ U.S. Securities and Exchange Commission, "Investor Bulletin: Fund Liquidation", www.investor.gov, December 17, 2021, <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-96>. (E.T.12.05.2025)

tanıyabilmektedir⁹⁹¹. ABD uygulamasında, yatırımcılar her durumda tasfiye karar sürecinde doğrudan rol almaz; bazı fonlarda hissedar oylaması yapılırken, bazılarında yönetim kurulu kararı yeterlidir. Sonuç olarak, fonun sona erdirilmesi kararı alındığında, yasal olarak gereken onaylar (yönetim kurulu ve gerekiyorsa hissedar onayı) tamamlanarak tasfiye sürecine geçilir⁹⁹².

3.3.1.5.2. Tasfiye Prosedürleri ve Yatırımcı Hakları

ABD’de yatırım fonlarının tasfiye süreci, yatırımcı haklarının korunması ve eşit muamele ilkeleri gözetilerek yürütülür. Tasfiye kararı onaylandıktan sonra fon, faaliyetlerini sonlandırıp portföyünü nakde çevirmeye ve yatırımcılara ödeme yapmaya odaklanır⁹⁹³. Bu süreçte izlenen temel adımlar aşağıda açıklanmıştır.

Tasfiye onaylandıktan sonra fon, tasfiyeyi yatırımcılara ve piyasa geneline duyurur. Açık uçlu (redeemable) yatırım fonlarında bu önemli bir olay olduğundan, fon yönetimi genellikle mevcut izahnameye bir ek veya “sticker” göndererek durumu bildirir. Borsada işlem gören fonlar (ETF veya kapalı uçlu fonlar) ise genelde basın bülteni yoluyla kamuya ilan yapar⁹⁹⁴.

Bazı eyaletler, tüm hissedarlara yazılı bildirim göndermeyi zorunlu hale getirmiştir. Bazılarında ise bu zorunlu değildir. Yine de fon tüzüğüne bağlı olarak çoğu fon, yatırımcılara mektupla veya elektronik yolla bildirim yapmayı tercih eder. Duyuruda fonun yeni alım işlemlerini durduracağı tarih, varsa pay geri alma (itfa) işlemlerinin askıya alınacağı tarih ve nihai tasfiye (kapanış) tarihi açıkça belirtilir⁹⁹⁵. Fon tasfiye aşamasına girdiğinde, muayyen bir tarihten itibaren yeni yatırımcı alımını kapatır.

⁹⁹¹ John A. Haslem, “Why Have Mutual Fund Independent Directors Failed as Shareholder Watchdogs?”, *Journal of Investing*, 19/1 (2010): 7–12; Howell E. Jackson, *A System of Fiduciary Protections for Mutual Funds*, ERN: Regulation & Supervision (Topic), 2020.

⁹⁹² Weiner, “A Historical Analysis”, 76-84.

⁹⁹³ John A. Haslem, “Normative Transparency of Mutual Fund Disclosure,” *Mutual Funds: Portfolio Structures, Analysis, Management, and Stewardship*, ed. John A. Haslem (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2010), 319–335. Investment Company Act of 1940, 15 U.S.C. § 80 a-1 et seq. (1940).

⁹⁹⁴ Kathleen K. Clarke ve P. Miller, “Complying with the SEC’s New Proxy Voting Rules”, *Journal of Investment Compliance*, 4 (2003): 22–25; Victoria P. Hulick, “Proxy Voting: The Rules and Industry Reaction”, *Journal of Investment Compliance*, 3/4 (2002): 31–35.

⁹⁹⁵ U.S. Securities and Exchange Commission, “Investor Bulletin: Fund Liquidation”, Investor.gov, December 17, 2021. <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-96>. (E.T.12.05.2025)

Yatırımcıların düzenli alım planları varsa, bunların belirli bir tarihte sonlandırılması gerekebilir⁹⁹⁶.

Açık uçlu fonlar genellikle tasfiye kararı ile derhal yeni pay satışını durdururlar. Bu sayede fonun büyümesi önlenir ve mevcut portföy nakde çevrilirken yeni para girişlerinin yarattığı karmaşıklık ortadan kalkar. Fonlar, tasfiye sürecinde yatırımcılara makul bir süre boyunca paylarını normal şekilde paraya çevirme (itfa) imkânı tanır. Yatırımcılar, belirlenen son itfa tarihine kadar paylarını her zamanki gibi fonun net aktif değeri üzerinden paraya çevirme imkanına sahiptir. Birçok fon, bu dönemde yatırımcı çıkışlarını teşvik etmek için varsa erken çıkış ücreti veya benzeri kesintileri kaldırır⁹⁹⁷.

Bazı durumlarda (özellikle para piyasası fonları gibi özel durumlarda) fonun yönetim kurulu, kalan yatırımcıları korumak amacıyla SEC'e bildirimde bulunarak pay itfalarını geçici olarak durdurabilir. Örneğin, SEC'in 22e-3 Kuralı uyarınca, tasfiye kararı alan bir para piyasası fonu, gerekli şartlar oluştuğunda ve Komisyona bildirim yaptıktan sonra yatırımcı pay geri alma taleplerini durdurup portföyü kontrollü şekilde likide edebilir⁹⁹⁸. Ancak bu tür itfa durdurma uygulamaları, genellikle istisnai nitelikte ve yatırımcıların çıkarlarının ciddi risk altında olduğu haller için geçerlidir. Çoğu açık uçlu fonda, tasfiye tarihine dek itfalar olağan şekilde sürer ve yatırımcılar isterlerse tasfiye öncesi fondan ayrılabilir⁹⁹⁹.

Tasfiye döneminde fon yöneticisi, portföydeki menkul kıymetleri kademeli olarak satarak nakde veya kısa vadeli nakit benzeri varlıklara çevirir. Fon, bilinen tüm borç ve yükümlülükleri için ödeme planı yapar, henüz vadesi gelmemiş veya miktarı tam belirli olmayan yükümlülükler için de karşılık ayırır. Örneğin tasfiye masrafları, muhasebe ve hukuk giderleri, saklama ücreti gibi kalemler için fondan bir karşılık ayrılması yaygındır. Böylece, tasfiye sürecinin maliyeti mevcut yatırımcılara eşit şekilde yansıtılır. Fon portföyünde likit olmayan veya satılması zaman alabilecek varlıklar varsa, yönetici bunların elden çıkarılması için yeterli süre tanımak ve gerekirse uzman danışmanlık

⁹⁹⁶ U.S. Securities and Exchange Commission, "Investor Bulletin: Fund Liquidation".

⁹⁹⁷ Gary L. Gastineau, "Protecting Fund Shareholders from Costly Share Trading", *Financial Analysts Journal*, 60/3 (2004): 22-32; Xinge Zhao, "Exit Decisions in the U.S. Mutual Fund Industry", *Mutual Funds*, (2005), <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/97694/1/788388045.pdf>. (E.T. 12.05.2025).

⁹⁹⁸ Code of Federal Regulations, Title 17, § 270.22 e-3 ("Exemption for liquidation of money market funds"), <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/270.22e-3>. (E.T.12.05.2025).

⁹⁹⁹ Weiner, "A Historical Analysis", 76-84. www.dechert.com (E.T. 12.05.2025).

almak durumundadır¹⁰⁰⁰. Bu nedenle, fonun yapısına göre tasfiye kararı ile nihai dağıtım tarihi arasında süre birkaç hafta olabileceği gibi, karmaşık portföylerde aylarca da sürebilir¹⁰⁰¹.

Fon yönetim kurulu, tasfiye planında “*kapanış tarihi*” veya “*tasfiye tarihi*” adlandırılan, fonun yatırım faaliyetine tamamen son vereceği günü belirler. Bu tarih itibarıyla açık uçlu fonlarda kalan tüm varlıklar hesaplanır ve yatırımcılara payları oranında dağıtılır; bu tarihten sonra fon payları geçersiz sayılır. BYF ve kapalı uçlu fonlar için ise genellikle “*işlemden çekilme tarihi*” belirlenir; bu tarih, fon paylarının borsada son işlem gördüğü gün olup, kapanışta kim hangi miktarda paya sahipse dağıtım onlara göre yapılır. Kapanış tarihi yaklaştığında, fonun borsadaki işlemleri durdurulur, varsa borsa kotundan çıkarma işlemleri yürütülür ve menkul kıymetler yasası kapsamında fonun kayıtları kapatılır (SEC'e Form 25 ve ardından fon kayıtlarının iptali için başvuru yapılır)¹⁰⁰². Bu adımlar özellikle kapalı uçlu ve BYF fonları için gerekli olup, açık uçlu fonlarda bu tür borsa işlemleri yoktur¹⁰⁰³.

Tasfiye tarihinden sonra, fon yönetimi, fonun elindeki tüm nakdi ve varsa kalan nakde çevrilebilir ve varlıkları satarak elde ettiği gelirleri, her bir yatırımcının payına düşen oranı hesaplayarak nakit olarak dağıtır. Eğer yatırımcı tasfiye tarihinde hâlâ fon paylarını elde tutuyorsa, fonun kalan varlıklarından payına düşeni almaya hak kazanır. Dağıtım genellikle çek, banka havalesi veya yatırımcının fon hesabına ödeme şeklinde yapılır. Fonun son dağıtım fiyatı, tasfiye sürecindeki son portföy değeri ile piyasadaki likidasyon fiyatlarına bağlı olduğundan, fonun önceki net aktif değerinden bir miktar farklı olabilir¹⁰⁰⁴. Öte yandan, tasfiye tarihinden önce paylarını itfa etmiş olan yatırımcılar zaten pay bedellerini aldıklarından, sadece hala pay sahibi olan yatırımcılara ödeme yapılır.

¹⁰⁰⁰ Weiner, “A Historical Analysis”, 76-84. www.dechert.com

¹⁰⁰¹ Weiner, “A Historical Analysis”, 76; Eduard Inozemtsev ve Andrey Simonov, “Closing of Mutual Funds within Management Company”, *HSE Economic Journal*, 20 (2016): 311–336.

¹⁰⁰² Weiner, “A Historical Analysis”, 76. www.dechert.com ; Inozemtsev ve Simonov, “Closing of Mutual Funds”, 320.

¹⁰⁰³ Grohowski ve Collins, “The Structure and Regulation of Mutual Funds”.

¹⁰⁰⁴ <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-> (E.T.12.05.2025)

Tüm ödemeler tamamlandığında, fon yatırım ortaklığı niteliğini yitirdiği için SEC, nezdindeki kaydının kapatılması süreci sonuçlandırır¹⁰⁰⁵.

Yukarıda özetlenen süreçte en önemli husus, yatırımcıların haklarının ve çıkarlarının korunmasıdır. ABD düzenlemeleri, fon tasfiyesi sırasında yatırımcıların eşit muamele görmesini ve süreç hakkında tam bilgilendirilmesini şart koşar. Örneğin, bir mutual fund tasfiye kararı alındığında bunun “*önemli bir olay*” olduğu kabul edilir ve derhal tüm pay sahiplerine duyurulur. Yatırımcılara fonun kapanış tarihine kadar paylarını normal şartlarda nakde çevirme hakkı tanınır¹⁰⁰⁶.

Birçok fon ailesi, tasfiye sürecinde yatırımcıların isterlerse aynı fon ailesindeki benzer bir fona geçiş yapmalarına olanak tanıyabilir (örneğin tasfiye edilmekte olan fon paylarının, yatırımcının talebiyle komisyonsuz olarak başka bir kardeş fona dönüştürülmesi gibi). Bunun yanında, tasfiye sonrasında da yatırımcıların hukuki başvuru yolları açıktır; eğer tasfiye sürecinde yöneticilerin kusuru nedeniyle yatırımcılar zarara uğrarsa, hukuki yollara başvurarak tazminat talep edilebilir (ABD hukukunda fon yönetimi, yatırımcılara karşı emanetçi sorumluluğu taşır). Ayrıca, SEC yatırımcı haklarının ihlali halinde 1940 Act madde 36/a maddesi kapsamında hukuki işlem başlatabilir¹⁰⁰⁷.

3.3.1.5.3. Fon Yöneticilerinin Sorumlulukları

ABD’de yatırım fonlarında idarecilerin (yönetim kurulu üyeleri ve yatırım danışmanı, portföy yönetim ortaklığı gibi) tasfiye aşamasındaki sorumlulukları hem devlet kuralları hem de emanet sorumluluğu ilkeleri ile oluşur. Yönetim kurulu üyeleri, tasfiye kararı alırken ve süreci denetlerken fon ve yatırımcıların menfaatlerini gözetmek zorundadır¹⁰⁰⁸. Yukarıda değinildiği gibi, eyalet hukukları yöneticiler için genellikle dikkat ve sadakat

¹⁰⁰⁵ Jill E. Fisch, “Promoting Corporate Diversity: The Uncertain Role of Institutional Investors,” *Seattle University Law Review*, 46/2 (2023): 367–390. U.S. Securities and Exchange Commission, IM Guidance Update: *Deregistration of Investment Companies: Applications on Form N-8F*, (Washington, DC: SEC Division of Investment Management, April 2014), PDF, (E.T. 12.05.2025).

¹⁰⁰⁶ Haslem, “Normative Transparency of Mutual “. 319 vd. www.dechert.com (E.T. 12.05.2025).

¹⁰⁰⁷ Murphy, Bourgeois & Price, “How a Fund Dies,” 287. (E.T. 12.05.2025).

¹⁰⁰⁸ Richard H. Farina, John P. Freeman & James Webster, *Mutual Fund Industry: A Legal Survey*, 44 Notre Dame L. Rev. 732 (1969). Available at: <http://scholarship.law.nd.edu/ndlr/vol44/iss5/5> (E.T.12.05.2025).

borcu öngörür, yöneticiler makul bir bilgiyle, iyi niyet çerçevesinde fon için en doğru olduğunu düşündükleri kararı almakla yükümlüdür¹⁰⁰⁹.

Bu kapsamda yönetim kurulu, tasfiye önerisini değerlendirirken alternatifleri (fonu başka bir fonla birleştirme, strateji değişikliği gibi) göz önünde bulundurmalı ve tasfiye kararının gerekçelerini, olası maliyetlerini ve yatırımcı etkilerini ayrıntılı olarak tartışmalıdır. Alınan kararların tutanaklarla belgelendirilmesi ve sürecin şeffaf bir şekilde yürütülmesi, olası anlaşmazlıklarda yöneticilerin “iş adamı kuralı”¹⁰¹⁰ korumasından faydalanmasını sağlar¹⁰¹¹.

Fonun yatırım danışmanı veya portföy yönetim ortaklığı, tasfiye sürecinde önemli yükümlülükler taşır. Bu ortaklık, fiilen fon portföyünü nakde çevirmek, piyasa koşullarını yönetmek ve yatırımcılara ödemelerin düzgün yapılmasını sağlamakla sorumludur. Yatırım danışmanı, 1940 Act ve Yatırım Danışmanları Yasası uyarınca her zaman müşterinin (fonun ve dolayısıyla yatırımcıların) çıkarına uygun hareket etme yükümlülüğüne sahiptir¹⁰¹². Tasfiye süresince danışmanın yükümlülükleri aşağıda sayılmıştır.

3.3.1.5.3.1. Portföyün Tasfiye Planına Uygun Yönetimi

Yatırım danışmanı, yönetim kurulunca onaylanan tasfiye planını icra eder. Belirlenen tasfiye takvimi dâhilinde menkul kıymet satışlarını gerçekleştirirken piyasayı olumsuz etkilememeye ve fonun değerini korumaya özen göstermelidir¹⁰¹³. Özellikle likiditesi düşük varlıklarda, danışman acele satış işlemlerinden kaçınmalı; gerekirse kademeli satış

¹⁰⁰⁹ William K. Sjostrom Jr., “Tapping the Reservoir: Mutual Fund Litigation Under Section 36 (a) of the Investment Company Act of 1940”, *Kansas Law Review*, 54 (2006): 265. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=823346 (E.T.12.05.2025).

¹⁰¹⁰ Türk Hukuk sisteminde bu kavram “iş adamı kuralı” (business judgment rule) ismiyle açıkça düzenlenmemiştir. Ancak TTK madde 369/1 gibi maddelerde, yöneticinin “özen borcu” ve “dürüstlük kuralına” uygun davranması gerekmektedir. Türk öğretisinde bu kavramdan faydalanılmakta ve mahkemeler kararları da bu ilkeyi tanımaktadır.

¹⁰¹¹ Jeffrey B. Gould ve David A. Goldstein, “Plan Fiduciaries Duties after the Mutual Fund Scandals,” *Compensation & Benefits Review*, 37/5 (2005): 17–22 (E.T.12.05.2025).

¹⁰¹² Gould ve Goldstein, “Plan Fiduciaries Duties”, 20.

¹⁰¹³ Marius Popescu ve Zhaojin Xu, “Liquidity Management by Mutual Funds”, *Managerial Finance*, Vol. 49/12 (2023): 1886–1898. <https://doi.org/10.1108/mf-07-2022-0311>. (E.T.12.05.2025).

yöntemine başvurarak veya bağımsız uzman desteği alarak varlıkların adil piyasa değerine en yakın fiyatlarla elden çıkarılmasını sağlamalıdır¹⁰¹⁴.

3.3.1.5.3.2. Masraf ve Borçların Ödenmesi

Yatırım danışmanı, fonun mevcut borçlarını ve tahmini tasfiye masraflarını belirleyerek, bu giderlerin fondan karşılanması için gerekli nakdi ayırmalıdır¹⁰¹⁵. Uygulamada, bazı fon finansörleri veya yönetim ortaklıkları, yatırımcıların menfaatini korumak amacıyla masrafların bir kısmını üstlenmeyi tercih edebilir, ancak kural olarak tasfiye giderleri fon varlıklarından düşülebilir¹⁰¹⁶. Danışman, bu süreçte fonun tüm alacaklılarının (örneğin hizmet sağlayıcıların) ödemelerini almasını ve sadece kalan tutarın yatırımcılara dağıtılmasını temin eder.

3.3.1.5.3.3. Yatırımcı İletişimi ve Eşit Muamele

Yatırım danışmanı ve fon dağıtımcıları, tasfiye sürecinde yatırımcılarla etkin iletişim kurmak, gerekli duyuruları yapmak ve yatırımcıların soru ve taleplerine zamanında yanıt vermekle yükümlüdür. Tasfiye süreci boyunca, fonun günlük işlemlerinde (ör. itfaların durdurulması gibi) bir değişiklik yapılacaksa bu durumu yatırımcılara önceden bildirmek yükümlülüğü vardır¹⁰¹⁷. Ayrıca, herhangi bir yatırımcının diğerine karşı haksız avantaj elde etmemesi için süreç kurallara uygun ve adil biçimde yürütülmelidir¹⁰¹⁸.

¹⁰¹⁴ Sitikantha Parida, *Essays on Delegated Portfolio Management*, (PhD diss., London School of Economics and Political Science, 2012), 72–75. <https://etheses.lse.ac.uk/356/>. www.dechert.com (E.T.12.05.2025)

¹⁰¹⁵ David M. Smith, “Mutual Fund Fees and Expenses”, *Mutual Funds: Portfolio Structures, Analysis, Management, and Stewardship*, ed. John A. Haslem, (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2010), 51–74.

¹⁰¹⁶ Inozemtsev ve Simonov, “Closing of Mutual Funds”, 325.

¹⁰¹⁷ Anne M. Tucker, Yusen Xia ve Susan Navarro Smelcer, “Text, Tone and Legal Language: Analyzing Mutual Fund Disclosure Sentiment”, *American Business Law Journal*, 61/1 (2024): 57–86. <https://doi.org/10.1111/ablj.12239>. James Choi, David Laibson, Brigitte Madrian ve John Beshears, “How Does Simplified Disclosure Affect Individuals’ Mutual Fund Choices?”, *Behavioral & Experimental Finance eJournal* (2009). SEC, “Investor Bulletin: Fund Liquidation”.

¹⁰¹⁸ Agostino Capponi, Paul Glasserman ve Marko Weber, “Swing Pricing for Mutual Funds: Breaking the Feedback Loop Between Fire Sales and Fund Runs”, *Management Science*, 66/8 (2020): 3581–3602. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3353> (E.T.05.06.2025). Thomas Kaspereit, “Mandatory Disclosure of Open-Ended Real Estate Fund Shares”, *International Review of Law and Economics*, (2024).

3.3.1.5.3.4. SEC'e Yasal Bildirimlerin Yapılması

Fonun tasfiye süreci tamamlanırken, yöneticiler SEC'e fonun kayıtlarının silinmesi başvurusu yapmalıdır. 1940 Act m. 8/ (f) uyarınca, bir fon “yatırım ortaklığı” niteliğini yitirdiğinde SEC, talep üzerine o fonun kaydını iptal eder¹⁰¹⁹. Bu işlem için SEC, Form N-8F adlı özel bir form kullanılmasını şart koşturmuştur. Fon yöneticisi, tasfiye bitiminde bu formu doldurarak SEC'e iletir ve Komisyon genellikle 25 gün ilan süresi sonrasında resmi bir karar ile fonun kaydını kapatır¹⁰²⁰. Bu prosedür, yatırım fonunun federal denetim döngüsünden çıkmasını ve kalan son yasal yükümlülüklerinin (raporlama gibi) sona ermesini sağlar.

Sonuç olarak, ABD hukukunda fon yöneticileri, hem yasal uyum (SEC kurallarına, eyalet kanunlarına uygunluk gibi) hem de yatırımcı menfaatinin korunması açısından kapsamlı sorumluluklar üstlenirler. İhmal, kötü niyet veya kural ihlali durumunda yöneticiler hem idari yaptırımlarla (SEC cezaları gibi) hem de hukuki sorumluluklarla (yatırımcı davaları, tazminat yükümlülüğü) karşılaşabilirler. Örneğin, fonun kötü yönetimi sonucu yatırımcılara zarar verilmesi kişisel sorumluluk doğurabilir; nitekim 1940 Act madde 36/ (a) SEC'e, m. 36/ (b) ise yatırımcılara, yöneticilere karşı dava açma imkânı tanımaktadır. Ancak iş adamı kuralı gereği, yöneticiler görevlerini iyi niyetle ve dürüstçe yapmışlarsa tasfiye kararından dolayı sorumlu tutulmaları sınırlıdır¹⁰²¹.

3.3.1.6. BYF'lerin Türk Hukukunda Sona Erme Nedenleri

Türk hukukunda, BYF'lerin sona ermesine ilişkin olarak Kanun ve ikincil düzenlemelerde (tebliğlerde) ayrıntılı hükümlere yer verilmemiştir. Konu SPK'nın III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği m. 28'de düzenlenmiştir. Bu Tebliğ, tüm menkul kıymet yatırım fonlarının kuruluş, yönetim ve sona ermeye ilişkin genel esaslarını belirlemektedir. Bunun yanında, Gayrimenkul Yatırım Fonları (III-52.3 sayılı) ve Girişim Sermayesi Yatırım Fonları (III-52.4 sayılı) gibi fonlar açısından ayrı Tebliğ

¹⁰¹⁹ Domenick Pugliese, Michael Rosella ve David Hearth, “SEC Issues Guidance Update Regarding Enhanced Mutual Fund Disclosure”, *Journal of Investment Compliance*, 15/4 (2014): 11–14.

¹⁰²⁰ U.S. Securities and Exchange Commission, “Investment Company Liquidation Guidance”, SEC Staff Bulletin, 2021. <https://www.sec.gov>, Pugliese, Rosella ve Hearth, “SEC Issues Guidance Update,” 12. (E.T.05.06.2025).

¹⁰²¹ Sjostrom, “Tapping the Reservoir,” 265. www.dechert.com <https://tile.loc.gov/storage-services/service/ll/usrep/usrep559/usrep559335/usrep559335.pdf>.

hükümleri düzenlenmiştir. Fonun bir kurucusu ilgili portföy yönetim ortaklığı vardır ve fon varlıkları bu kurucular tarafından yatırımcılar hesabına yönetilir. Fonun sona erme nedenleri aşağıda açıklanmıştır.

3.3.1.6.1. Belirli Süre Sonunda Sona Erme

III-52.1 sayılı Tebliğ m.28/1-a'ya göre yatırım fonu, belirli bir süre ile sınırlı şekilde oluşturulabilir. Belirli süreli şekilde oluşturulan fonlar da fonun süresi sona erince tasfiyesi kendiliğinden başlar. Örneğin 3 yıl süreli kurulmuş bir fonlar, 3. yılın sonunda aksi bir karar almaksızın feshedilir.

3.3.1.6.2. Feshin İhbar Edilmesi ile Sona Erme

III-52.1 sayılı Tebliğ m.28/1-b'ye göre fon süresiz olarak kurulmuşsa, kurucu portföy yönetim ortaklığı, SPK'dan uygun görüş aldıktan sonra en az 6 ay önceden fesih ihbarı yapmak suretiyle fonu tek taraflı olarak sona erdirebilir. Bu durumda kurucu, fonun faaliyetini sonlandırmak istediğinde bunu SPK'ya bildirerek, Kurul'un onayını aldıktan sonra fesih kararını kamuya ilan eder ve bildirimin ilanından itibaren altı aylık sürenin dolmasıyla birlikte, fon kendiliğinden feshedilmiş sayılır ve tasfiye süreci başlatılır.

3.3.1.6.3. Faaliyet Şartlarının Yitirilmesi ile Sona Erme

III-52.1 sayılı Tebliğ m.28/1-c hükmünde özellikle, kurucunun sermaye piyasasında fon kurma ve yönetme yetkisini kaybetmesi (örneğin, portföy yönetim ortaklığı lisansının SPK tarafından iptal edilmesi durumunda) fonun sona ermesi sonucunu doğurur. Bu düzenleme, kurucunun yasal olarak fon yönetme ehliyetini kaybettiği hallerde, fonun faaliyetlerine devam etmesinin mümkün olmadığını açıkça ortaya koyar.

3.3.1.6.4. Kurucunun Mali Durumunun Bozulması ile Sona Erme

III-52.1 sayılı Tebliğ m.28/1-ç hükmünde, BYF'ler kurucunun mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflaması, iflas etmesi veya tasfiye edilmesi halinde sona erer. Kurucunun iflası halinde SPK, fonu korumak için tedbirler alır (başka bir yönetime devretmek gibi) ancak sonuçta mevcut kurucuyla fon devam edemez.

3.3.1.6.5. SPK'nın Kararı ile Sona Erme

III-52.1 sayılı Tebliğ m.28/1-d'ye göre, fonun kendi mali yükümlülüklerini karşılayamaz halinde olması ve benzer nedenlerle fonun faaliyetinin yatırımcıların faydasına olmayacağının SPK tarafından tespit edilmesi halinde, sona ermesi söz konusudur. Örneğin, fonun portföy büyüklüğünün önemli ölçüde küçülmesi, giderlerini karşılayamaması veya piyasa koşullarının fonu işlevsiz kılması durumlarında, SPK kamu yararı ve yatırımcıların koruması amacıyla fonun tasfiye edilmesini isteyebilir.

Yukarıdaki şartlar çerçevesinde, Türk hukukunda düzenlemelerin hem isteğe bağlı tasfiye (kurucunun feshi kararı gibi) hem de zorunlu tasfiye (SPK kararı veya kurucunun iflası gibi haller) durumlarını kapsadığını göstermektedir. Özellikle SPK'nın III-52.1 sayılı Tebliğ m. 28/1-d hükmündeki SPK'nın yatırımcı menfaati için fonu sonlandırma yetkisi, AB ülkelerindeki düzenleyici müdahalelere benzer şekilde bir güvenlik sağlar.

Konu incelendiğinde, Türkiye'deki mevzuat düzenlemelerinde esas olan düzenleyici otorite, SPK merkezli bir yaklaşımın bulunmasıdır. Fonun kurulma aşaması, devamındaki süreç ve sona erdirilmesi konularında SPK'nın onayı ve yönlendirmesi kritik öneme sahiptir. Özellikle, kurucunun kararıyla fesihte SPK'nın uygun görüşünün alınması şartı, yatırımcı menfaatine aykırı olabilecek, ani olabilecek sona ermenin önüne geçmeyi amaç edinmiştir. Ayrıca SPK, gerektiğinde resen tespit yaparak (SPK'nın III-52.1 sayılı Tebliğ m. 28/1-d hükmü) fonun menfaate aykırı şekilde sürdürülmesini engelleyebilir. Bu da ABD'de mevzuatında olmayan, Türkiye'ye özgü bir koruyucu mekanizma şeklinde değerlendirilebilir.

3.3.1.7. Fonun Tasfiye Aşaması

SPK'nın III-52.1 sayılı Tebliğ m. 28/ (2)'ye göre fon mal varlığı, içtüzük ve izahnamede belirlenen prensiplere göre tasfiye edilecektir. Tasfiye bakiyesi, katılma payı sahiplerine payları oranında dağıtılır. Tasfiye halinde sadece katılma payı sahiplerine ödeme yapılabilir. Fesih ihbarı gerçekleştikten sonra yeni katılma payı ihracı söz konusu değildir. Tasfiye gerçekleştikten sonra kesinlikle katılma payı ihraç edilemez ve mevcut paylar geri alınamaz.

Tasfiye işlemlerine ilişkin olarak, SPK'nın III-52.1 sayılı Tebliğ m. 28/1-(b) bendinde yer alan altı aylık süre sonunda halen fona iade edilmemiş katılma paylarının bulunması durumunda, III-52.1 sayılı Tebliğ m 28/3'e göre katılma payı sahiplerinin satış talimatı beklenmeden pay satışları yapılarak ele geçirilen tutarlar kurucu ve katılma payı alım satımı yapan kuruluş tarafından açılacak hesaplarda yatırımcılar adına ters repoda yada SPK tarafından uygun görülen diğer sermaye piyasası araçlarında nemalandırılır. Türkiye'de bir yatırım fonunun sona ermesine karar verildiğinde, bunu takip eden tasfiye süreci SPK'nın III-52.1 sayılı Tebliğ m. 28 ve ilgili düzenlemeler çerçevesinde yürütülür.

Tebliğ çerçevesinde açıklanan tasfiye sürecinin temel aşamaları ve yatırımcı hakları sırasıyla aşağıdaki şekildedir.

3.3.1.7.1. SPK Bildirimi ve Kamuya İhbar

6362 sayılı SerPK m. 54/1-a'ya göre, fonun feshi söz konusu olduğunda gerek kurucunun kendi kararıyla fesih gerek SPK'nın talebiyle fesih olsun, kurucu, öncelikle SPK'ya durumu bildirerek onay almalıdır. Özellikle kurucunun inisiyatifiyle fesih halinde, SPK'nın uygunluk görüşünden sonra kurucu fesih kararını en az 6 ay önceden kamuya ihbar eder. Bu fesih ihbarı, yatırımcıların bilgilendirilmesi açısından büyük önem taşır ve KAP aracılığıyla duyurulur. SPK mevzuatı uyarınca, yatırım fonları önemli gelişmeleri KAP'ta yayınlamak zorundadır; fesih kararı da yatırımcılara KAP açıklaması ve gerekirse basın ilanı yoluyla iletilir. İhbar metninde, fonun hangi tarihte faaliyetini sonlandıracağı (6 aylık sürenin bitimi) belirtilir. Bu 6 aylık ihbar süresi, yatırımcılara hazırlık yapma ve isterlerse fonu daha erken terk etme imkânı sağlar.

3.3.1.7.2. Yeni Katılma Payı İhracının Durdurulması

III-52.1 sayılı Tebliğ m. 28/2 fesih ihbarı yapıldıktan sonra fonun yeni katılma payı çıkaramayacağına hükmeder. Yani fon, fesih kararı alındıktan ve bu ilan edildikten sonra, artık yeni yatırımcı kabul etmez, yeni katılma payı satışı durur. Bu uygulama, ABD hukukundaki “*yeni alımın kapatılması*” adınının karşılığıdır ve mevcut fon büyüklüğünün sabitlenerek tasfiyeye hazırlanmasını sağlar.

3.3.1.7.3. Yatırımcıların Ayrılma Hakkı (İtfalar)

Türkiye’deki açık uçlu yatırım fonlarında, yatırımcılar istedikleri zaman fon paylarını fona iade etme hakkına sahiptir. Fesih kararı sonrasında da tasfiye anına kadar yatırımcılar fon paylarını normal şekilde iade edebilirler. III-52.1 sayılı Tebliğ m. 28/2 fesih ihbarından sonra yeni pay ihracı yapılamayacağını; tasfiye anından itibaren ise pay ihracı ve geri alımının duracağını belirtir. Buradan anlaşıldığı üzere, tasfiye anına (yani 6 aylık sürenin sonuna) kadar mevcut yatırımcılar fonlarını satabilir, ancak tasfiye anıyla birlikte fon payları dondurulur.

Uygulamada, kurucu, fesih kararı ilan edildiğinde bunu yatırımcılara duyurur ve 6 ay boyunca isteyen yatırımcıların günlük alım-satım esaslarına göre fondan ayrılmalarına imkân tanır. ABD’den farklı olarak, Türkiye’de bu süreçte erken çıkış komisyonu gibi bir kavram bulunmamaktadır, zira Türkiye fonlarında genelde giriş çıkış ücretleri olmaz veya çok düşüktür.

3.3.1.7.4. Tasfiye Anı ve Portföyün Nakde Çevrilmesi

İhbar süresinin sonunda, ilan edilen tasfiye tarihinde fon resmen sona erer. Bu noktada kurucu, fonun kalan portföyünü nakde dönüştürmeye başlar. III-52.1 sayılı Tebliğ m. 28/3’e göre, fon mal varlığı, içtüzük ve izahnamede belirtilen ilkelere göre tasfiye edilir ve kalan bakiye yatırımcılara dağıtılır. Fonun varlıkları, önce fonun kendi borçları ödenmek suretiyle kullanılır; kalan net varlık tutarı tüm katılma payı sahiplerine oransal olarak paylaştırılacaktır.

Türkiye uygulamasında, fon varlıkları başkasına devredilemez, yalnızca nakde çevrilir. Örneğin, bir menkul kıymet yatırım fonu ise tüm pay senedi ve tahviller satılıp nakit elde edilir, bir gayrimenkul yatırım fonu söz konusuysa eldeki taşınmazlar satılarak likidite sağlanır. Bu satış işlemleri, fesih ilanından itibaren başlatılıp 6 ay içinde büyük oranda tamamlanabilir veya tasfiye anı itibarıyla hızlıca yapılabilir (fon türüne göre değişir). Portföy saklayıcısı (genelde banka), bu süreçte kurucunun talimatlarıyla varlıkların satış ve nakit hale getirilmesi işlemlerini gerçekleştirir.

3.3.1.7.5. Ödemelerin Yatırımcılara Yapılması

Fonun tasfiye bakiyesi ortaya çıktığında, tüm yatırımcılara payları oranında ödeme yapılır. III-52.1 sayılı Tebliğ m. 28/3, tasfiye durumunda yalnızca katılma payı sahiplerine ödeme yapılabileceğini hükme bağlamıştır. Bu düzenleme, fon varlıklarından yatırımcılar haricinde kimsenin (örneğin kurucunun) bir hak iddia edemeyeceği anlamına gelir. Fonun ticari borçları varsa öncelikle onlar ödenir, ancak bunlar ödendikten sonra kalan net tasfiye bakiyesi dağıtılır ve kurucu veya üçüncü kişiler fonun tasfiye bakiyesinden pay alamaz. Dağıtım öncesinde, her bir yatırımcının sahip olduğu pay sayısına göre hak edişi hesaplanır. Ödemeler genellikle yatırımcıların hesaplarına banka havalesi şeklinde yapılır. Yatırımcıların bu ödemeyi alabilmeleri için genellikle fon hesaplarında güncel banka bilgilerinin olması gerekir. Kurucu bu konuda gerekli duyuruyu yapar.

3.3.1.7.6. Unutulan Paylar ve Emanet Hesabı

III-52.1 sayılı Tebliğ, tasfiye sonrasında hâlâ fonu iade etmemiş paylar kalması ihtimalini de düzenler. III-52.1 sayılı Tebliğ m 28/3'e göre, kurucunun fesih ihbarıyla tanıdığı 6 aylık süre sonunda hâlâ fonu elde tutan yatırımcılar varsa, bunların talimatı beklenmeksizin kurucu bu payları fon portföyünden nakde çevirir ve karşılık gelen tutarı onlar adına açılacak hesaplarda nemalandırır. Yani tasfiye anında fonunu satmamış yatırımcı kalmışsa, kurucu onların paylarını satarak elde ettiği nakdi emanete alır ve ters repo veya benzeri güvenli araçlarda değerlendirir. Bu tutarlar, yatırımcı ne zaman talep ederse kendisine ödenecektir. Böylece, tasfiye sonunda fon tamamen nakde dönüşmüş ve aktif bir yatırım kalmamış olur. Bu düzenleme, yatırımcıların unutkanlığı veya ulaşılabilir olmaması halinde bile hak kaybı yaşamamaları için getirilmiştir; her halükârda fon mal varlığı yatırımcıya nakit olarak hazır tutulur.

3.3.1.7.7. Tescil ve Kaldırma İşlemleri

Yatırım fonu tüzel kişiliği olmadığı için ticaret sicili kaydı bulunmasa da şemsiye fon yapısı varsa (birden fazla alt fonu içeren çatı fon), onun tasfiyesi ticaret siciline tescil edilebilir. III-52.1 sayılı Tebliğ m 28/4 hükmü, şemsiye fonun tasfiyesinde de aynı hükümlerin uygulanacağını belirtir. Ayrıca fonun kamuyu aydınlatma döngüsü sona erer.

KAP'ta gerekli son bildirimler yapılarak fonun artık faaliyet göstermediği duyurulur. SPK, fonun tasfiye olduğunu kendi kayıtlarına işler. Fonun izahnamesi, yatırımcı bilgi formu gibi belgeleri de hükümsüz hale gelir. İlerleyen dönemde, eğer aynı isimde bir fon yeniden kurulmayacaksa, fonun adı listelerden kaldırılır.

Türkiye uygulamasında yatırımcıların bilgilendirilmesi ve haklarının korunması, yasal düzenlemelerle güvence altındadır. Örneğin, III-52.1 sayılı Tebliğ m. 28 çerçevesinde bir fonun içtüzüğünde ve izahnamesinde, fonun süresi, sona erme şartları ve tasfiye esasları en baştan belirtilir. Son yapılan değişikliklerle, fonların tasfiye şekline ilişkin esasların KAP'taki sayfalarında yatırımcıların erişimine sunulması zorunlu hale gelmiştir. Bu sayede yatırımcılar, fonu alırken bile ileride nasıl bir tasfiye süreci işleyeceğini önceden bilmektedir. Fesih ihbarı sürecinde KAP duyurusu yapılarak yatırımcılara 6 ay önceden haber verilmesi kuralı, şeffaflığı sağlar ve yatırımcıların sürpriz bir şekilde fon kapanışıyla karşılaşmasını önler.

Yatırımcı haklarının korunması bakımından, Türk mevzuatında fon varlıklarının özel bir statüsü olduğunu vurgulamak gerekir. III-52.1 sayılı Tebliğ m. 5/1'e göre fon mal varlığı, kurucunun mal varlığından ayrıdır ve kurucunun borçları için haczedilemez. Ayrıca 6362 sayılı SerPK m. 53/1'e göre *"fonun mal varlığı, portföy yönetim şirketi ve portföy saklama hizmetini yürütecek kuruluşun mal varlığından ayrıdır"*. Kanun, fon varlıklarının sadece fon adına yapılan işlemler ve yatırımcı alacakları için kullanılabileceğini; kurucunun iflası durumunda dahi fon varlıklarının kurucunun masasından ayrı tutulacağını hükme bağlamıştır. Bu, tasfiye halinde fon portföyünün tam olarak yatırımcılara tahsis edilmesini garanti eder. Nitekim kurucunun iflasında SPK'nın fonu başka bir yönetime devrederek tasfiyeyi gerçekleştirmesi öngörülmüştür. Bu durumda dahi yatırımcılar fon varlıkları üzerinde hak sahibidir ve kurucunun alacaklıları fon varlıklarına el koyamaz.

Özetle, Türkiye'de tasfiye prosedürleri, ABD'ye benzer şekilde portföyün nakde çevrilip dağıtılması esasına dayanmakla birlikte, zamanlama ve idari onay süreçleri açısından farklılık gösterir. Türkiye'de yatırımcılar, 6 aylık geçiş dönemi boyunca istedikleri zaman çıkma hakkına sahiptir ve fonun tasfiyesi sonunda paylarına düşen tutarı almaları yasal güvence altındadır. ABD mevzuatında da yatırımcılara fonun kapanış tarihine kadar paylarını normal şartlarda nakde çevirme hakkı tanınır. Fonlar, tasfiye sürecinde yatırımcılara makul bir süre boyunca paylarını normal şekilde paraya çevirme (itfa)

imkânı tanır. Türkiye’de bilgilendirme, KAP duyuruları ve gerektiğinde doğrudan yatırımcı iletişimiyle sağlanır. Ayrıca fonun tasfiyesi, kurucunun tek taraflı kararıyla değil, SPK gözetimiyle gerçekleştiğinden, kamu otoritesi yatırımcı haklarının zedelenmemesini temin eder. Aşağıda konuya ilişkin birbirine benzerliğinden dolayı AB, ABD ve Türkiye sermaye piyasasının ayrıntılı karşılaştırılması yapılmıştır.

3.3.1.8. Fonların Sona Ermesinin Karşılaştırılmalı Hukuk Açısından Değerlendirilmesi

Türk mevzuatındaki fon sona erdirmeye hükümleri, büyük ölçüde AB uygulamalarıyla paraleldir. Örneğin, fonun süresinin dolması, kurucunun kararı veya iflası gibi sebepler genel sona erme sebepleridir ve hem AB’de hem Türkiye’de benzer şekilde düzenlenir. Türkiye’de kurucunun SPK onayı ile fesih ilan etmesi ve 6 ay sonra fonu kapatması kuralı, AB ülkelerinde de yaygın bir uygulamadır (örneğin Lüksemburg’da fon tasfiye kararı genelde 3-6 ay önceden yatırımcılara duyurulur¹⁰²²). Ancak Türkiye’de bunun tebliğ ile zorunlu kılınmış olması yatırımcı lehinedir, zira en az 6 ay süre tanınması fonu kapatan kuruluşa yükümlülük getirmiştir.

Türkiye’de depo kurumunun, saklayıcı bankanın tasfiye rolü konusunda, AB’ye kıyasla daha fazla, düzenleyici kurum olan SPK müdahalesi söz konusudur. AB’de kural olarak depo bankası fonu devralırken, Türkiye’de SPK uygun görürse tasfiye sürecini başka bir yöneticiye devretme yoluna gider. Yine de uygulamada SPK’nın öncelikle fonun saklayıcısı banka ile iletişime geçtiği ve onun vasıtasıyla süreci yürüttüğü söylenebilir.

Yatırımcı bilgilendirmesi ve koruması açısından, Türkiye’deki düzenlemeler, AB standartlarını büyük ölçüde yakalamıştır. Örneğin, AB’de de genel bir kural olan tasfiye ilanından sonra yeni pay ihraç edilmemesi, Türk mevzuatında da geçerli bir durumdur, bu durum açıkça ifade edilmiştir. Tasfiye bakiyesinin sadece yatırımcılara ait olması da aynı şekilde AB’de zımnen geçerli bir ilkedir. Türkiye sermaye piyasası hukukunda bu durum düzenlenmiştir.

¹⁰²² Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Law of 17 December 2010 Relating to Undertakings for Collective Investment, https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/L_171210_UCI.pdf.

Diğer husus da Türkiye’de tasfiye süreçlerinin genel olarak SPK onayına tabi olması ve SPK’nın süreci yönlendirmesidir. AB’de ise düzenleyici onayı bazı ülkelerde (Fransa gibi) gerekirken, bazılarında sadece bildirimle yetinilir. Türkiye, Fransız modeline benzer şekilde, neredeyse her durumda SPK’nın “*uygun görüşünü*” aramaktadır. Bu bürokrasi gibi görünse de yatırımcı çıkarlarının korunması adına bir kontrol mekanizması sunar.

3.3.1.9. Türkiye-ABD Açısından Fonların Sona Ermesinin Değerlendirilmesi

Yatırım fonlarının son aşaması olan sona erme ve tasfiye süreci hem ABD hem de Türkiye’de yatırımcıların korunması amacıyla ayrıntılı şekilde düzenlenmiştir. ABD’nin federal mevzuatı Investment Company Act of 1940 ve ilgili SEC düzenlemeleri ile Türkiye’nin sermaye piyasası mevzuatı, 6362 sayılı Kanun ve SPK Tebliğleri arasında, bu konuda, önemli paralellikler bulunmakla birlikte, yapısal olarak ve prosedür açısından bazı farklar mevcuttur. ABD’de fonlar ayrı birer yatırım ortaklığı olarak varlık gösterir ve gönüllü tasfiye kararları esnek biçimde alınabilirken, Türkiye’de fonların kurucusunun tüzel kişiliği içinde konumlanması ve inançlı mülkiyet yapısı, tasfiye süreçlerine daha sıkı düzenleyici bir çerçeve kazandırmıştır¹⁰²³.

Her iki sistem de tasfiye sırasında şeffaflık, eşit muamele ve yatırımcının anaparasına erişimin sağlanması ilkelerini gözetir. ABD’de bu, ortaklıklar hukuku ve piyasa pratiğiyle sağlanırken Türkiye’de belirli süre şartları ve SPK onay mekanizması ile gerçekleştirilmektedir. Yatırımcılar açısından bakıldığında, ABD’de bir fon yatırımcısı tasfiye kararına bazen oyuyla katılabildiği halde Türkiye’de yatırımcının böyle bir hakkı yoktur, ancak her iki yatırımcı da fon kapanırken parasını alacağı konusunda eşit hakka sahiptir. Fon yöneticileri açısından, ABD’deki yöneticiler işlerini iyi niyetle yaptıkları sürece geniş bir takdir alanı ve hukuk koruması ile çalışırken, Türkiye’deki yöneticiler adım adım mevzuatın çizdiği rotayı izler ve SPK gözetimine tabidir.

ABD’de fonların sona ermesi büyük ölçüde piyasa ve performans kaynaklı kararlara dayanırken, Türkiye’de ise sermaye piyasası mevzuatı fonun sona erdirileceği halleri

¹⁰²³ Eşref Savaş Başcı ve Fatih Memiş, “A Comparison of the Performances of Type A Mutual Funds Before and After 2008 Global Economic Crisis in Turkey,” *Journal of Social and Administrative Sciences*, 1/1 (2014): 3–8. https://www.econstor.eu/bitstream/10419/105833/3/A1-Esref_3-8.pdf (E.T.05.06.2025) Gözde Ünal ve Ömer Faruk Tan, “Performance Evaluation of A-Type Turkish Mutual Funds in the Era. of Quantitative Easing”, *Yildiz Social Science Review*, 2/1 (2015): 35–46. <https://dergipark.org.tr/tr/download/issue-file/3369>.

belirli koşulları açıkça tanımlayarak öngörmüştür. ABD’de yaygın sona erme nedenleri arasında fon performansının düşmesi, yatırımcı çıkışları nedeniyle fonun küçülmesi veya yönetim giderlerinin karşılanamaması gibi durumlar olup, bu kararı alma inisiyatifi öncelikle fon yönetim kuruluna aittir¹⁰²⁴. Türkiye’de ise fonun sona erme nedenleri arasında kurucunun iflası veya kurucunun inisiyatifi de sayılmakla beraber, bunlar ancak SPK onayı ile devreye girecektir¹⁰²⁵. Bir başka deyişle, ABD’de fon yönetimi “*fonun artık devam etmesi mantıklı değil*” diyerek tasfiyeye yönelebilir; Türkiye’de ise “*fonun devamı yatırımcı yararına değilse*” SPK bunu durdurabilir.

Türkiye mevzuatında, süreli şekilde kurulan fon kavramı söz konusudur, fon süresi dolunca kendiliğinden sona erer. ABD’de fonlar genellikle belirsiz süreli kurulup, bitiş tarihi öngörülmez¹⁰²⁶. Yine, ABD’de fon portföy ortaklığı iflas ederse, fon kendiliğinden sona ermez, yönetim başka bir danışmana geçerek fonu sürdürülebilir (hissedar onayıyla yeni danışman atanabilir)¹⁰²⁷. Türkiye’de ise kurucunun iflası halinde fonun tasfiyesi veya devri öngörülür. Bu fark, ABD’de fonların ayrı tüzel kişilik yapısına sahip olmasından, Türkiye’de ise kurucu ile fonun iç içe yapısından, fonun tüzel kişiliğinin bulunmamasından kaynaklanır¹⁰²⁸. Sonuç olarak, ABD’de sona erme nedenleri esnek ve içsel (piyasa dinamikleri), Türkiye’de ise düzenlemelerle belirginleşmiş ve dışsal (objektif koşullar) olarak nitelendirilebilir.

Her iki ülkede de tasfiye sürecinin temel adımları benzerdir. Fonun yeni işlemlere kapatılması, portföyün nakde çevrilmesi, borçların ödenmesi ve kalan tutarın yatırımcılara dağıtılması şeklindeki genel çerçeve her iki sistemde de benzerdir¹⁰²⁹. Ancak zamanlama, onay mekanizmaları ve bazı uygulama detayları farklılık gösterir.

ABD’de tasfiye süreci, yönetim kurulu kararının ardından derhal başlayabilir; fonun büyüklüğüne ve varlık likiditesine göre haftalar içinde tamamlanabilir¹⁰³⁰. Türkiye’de kurucunun kararı ile fesihte 6 aylık bekleme süresi bulunur. Bu süre, yatırımcıların hazırlanması ve çıkış işlemleri için bir tampon dönem işlevi görürken ABD’de bu kadar

¹⁰²⁴ Inozemtsev ve Simonov, “Closing of Mutual Funds”, 322.

¹⁰²⁵ SPK Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1), m. 52, 6362 sayılı SerPK, m. 54.

¹⁰²⁶ Palmiter, “Mutual Fund Boards”, 172.

¹⁰²⁷ <https://www.dechert.com> (E.T.05.06.2025).

¹⁰²⁸ Heuberger ve Oesterhelt, “Collective Investment Vehicles”, 34.

¹⁰²⁹ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 45.

¹⁰³⁰ Inozemtsev ve Simonov, “Closing of Mutual Funds”, 322.

uzun ön bildirim zorunlu değildir (eyalet kanunlarına göre hissedar toplantısı gerekirse belki birkaç hafta ıla birkaç ay sürebilir, ancak kanunen 6 ay bekleme süresi bulunmamaktadır).

ABD’de hissedar onayı gerekip gerekmediği onay mekanizması açısından fonun yapısına bağlıdır (örneğin Maryland kanunlarına göre bazı durumlarda gerekebilir, Delaware tröstlerinde gerekmebilir)¹⁰³¹. Türkiye’de yatırımcı onayı gibi bir kavram yoktur, tasfiye tamamen kurucu ve SPK ekseninde yürür¹⁰³².

Bir başka farklılık, kamusal duyuru yöntemlerindedir. ABD’de fonlar genelde, mektup ile hissedarlara bildirir ve SEC dosyalamalarını (form N-8F, prospectus sticker vs.) yapar¹⁰³³. Türkiye’de KAP duyurusu esastır ve ticaret sicili ilanı kullanılabilir. Yatırımcıya birebir bildirim (mektup) yasal olarak zorunlu değildir; ancak uygulamada dağıtıcı kurumlar müşterilerini bilgilendirebilir.

Tasfiye işlemlerinde, ABD fonları genelde itfaları belirli bir tarihe kadar açık tutup sonra kapatır. Türkiye’deki fonlar da benzer biçimde tasfiye anına kadar itfayı kabul eder. ABD’de bazı fonlar tasfiye öncesi bir başka fona otomatik transfer seçeneği sunabilirken¹⁰³⁴, Türkiye’de böyle bir uygulama yoktur. Ancak SPK düzenlemeleri fonların birleşmesini ayrı bir madde de düzenlemiştir. Örneğin benzer strateji yapısı olan iki fon birleştirilebilir.

ABD’de SEC’e “*kayıt kapatma*” başvurusu (Form N-8F) yapılması gerekirken¹⁰³⁵, Türkiye’de SPK nezdinde benzer bir “*kayıt kapatma*” işlemi kendiliğinden gerçekleşir (zaten fon kayıtlı bir ihraççı değildir, SPK fon listesinden çıkarır). Genel olarak, ABD’de tasfiye prosedürü, ortaklıklar hukuku ve SEC uygulamaları ekseninde ilerleyen esnek bir

¹⁰³¹ <https://www.dechert.com> (E.T.05.06.2025). Palmiter, “Mutual Fund Boards”, 172.

¹⁰³² Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 78.

¹⁰³³ Inozemtsev ve Simonov, “Closing of Mutual Funds”, 322; Yavuz Gül ve Serpil Altinirmak, “Evaluation of the Performance of Turkish Equity Umbrella Funds Using the Morningstar Rating System”, *Journal of Capital Markets Studies*, 2/1 (2018): 23–36. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/453607>. (E.T.05.06.2025).

¹⁰³⁴ Hale Yalçın ve Sema Dube, “Impact of Economic and Market Factors on the Market Liquidity Timing Ability of Mutual Fund Managers in Turkey”, *International Journal of Emerging Markets*, 18/9 (2021): 2072–2085. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-12-2020-1517> (E.T.05.06.2025).

¹⁰³⁵ Inozemtsev ve Simonov, “Closing of Mutual Funds”, 321. SEC. Form N-8F: Application for Deregistration of Certain Registered Investment Companies. Washington, DC: SEC. Retrieved June 26, 2025, from <https://www.sec.gov/files/formn-8f.pdf>. (E.T.05.11. 2025).

süreç, Türkiye’de ise Tebliğ ile oluşturulmuş ve SPK denetiminde bir süreç olarak tanımlanabilir¹⁰³⁶.

ABD ve Türkiye mevzuatlarının her ikisi de yatırımcıların tasfiye sürecinde korunmasını hedeflese de bunu sağlama yöntemleri farklıdır¹⁰³⁷. Bilgilendirme açısından, ABD’de fonlar gerekli gördükleri çeşitli yollarla (prospektüs eki, mektup, basın açıklaması gibi) duyuru yapabilir. Türkiye’de tek merkezli bir elektronik platform olan KAP üzerinden duyuru zorunludur ve düzenleyici şeffaflık sağlanır¹⁰³⁸. ABD’de bazı eyalet kanunlarına göre bazı durumlarda yazılı bildirim şarttır. Türkiye’de 6 ay önceden KAP’ta yapılan ilan yazılı bildirim işlevini görür. Her iki durumda da yatırımcılar fonun kapanacağı tarih, yeni alımların duracağı ve ödeme alacakları zaman konusunda bilgilendirilir¹⁰³⁹.

Hakların korunması yönüyle, ABD’de yatırımcıların en temel hakkı tasfiye öncesi paylarını istedikleri zaman net aktif değer üzerinden geri satabilmeleridir¹⁰⁴⁰. Türkiye’de de aynı hak mevcuttur. ABD’de ek olarak fon yönetimi yatırımcılara alternatif sunabilir (başka fona geçme teklifi, vs.). Türkiye’de ise bu uygulama yaygın değildir; yatırımcı isterse kendisi parasını alıp başka fona yatırım yapabilir, ancak kendiliğinden işleyen bir geçiş mekanizması bulunmamaktadır.

Her iki ülkede de tasfiye sonunda yatırımcılar payları oranında oransal bir dağıtım alırlar. Bu, evrensel bir ilkedir. Fonun borçları ödendikten sonra kalan tüm değerler yatırımcıların hakkıdır¹⁰⁴¹. Türkiye’de 6362 sayılı Kanun m. 53/3 “...yalnızca katılma payı sahiplerine ödeme yapılabilir” hükmü bunu açıkça vurgular. ABD’de de fiilen aynı sonuç geçerlidir; fonun kalan değeri ortaklara aittir, danışman veya diğer taraflar pay alamaz.

¹⁰³⁶ Arman T. Tevfik ve Gürman Tevfik, “Investment Fund Industry In Turkey: A Descriptive Study”, *Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8/15 (May 2006): 213-223.

¹⁰³⁷ Sjostrom, “Tapping the Reservoir,” 265. Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma”, Mondaq (2021).

¹⁰³⁸ Tevfik ve Tevfik, “Investment Fund Industry in Turkey”, 213–223.

¹⁰³⁹ Inozemtsev ve Simonov, “Closing of Mutual Funds”, 320.

¹⁰⁴⁰ <https://www.dechert.com> (E.T.05.06.2025). Yalçın ve Dube, *Market Liquidity Timing Ability*, 5.

¹⁰⁴¹ Fatih Temizel ve Berfu Ece Bayçelebi, “Yatırım Fonu Performans Değerlemesinde Güncel Yaklaşımlar ve TEFAS Sonrası Dönem İçin Türkiye Önerisi”, *Business and Management Studies: An International Journal*, 3/3 (2016): 273–289 (E.T.05.06.2025).

Yasal koruma mekanizmaları açısından bazı farklar bulunur. Türkiye’de fon varlıklarının ayrı tutulması, ayrı mal varlığı statüsü yatırımcıları koruyan güçlü bir hukuk kalkanıdır; kurucunun mali sorunları yatırımcılara sirayet etmez. ABD’de fon zaten ayrı bir tüzel kişilik olduğu için (örneğin ayrı bir ortaklık veya tröst) varlık ayrılması doğal yoldan sağlanır¹⁰⁴². Ayrıca ABD’de yatırımcılar fon yönetimine karşı ihmal durumunda dava açabilir, Türkiye’de de genel hükümlere göre sorumluluk davası açılması mümkündür. Ancak uygulamada yatırımcılar genelde SPK’ya şikâyet yolunu tercih eder ve SPK’nın yaptırımları devreye girer. Yani ABD’de yatırımcıların bireysel hukuki yolları biraz daha belirgin (örneğin, toplu dava kültürü, federal dava imkânı), Türkiye’de ise idari gözetim (SPK’ya başvuru) birincil savunma hattıdır¹⁰⁴³.

Diğer bir önemli fark, yatırımcıya tanınan söz hakkı konusundadır. ABD’de kapalı uçlu fon hissedarları fonun yapısına göre, tasfiye gibi konularda oy kullanabilir. Türkiye’de ise yatırımcıların böyle bir oy mekanizması yoktur. Yatırımcılar, fonun devamını istemeseler dahi oyla etkileyemez; bunun yerine ellerindeki payları satarak (itfa ederek) fiilen fondan çıkma haklarını kullanırlar. Dolayısıyla kontrol hakları açısından ABD fon sahipleri ortaklık hissedarına daha yakın haklara sahipken, Türkiye’de fon sahipleri daha pasif konumdadır; onların hakları SPK ve sözleşme (izahname) üzerinden korunur, yönetime katılma hakları yoktur.

ABD ve Türkiye’de fon yöneticilerinin yatırımcı karşısında sorumluluğu olsa da sorumluluğun kaynağı ve denetimi farklılık gösterir. ABD’de fon yöneticilerinin yükümlülüğü büyük ölçüde hukuki yaptırımlarla ve hissedar denetimiyle şekillenir. Türkiye’de ise yöneticilerin yükümlülükleri daha çok düzenleyici kurallar ve idari yaptırımlarla pekiştirilmiştir¹⁰⁴⁴. Örneğin Türkiye’de her fon için bağımsız bir kurul olmadığı için, yatırımcıyı koruyacak yapı SPK ve saklama kuruluşunun denetimidir. Kurucu ortaklıkların SPK’dan onay olması, sermaye yeterliliği ve yöneticilerinin uygunluk denetimine tabi olması bu yüzden önemlidir.

¹⁰⁴² Hakkı Öztürk ve Tayfun Özkan, *Asset Management and The Case of Turkey: Risk Adjusted Performance Evaluation of Turkish Mutual and Pension Funds*, 260. Frankfurt am Main: Peter Lang GmbH, Internationaler Verlag der Wissenschaften, Temmuz 2022. ISBN 978-3631879535.

¹⁰⁴³ Temizel ve Bayçelebi, *TEFAS Sonrası Türkiye Önerisi*, 283.

¹⁰⁴⁴ Yıldız Destanoğlu, *Yatırım Fonu Katılma*, 10 vd.

ABD’de fon yönetim kurulu üyeleri, fon hissedarlarına karşı sadakat ve özen borcunu ihlal ederlerse dava konusu olabilir (örneğin bir tasfiye kararında yolsuzluk veya kişisel menfaat sağlama durumu söz konusu ise hissedarlar dava açabilir). Türkiye’de kurucunun benzeri bir ihlali durumunda yatırımcılar doğrudan dava açmak yerine SPK’ya başvurup kuruma yaptırım uygulatabilir veya genel hükümlere göre kurucuya dava açabilir. Türk hukuku uygulamalarında bireysel yatırımcı davaları nadir görülür, düzenleyici denetimi ise sıkıdır¹⁰⁴⁵. Bu anlamda, ABD’de özel hukuk, Türkiye’de kamu hukuku fon yöneticileri üzerinde daha belirgin bir disiplin mekanizması kurar.

Yükümlülüklerin içeriği bakımından da bazı farklılıklar bulunmaktadır. ABD’de fon yöneticileri tasfiye sırasında esnek kararlar alabilir (örneğin belirli varlıkları daha uzun tutma, fonu geçici olarak tasfiyede bekletme vs.)¹⁰⁴⁶. Türkiye’de ise kurucu bu tür kararları Kanun ve Tebliğler çerçevesinde SPK’ya danışmadan alamaz, örneğin tasfiyeyi geciktirmek isterse SPK’dan ek süre alması gerekir. Yine, Türkiye’de kurucu değişikliği veya fon birleştirmesi gibi işlemler SPK iznine tabiyken (III-52.1 sayılı Tebliğ m. 29), ABD’de fon birleşmeleri genellikle yönetim kurulu kararı ve hissedar onayıyla yapılır; SEC sadece izahnameyi onaylar. Bu durum, yöneticilerin ABD’de hareket alanının nispeten daha piyasa dinamiklerine bırakıldığını, Türkiye’de ise adım adım SPK tarafından yönlendirildiğini gösterir.

ABD’de bir fon yöneticisi ciddi yetki ihlali yaparsa SEC dava açabilir, para cezası kesebilir veya faaliyetten menedebilir; yatırımcılar da tazminat davası açabilir. Türkiye’de ise SPK doğrudan idari para cezası, faaliyetten men, lisans iptali gibi yaptırımlar uygulayabilir; gerekirse cumhuriyet savcılığına suç duyurusunda bulunur¹⁰⁴⁷. Yatırımcılar ise genelde SPK’nın sağladığı çözümle yetinir, ama kurucu aleyhine maddi ve manevi tazminat davası da açabilir.

Özetle, fon yöneticileri her iki sistemde de yüksek sorumluluk altındadır; ancak bu sorumluluğun takibi ABD’de daha çok yargı ve piyasa disiplinine, Türkiye’de ise SPK’nın düzenleyici disiplinine dayanmaktadır. ABD yapısı, fon içi yönetim (bağımsız

¹⁰⁴⁵ Sjostrom, “Tapping the Reservoir,” 265; “Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma,” Mondaq (2021); Öztürk ve Özkan, Asset Management and the Case of Turkey, 260.

¹⁰⁴⁶ <https://www.dechert.com> (E.T. 25. 05.2025)

¹⁰⁴⁷ Sjostrom, “Tapping the Reservoir,” 265; “Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma”, Mondaq (2021).

direktörler, hissedar oyları) ve genel hukuk prensipleriyle sorumluluk tesis ederken; Türkiye modeli belirgin hükümler ve sıkı kamu denetimiyle korumayı sağlamaktadır.

Sonuç olarak, ABD ve Türkiye fon tasfiye düzenlemeleri amaç bakımından ortak, yöntem bakımından farklıdır¹⁰⁴⁸. Ortak amaç, fonun sona ermesinin yatırımcılar için en az zararlar gerçekleşmesini sağlamaktır¹⁰⁴⁹. Yöntem farkları ise ülkelerin hukuk sistemleri ve piyasa yapılarından kaynaklanır. ABD'nin sermaye piyasası uzun bir süredir özel sektör inisiyatifine dayalı gelişmiş bir yapıdadır; Türkiye'nin piyasası ise daha yeni gelişmiş ve düzenleyici otoritenin aktif rol aldığı bir yapıya sahiptir¹⁰⁵⁰. Bu nedenle ABD modeli “yatırımcıyı bağımsız yönetim ve dava hakkıyla koruma”, Türkiye modeli ise “yatırımcıyı kuralcı yaklaşım ve kamu otoritesiyle koruma” şeklinde özetlenebilir¹⁰⁵¹.

ABD’de fon tasfiyeleri genellikle fon yönetim kurulunun kararıyla başlatılır, yatırımcılara yazılı bir bildirim yapılır ve SEC’e güncellenmiş izahname sunulur¹⁰⁵². Ayrıca yatırımcılar bireysel dava açma hakkına sahiptir. Buna karşılık Türkiye’de, fon tasfiyesi için önceden SPK’dan onay alınması ve süreç boyunca SPK’nın gözetimi esastır. Tasfiye kararı SPK haftalık bülteninde yayımlanarak kamuya duyurulur.

Yatırım fonu tasfiyelerinin etkin ve adil biçimde yürütülmesi, sermaye piyasasına olan güveni sürdürebilmek için önem arz eder. Gerek SEC’in rehber dokümanları gerek SPK’nın tebliğleri incelendiğinde, düzenleyicilerin odaklandığı noktanın yatırımcıların haklarının zedelenmemesi ve piyasada oluşabilecek olumsuz etkilerin asgariye indirilmesi olduğu görülmektedir. Karşılaştırmalı analiz ile, Türkiye’nin sermaye piyasası mevzuatı hazırlanırken büyük ölçüde ABD ve Avrupa uygulamalarının dikkate alındığı, ancak ihtiyaçlar doğrultusunda daha kuralcı bir çerçeve çizildiğini söylemek mümkündür.

¹⁰⁴⁸ SPK, III-52.1 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği. <https://www.mevzuat.gov.tr>. (E.T.13.06.2025). William K. Sjostrom Jr., “Tapping the Reservoir”, 274; Bebchuk ve Roe, “A Theory of Path Dependence”, 132.

¹⁰⁴⁹ *Investment Company Act of 1940*, 15 U.S.C. §§ 80 a-1 et seq. Sjostrom, “Tapping the Reservoir”, 275.

¹⁰⁵⁰ Lucian Arye Bebchuk ve Mark J. Roe, “A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”, *Stanford Law Review*, 52/1 (1999): 127–170.

¹⁰⁵¹ Bebchuk ve Roe, “A Theory of Path Dependence”, 135.

¹⁰⁵² *Investment Company Act of 1940*, 15 U.S.C. §§ 80 a 1 et seq., Sjostrom, “Tapping the Reservoir,” 275.

Son olarak ister ABD’de ister Türkiye’de olsun, bir yatırım fonunun sona ermesi dikkatle yönetilmesi gereken bir süreçtir. Doğru uygulandığında, tasfiye süreci yatırımcılar için sadece planlı bir çıkış ve hesap kapatma işlemidir, yanlış yönetildiğinde ise güven kaybına yol açabilir. Bu nedenle fon yöneticileri, ilgili mevzuata tam uyum içinde ve yatırımcı odaklı bir anlayışla hareket etmelidir.

3.3.1.10. Türk Mevzuatı Açısından Reform Önerileri

BYF’lerin sona erme kriterleri, uluslararası standartlara uygun biçimde ölçülebilir eşiklere bağlanmalıdır. Örneğin, fon büyüklüğü oniki ay boyunca belirli bir seviyenin altında kaldığında otomatik değerlendirme süreci başlatılmalıdır. Böylece yatırımcı, fonun geleceğine dair öngörü sahibi olur ve ani tasfiye riskine karşı önceden hazırlık yapabilir.

Her BYF için kuruluş aşamasında SPK onaylı bir tasfiye planı hazırlanmalı ve gerektiğinde uygulamaya konulmalıdır. Bu plan; fon varlıklarının nasıl likide edileceğini, yatırımcılara ödemelerin nasıl yapılacağını ve sürecin ne kadar süreceğini kapsamalıdır.

Fon sona erdiğinde yatırımcılara vergisiz ve ücretsiz şekilde eşdeğer yatırım ürünlerine geçme hakkı verilmelidir. Bu hak, yatırımcının ani kayıplar yaşamadan portföyünü korumasına olanak tanır.

BYF’nin kapatılacağı en az 30 gün önceden yatırımcılara ilan edilmelidir. Bildirimler KAP, MKK ve ilgili portföy yönetim ortaklığının internet sitesinde yayımlanmalı ve içerik olarak yatırımcıyı yönlendirecek nitelikte olmalıdır.

BYF katılma payının, mal varlığı hakkı olarak korunması gerekmektedir. Buna göre yatırımcının hakkı mülkiyet temelli değerlendirilerek, tasfiye sürecinde ancak açık ve hukuken meşru gerekçelerle müdahale edilebilmelidir.

BYF’nin sona ermesi ile ilgili kararlar yatırımcı temsilcilerinin yer aldığı danışma kurulları tarafından incelenmeli ve SPK tarafından denetlenmelidir. Bu yapı, kararların keyfilikten uzak biçimde alınmasını sağlar.

Fon yöneticileri, yatırımcının zararına olacak şekilde sorumsuz ya da özensiz tasfiyeye gitmeleri halinde TBK kapsamında tazminat sorumluluğu taşımalıdır. Bu durum

yatırımcının zararını telafî edecek hukuki mekanizmaların etkin biçimde işlemlerini güvence altına alır.

Sonuç olarak uluslararası uygulamalarla karşılaştırıldığında Türkiye’deki BYF sona erme süreçleri; yatırımcı koruması, şeffaflık ve öngörülebilirlik açısından önemli reformlara ihtiyaç duymaktadır. Bu reformların hayata geçirilmesi, yalnızca yatırımcı güvenini artırmakla kalmayacak, aynı zamanda Türkiye sermaye piyasalarının derinleşmesini ve kurumsallaşması için de gerekli altyapıyı da oluşturacaktır.



SONUÇ

Kolektif yatırım kuruluşları aracılığıyla küçük tasarruf sahiplerine, yatırımlarını güvenli ve verimli bir şekilde değerlendirme olanağı sağlanmaktadır. Bu sistem içerisinde, birbirini hiç tanımayan çok sayıda yatırımcı, fonlarını ortaklık havuzunda ve profesyonel bir yönetim şekli ile değerlendirir. Türk hukukunda yatırım fonu ve yatırım ortaklığı olarak adlandırılan bu yapılar, Anglo-Sakson hukukunda “*unit trust*” veya yatırım ortaklığı, kıta Avrupası’nda “*Organismen für gemeinsame Anlagen*” gibi kavramlarla ifade edilmektedir. Menkul kıymet piyasası riskli bir alan olup, bu piyasada gerçekleştirilecek yatırımlarla ilgili faaliyetler uzmanlık gerektirmektedir. Bu nedenle kanun koyucu, menkul kıymet piyasasında korunması amacıyla kolektif yatırım araçlarını özel düzenlemelere tâbi tutmuştur. Bu düzenlemeler sadece yatırımcı haklarının korunması açısından değil, aynı zamanda piyasa istikrarının sağlanması açısından da büyük bir öneme sahiptir. Bu açıdan bakıldığında, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ile BYF’ler Türkiye’de sermaye piyasasının önemli yapıları arasındadır.

Kolektif yatırım kuruluşları, Türk hukukunda ilk olarak 1981 tarih ve 2499 sayılı SerPK ile düzenlenmiştir. 2012 yılında yürürlüğe giren 6362 sayılı SerPK m.3/1(m) hükmü ile “*kolektif yatırım kuruluşu*” üst kavramı altında fon ve ortaklıklar birleştirilerek mevzuata kazandırılmıştır. Bu Kanun’un 48 ile 56. maddelerinde yatırım ortaklıkları, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, yatırım fonları ve portföy yönetim ortaklıklarını da kapsayacak şekilde düzenlenmiştir.

Yatırım ortaklıklarının kuruluş, faaliyet ve sona erme esaslarını ortaya koyan III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ve BYF’lerin hukuki yapısı ve işleyişine dair özel hükümler içeren III-52.2 sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ikincil

düzenlemelerdir. Bu sistemde yatırım ortaklıkları anonim ortaklık statüsünde kabul edilmektedir. Yatırım fonları ise bir içtüzüğe bağlı olarak kurulan, herhangi bir tüzel kişiliğe sahip olmayan mal varlığı şeklinde ifade edilmiştir. Bu çerçeveden bakıldığında Türk sistemindeki kolektif yatırım kuruluşları ortaklık tipi yatırım ortaklıkları ve sözleşme/trust tipi (yatırım fonları) olarak ayrıma tabi tutulmuş iki farklı yapı olarak karşımıza çıkmaktadır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları Türk Hukuku'nda anonim ortaklık statüsünde kurulan kolektif yatırım kuruluşlarıdır. Aslında menkul kıymet yatırım ortaklıkları birer yatırım ortaklığı olup, paylarını halka arz etme sureti ile elde ettiği sermayeyi menkul kıymet portföyü olarak işletirler. 6362 sayılı SerPK m. 48'e göre menkul kıymet yatırım ortaklıkları sabit ve değişken sermayeli olarak kurulabilmektedir.

Sabit sermayeli yatırım ortaklıkları, esas sermayeleri belirli bir tutarda olan, payları borsada işlem gören ve genel olarak kapalı uçlu fonlara benzeyen ortaklıklardır. Bu ortaklıklar, kuruluştaki belirlenen sermaye yapısıyla faaliyet gösterir; ilave pay ihracı yapmaksızın yatırımcılar paylarını borsada alıp satarlar. Ortaklık esas sözleşmesinde SPK mevzuatlarında belirtilen portföy sınırlamalarına uyulması şarttır. Ayrıca sözleşmede belirtildiği gibi portföy işletmeciliği faaliyetinin yürütülmesi gereklidir. TTK çerçevesinde yönetim kurulu ve genel kurul organları bulunmaktadır.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları ise esnek sermaye yapısına sahiptir. Bu model 6362 sayılı SerPK ile Türk hukukuna girmiştir. Bu ortaklık, sabit sermayeli yatırım ortaklıklarından farklı olarak pay sayısı ve sermayesi yatırımcı giriş çıkışlarına göre değişebilen bir yapıyı mümkün kılar. Bu ortaklıklar, kayıtlı sermaye sistemini tabidir. Pay ihraç ve itfa işlemleri, kayıtlı sermaye tavanı ölçütü içinde yönetim kurulu kararıyla yapılabilmektedir. Bu sayede yatırımcılar, ortaklık yapısı içerisinde yer almakla beraber istedikleri zaman paylarını nakde çevirme imkanına sahiptir. Değişken sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıkları modelinin Türk hukukuna dahil edilmesi, Avrupa'da UCITS kapsamında yaygın olan "*investment company with variable capital (SICAV)*" uygulamasına uyum sağlama amacını taşımaktadır ve kolektif yatırım alanında alternatif bir araç sunmaktadır. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları portföyündeki varlıklar dışında herhangi bir ticari faaliyette bulunamaz. Bu kapsamda portföy sınırlamalarına ilişkin esaslar da III-48.5 sayılı Tebliğ'de açıkça belirtilmiştir. Belirli sektör veya ortaklıkların

menkul kıymetlerine yapılan yatırımlar, riskin dağıtılması ilkesine göre oran kısıtlarına tabi olarak düzenlenmiştir.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında yatırımcıların korunması, SPK'nın gözetimi altında sağlanmakta, dolayısıyla hem alacaklıların menfaatleri hem de yatırımcı güvenliği açısından hukuki denge korunmaktadır. Bu nedenle, değişken sermayeli yatırım ortaklığı modelinin ana ilkeleri doğrultusunda, anonim ortaklık yapısının düzenlenmesi suretiyle TTK'ya dâhil edilmesi yerinde olacaktır. Böyle bir düzenleme, yalnızca SerPK ile TTK arasındaki normatif bütünlüğü sağlamakla kalmayacak, aynı zamanda AB'nin UCITS (2009/65/EC) direktifine uyum açısından da Türk sermaye piyasası mevzuatını güçlendirecektir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları paylarının halka arz edilme ve borsada işlem görebilmesine ilişkin süreçlerde, sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak yapılmalıdır. Buna göre, ortaklığın izahname onayı alması ve sürekli kamuyu aydınlatma yükümlüklerini yerine getirmesi zorunludur. Belirtilen bu özellikleri ile menkul kıymet yatırım ortaklıkları yapısının, kurumsal yönetim ilkesi ile yatırım ilkelerini birleştiren karma bir yapıya sahip olduğu söylenebilir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları anonim ortaklık statüsünde oldukları için sona ermeleri hem sermaye piyasasındaki özel sebeplere hem de genel ortaklıklar hukuku hükümlerine göre gerçekleşebilmektedir. Bu ortaklıkların sona ermesi konusunda SPK'nın III-48.5 sayılı Tebliğ bir dizi özel düzenleme getirmektedir. Tebliğ uyarınca birinci durumda, bir menkul kıymet yatırım ortaklığının belirli süreyle kurulması ve ortaklığın süresinin sona ermesi halinde, esas sözleşmesinde belirli bir süre öngörülmüşse bu sürenin dolmasıyla ortaklık tasfiye sürecine girer. Sona erme halleri açısından ikinci durum ise, süresiz olarak kurulmuş bir menkul kıymet yatırım ortaklığının feshi ihbar edilerek sona erdirilmesinin mümkün olmasıdır. III-48.5 sayılı Tebliğ süresiz kurulan yatırım ortaklıklarının da feshi ihbar yoluyla tasfiyesine imkân tanımıştır. Ancak burada önemli husus tasfiye için yönetim kurulu tarafından en az altı ay önceden fesih kararının alınmış olarak kamuya bildirilmesi ve ilgili kararın genel kurula sunulmuş olması gerekliliğidir.

Sona erme halleri açısından üçüncü husus ise, kuruluş koşullarının kaybedilmesi halidir. Örneğin III-48.5 sayılı Tebliğ, menkul kıymet yatırım ortaklığının kuruluşunda aranan asgari özsermaye veya halka açıklık oranı gibi şartların sonradan yitirilmesi durumunda, belirli bir süre içinde bu eksiklik giderilemezse ortaklığın sona ermesine karar verilebileceğini belirtir. Ancak kurucu pay değerleri açısından bir farklılık söz konusudur. Kurucu ortakların asgari pay tutarının kaybedilmesi dışındaki koşulların yitirilmesi sona erme nedeni sayılmış, burada kurucu pay değeri ayrı tutulmuştur. Dördüncü sona erme nedeni ise iflas hali olarak, genel bir sona erme sebebidir. Menkul kıymet yatırım ortaklığı herhangi bir anonim ortaklık gibi iflas ederse tüzel kişiliği sona erer ve tasfiye süreci iflas hükümlerine göre yürütülür.

Son olarak, SPK mevzuatı yatırımcı menfaatinin zedelenmesi durumunda düzenleyici müdahaleyi öngörmüştür. SPK, eğer bir menkul kıymet yatırım ortaklığının faaliyetlerinin yatırımcıların yararına olmadığını tespit ederse, ortaklığın feshi için mahkemeye başvurabilir (6362 sayılı SerPK m. 53 ve Tebliğ hükümleri). Bu durum kamuyu koruma amacıyla idareye verilmiş önemli bir yetkidir. Ayrıca Tebliğ’de ekonomik ve mali durumun bozulması gibi durumlar da ayrı bir başlık altında incelenmiştir. Ortaklığın borca batık hale gelmesi veya sermaye kaybına uğraması halinde, SPK gerekli görürse tasfiye sürecini başlatabilir. TTK hükümlerine göre haklı sebeple fesih ve organ eksikliği halleri de uygulama alanına sahiptir. Örneğin, genel kurul toplanamaması veya yönetim kurulunun üyelerinin istifa/azil ile boşalması ve yerlerine atama yapılamaması durumlarında mahkemece fesih kararı verilebilir (TTK m. 530 ve III-48.5 sayılı Tebliğ m.18). Görüldüğü üzere menkul kıymet yatırım ortaklıklarının sona ermesinde çok yönlü hukuki rejimler oluşabilmektedir. Hem sermaye piyasası mevzuatında hem de genel ortaklıklar hukukunda çeşitli sebeplere bağlı olarak sona erme halleri oluşmaktadır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının sona erme kararı alındığında, tasfiye işlemleri başlatılır. Bu ortaklıklar *ortaklık* statüsünde olduğundan, TTK’da düzenlenen anonim ortaklığın tasfiyesine ilişkin genel hükümlere tabidir. Ancak SPK Tebliği ile ilave prosedürler de öngörülür. Örneğin, değişken sermayeli bir menkul kıymet yatırım ortaklığı tasfiye edilirse, payların itfası ve yatırımcıların ortaklıktan ayrılışı ilgili Tebliğ çerçevesinde gerçekleştirilir. SPK’ya bildirim, kamuya duyuru, tasfiye halinin ticaret

siciline tescili gibi adımlar izlenir. Ortaklığın tasfiyesinde yönetim kurulu tasfiye memuru sıfatıyla hareket edebileceği gibi, genel kurul ayrıca tasfiye memurları atayabilir. Tasfiye sürecinde ortaklığın portföyündeki varlıklar paraya çevrilir, borçlar ödenir ve kalanı pay sahiplerine payları oranında dağıtılır. SPK, tasfiye sırasında yatırımcı haklarının korunması için süreci gözetir ve gerekli gördüğü ek tedbirleri alabilir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları açısından yatırım kararlarının alınmasında lider sermayelerin etkisi, yatırımcı haklarının temsili ve portföy yapılarında yoğunlaşma gibi birçok yapısal sorun mevcut olup bu sorunlara ilişkin yapılar düzenleyici kurum olan SPK tarafından denetlenmektedir. Ancak mevzuat açısından değerlendirildiğinde yönetim, yatırımcıya bilgi aktarımı ve portföy çeşitlendirme gibi konularda mevzuatın ek hükümlerle geliştirilmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

BYF, genel yatırım fonu yapısının bir alt türü olup katılma payları borsada işlem gören fonları ifade eder. Uluslararası literatürde “*Exchange Traded Fund*” (ETF) olarak bilinen bu araçlar, Türkiye’de ilk kez 2004-2005 yıllarında uygulanmaya başlanmıştır (İlk BYF 14.01.2005’te Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamıştır). BYF, hukuken bir yatırım fonu olduğundan tüzel kişiliği yoktur ve bir portföy yönetim ortaklığı tarafından kurulur. Ancak klasik yatırım fonlarından farklı olarak hem birincil piyasa hem ikincil piyasa mekanizmalarıyla çalışır. BYF’nin kuruluşunda, belirli bir endeksi veya varlık grubunu takip etme amacıyla fon portföyü oluşturulur. Kurucu ile anlaşmalı yetkili katılımcılar, fonun katılma paylarını oluşturma ve itfa etme işlemlerini gerçekleştirir.

BYF’ler Türk Hukuku’nda yatırım fonlarının özel bir türü olarak düzenlenmiştir. Yatırım fonları, 6362 sayılı Kanun m. 52’ye göre tüzel kişiliğe sahip olmayan mal varlıkları olarak kabul edilmektedir. Bir yatırım fonu kurucusu olan bir portföy yönetim ortaklığının fonun temel yasası sayılabilen içtüzüğü ve izahnameleri oluşturduğu ve tasarruf sahiplerine ait varlıklardan oluşan, bu varlıkların profesyonel bir yönetici tarafından yönetildiği kolektif bir mal varlığıdır. Fon yapısı sözleşmeseldir. Kurucu, yatırımcılar ve fon hizmet sağlayıcıları arasında imzalanan fon içtüzüğü, bir nevi iltihaki sözleşme niteliği taşımaktadır.

BYF’lerin hukuki altyapısı, SPK’nın III-52.2 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir. SPK’nın III-52.2 sayılı Tebliği, BYF’lerin kuruluş izin süreçlerini, izahname onayını, fon

içtüzüğünde bulunması gereken özel hükümleri, portföy sınırlamalarını ve endeks takip kurallarını ortaya koyarak detaylı bir şekilde açıklamaktadır.

BYF'nin kuruluşunda en az bir portföy saklayıcısı (banka veya takas kurumu) atanır ve fon varlıkları bu saklayıcı tarafından tutulur. Fon içtüzüğü ise katılma payı sahipleri ile kurucu, portföy saklayıcısı ve yönetici arasında imzalanır. Yatırımcılar hazırlanan bu içtüzüğe katılmış sayılır. İktüzükte fonun işleyiş esasları, katılma payı ihracı ve itfası prosedürleri, yönetim ücreti, vergilendirme ve fonun sona ermesi halinde izlenecek yöntem gibi konular düzenlenir. Nitekim AB mevzuatına uyumlu olarak, UCITS Direktifi'nin de öngördüğü şekilde, Türk Hukuku'nda da fon kuruluş belgelerinde fesih ve tasfiye usullerinin belirtilmesi şart koşulmaktadır.

Yatırım fonu katılma payı (yürürlükten kaldırılan sermaye piyasası mevzuatındaki adıyla katılma belgesi), yatırımcının fon portföyüne katılımını temsil eden ve MKK nezdinde elektronik olarak izlenen bir sermaye piyasası aracıdır. Bu paylar mülkiyeti temsil etmekle birlikte, fon portföyündeki varlıklar üzerinde doğrudan bir ayni hak sağlamayacaktır; varlıklar inançlı mülkiyet esasına göre portföy saklayıcısı adına tutulur. Yatırımcılar fon içtüzük ve izahnamesinde belirtilen hükümlere tabidir. Ayrıca yatırımcıların fon yönetimine doğrudan katılma hakları bulunmamaktadır.

Portföy yönetim ortaklığı, inançlı mülkiyet çerçevesinde, yatırımcılardan ve üçüncü kişilerden sağlanan mal varlığı unsurlarını yöneterek değerlendirir. Kanaatimizce yatırım fonları, *“amacı normatif olarak belirlenmiş ve kamusal denetimle yoğunlaştırılmış özel bir saf inançlı işlem türü”* olarak nitelendirilebilir. Gerçekten de yatırım fonlarında portföy yönetim ortaklığı, fon portföyü üzerinde hukuken malik sıfatıyla hareket etmekte; ancak bu malik sıfatı, klasik saf inançlı işlemlerde olduğu gibi yalnızca taraf iradesiyle değil, aynı zamanda sermaye piyasası mevzuatıyla da şekillendirilmektedir. Bu durum, inanç ilişkisinin zayıflaması değil, aksine yatırımcı lehine güçlendirilmesi sonucunu doğurmaktadır.

Fon içtüzüğü ile ilgili olarak bundan önceki Seri VII No 10 sayılı Tebliğ m.18'de katılma belgesine sahip yatırımcılar ile saklayıcı, kurucu ve yönetici arasında portföyün inançlı mülkiyete dayanarak saklanıp, ayrıca vekâlet sözleşmesi çerçevesinde idaresini içeren genel işlem koşullarını barındıran iltihaki bir sözleşme olduğu belirtilmişti. Böylece Seri

VII No 10 sayılı yürürlükten kaldırılan Tebliğ’de kabul edilen hususlar yürürlükteki III-52.1 sayılı Tebliğ ve III-52.2 sayılı Tebliğ’de neredeyse aynı şekilde düzenlenmiştir. Katıldığımız görüş çerçevesinde hüküm hatalı ifadeler içermektedir. Hüküm yasal düzenlemelerle çelişmektedir. İçtüzük, Seri VII No 10 sayılı Tebliğ m. 18’de belirtildiği gibi genel işlem koşullarını barındıran iltihaki bir sözleşme olarak ifade edilmekte fakat içtüzük yapısı itibarıyla doğrudan genel işlem koşulu özelliğine sahiptir. Aslında içtüzüğü esas alan bir kolektif yatırım sözleşmesi söz konusudur. Başka bir açıdan bütün Tebliğlerde belirtilen içtüzük kurucu tarafından düzenlenmekte, buna rağmen hukuki düzenlemelerde kurucu, yönetici, saklayıcı ve katılma payı sahibinin birlikte hazırladığı bir sözleşme gibi ifade edilmektedir. Neticede sermaye piyasası mevzuatında katılma payı sahibi yalnızca kurucu ile bir sözleşme ilişkisi kurmaktadır.

Fon katılma payları ile ilgili olarak, kıymetli evrak niteliği taşıyan senetlerin kanuni bir dayanağının olması şarttır. Buna rağmen kanımıza göre, sermaye piyasasındaki dinamizmi de hesaplayarak, SPK tarafından hazırlanan tebliğlerle yeni kıymetli evrak tipleri oluşturulması mümkündür. Bunun gerekçesi olarak SerPK’nın, SPK’ya yeni sermaye piyasası aracı ve menkul kıymet oluşturma yetkisi tanımış olması gösterilebilir.

BYF’lerde sona erme süreci menkul kıymet yatırım ortaklıklarından farklıdır, zira BYF’ler tüzel kişiliğe sahip olmayan fonlar olduğundan ortaklık tasfiyesi gibi bir durum söz konusu olmamaktadır. BYF’nin sona ermesi halleri III-52.2 sayılı SPK Tebliği ve fon içtüzüğündeki hükümlere göre belirlenir. BYF’ler fon belirli süreli kurulduysa, sürenin dolmasıyla kendiliğinden sona erer. Uygulamada BYF’lerin çoğu süresizdir. Ancak belirli bir projeye veya vadeye bağlı fonlar süreli olabilmektedir. Kurucusu, fonu devam ettirmek istemeyebilir. III-52.2 sayılı Tebliğ uyarınca kurucu, SPK’ya başvurarak belirli bir tarihten geçerli olmak üzere fonun feshine karar verebilir. Bu durumda SPK onayı ve yatırımcılara önceden bildirim şartıyla fon tasfiyeye gider.

Fonun kuruluş ve faaliyet izin koşullarından birinin kaybedilmesi sona erme nedenidir. Örneğin, fonun izlediği endeks ortadan kalkarsa veya fon varlıkları asgari miktarın altına düşüp belirli süre içinde telafi edilemezse, SPK fonun sona erdirilmesine karar verebilir. Kurucu portföy yönetim ortaklığının iflası, faaliyet izninin iptali veya ciddi mali zorlukları ortaya çıkarsa fonun devamı mümkün olmayabilir. Bu halde SPK,

yatırımcıların menfaati için fonun tasfiyesine hükmedebilir ya da fonun başka bir yöneticiye devrini sağlayabilir.

SPK, kamunun yararı veya yatırımcıların korunması amacıyla re'sen fonun sona ermesine karar verebilir. Örneğin, fonun faaliyetlerinin sermaye piyasasının dürüstlüğüne zedelediği tespit edilirse veya yasa dışı uygulamalar saptanırsa, SPK fonu kapatma yoluna gidebilir.

BYF'lerde sona erme kararı alınırsa, III-52.2 sayılı Tebliğ kapsamında tasfiye sürecinin derhal işletilmesi gereklidir. Bu süreçte SPK'ya resmi bildirimde bulunulması gereklidir. Ayrıca kamuya gerekli açıklamalarında yapılması şarttır.

Özet olarak Türkiye'de menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve BYF'lerin sona ermesi farklı hukuki prosedürlere sahiptir. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları ortaklık statüsünde olmaları sebebiyle genel kurul kararı, mahkeme kararı veya idari kararlarla feshedilip tasfiye edilirken, BYF'ler bir içtüzükle yönetilen fon olduğundan SPK denetiminde kurucunun kararı veya idari tasarrufla tasfiye sürecine girer. Her iki yapıda da temel amaç tasfiye sürecinde yatırımcıların korunması, varlıkların şeffaflık ilkesine bağlı kalarak adil bir biçimde dağıtılmasıdır. Mevcut mevzuatlarda bu amaca ilişkin her ne kadar asgari koşullar oluşturulmuşsa da süreçlerin iyileştirilmesi açısından eksik yönlerinin olduğu çalışma kapsamında belirlenmiştir. Bu açıdan iyileştirmelerin belirlenmesi için Türkiye'deki uygulama yabancı hukuk sistemlerindeki düzenlemelerle karşılaştırılmaktadır.

ABD kolektif yatırım kuruluşları açısından hem kurumsal ortaklık modelinin hem de sözleşmesel (trust) modellerin sermaye piyasası içerisinde köklü olarak geliştiği bir piyasaya sahiptir. ABD hukukunda ICA uyarınca yatırım fonları esas itibarıyla açık uçlu yatırım fonları (mutual funds), kapalı uçlu yatırım şirketleri (closed-end funds) ve unit investment trusts (birim yatırım ortaklıkları) olmak üzere üç kategoriye ayrılmaktadır. Bu ayırım açısından bakıldığında Türkiye'deki menkul kıymet yatırım ortaklıkları kavramı kapalı uçlu yatırım şirketlerine benzemektedir. BYF'ler ise ABD'de gerçekte açık uçlu yatırım fonlarının bir alt türüdür.

ABD’de BYF’ler diğer yatırım fonlarında olduğu gibi SEC’e kayıtlı olmak zorundadır. Payları menkul kıymet olarak kabul edilir. Ayrıca borsada işlem görebilmesi için ilgili borsa ve FINRA kurallarına tabiidir. BYF’lerin özgün yapıları nedeniyle, SEC pek çok BYF için ICA’nın bazı hükümlerinden muafiyetler tanımıştır. Ancak BYF yatırımcıları yinede mutual funds yatırımcıları ile aynı düzeyde bilgilendirme ve korumaya sahiptir. Bu nedenle BYF izahnameleri ve sürekli raporları, portföy içeriği, riskler ve ücretler ayrıntılı bilgiler içermektedir.

ABD’de yatırım fonlarının sona ermesi büyük ölçüde piyasa koşullarına bırakılmış durumdadır. Kanunda fonların hangi hallerde tasfiye olacağı hakkında sınırlama yapılmamıştır. Bunun yerine genel ortaklıklar hukuku prensipleri ve düzenleyici gereklilikler geçerli kılınmıştır. Uygulamalar incelendiğinde genellikle ekonomik nedenlere bağlı olarak yatırım fonunun sona erme kararı ile karşılaşıldığı görülmektedir. Bu bağlamda fon getirisinin uzun süre düşük kalması, yönetim giderlerinin fon büyüklüğüne oranla aşırı yüksek olması, benzer bir fonla birleşme planı yapılması veya uygulanan yatırım stratejisinin güncelliğini yitirmesi gibi birçok etkende tasfiyeye yol açabilmektedir. Açık uçlu fonlarda yönetim kurulu, fon danışmanının önerisiyle tasfiyeye karar verebilir. Kapalı uçlu fonlarda ise genellikle yönetim kurulu bir fesih planı önerir, özellikle fon süresiz olarak kurulmuşsa bu plan hissedarların onayına sunulabilir. Pek çok kapalı fon, kuruluşunda belirli bir vade koyarak o süre sonunda otomatik olarak fonu tasfiye etmeyi taahhüt eder (örneğin 15 yıllık bir fon, süresi dolunca hissedar oylamasıyla ya devam edecek ya da tasfiye olacaktır).

ABD hukukunda fon tasfiyesi için gerekli prosedürler SEC tarafından şekillendirilmiştir. Bir fon tasfiye kararı aldığı anda, öncelikle bu karar hakkında SEC’e bildirim yapılması gerekir. SEC, yatırımcılara yeterli bilgi verilmesi ve tasfiye işlemlerinin düzenlemelere uygun yapılmasını gözetir. Özellikle, fonun resmi kaydının silinmesi için tasfiye sonunda Form N-8F doldurularak SEC’e sunulur. Tasfiye sürecinde fon, yeni yatırımcı alımını durdurur ve portföyünü nakde çevirmeye başlar. ABD uygulamasında yatırımcıların bilgilendirilmesi titizlikle ele alınır. Fonlar tasfiye kararını genellikle basın bültenleri, doğrudan mektuplar/e-postalar ve prospektüs güncellemeleri yoluyla duyururlar. Ayrıca birçok fon tüm hissedarlara resmi yazı göndererek tasfiye planını bildirir. Bazı durumlarda eyalet hukukuna göre bu yazılı bireysel bildirim zorunlu tutulmuştur.

Türkiye’de KAP duyurusu esasken, ABD’de yatırımcılara doğrudan ulaşarak bilgilendirme daha yaygın bir uygulamadır.

ABD’de fon tasfiye planlarında yatırımcıların korunması en temel ilkedir. ABD’de bir fon tasfiyeye karar verdiğinde genellikle şu adımlar izlenir. Önceden belirlenen bir tasfiye tarihi ilan edilir. Bu tarihe kadar açık uçlu fon yatırımcılarına paylarını normal şekilde fondan geri çekme imkânı tanınır. Tasfiye tarihinde fon portföyündeki tüm varlıklar satılır (veya devredilir) ve elde edilen tutar, fonun kalan yatırımcılarına payları nispetinde nakden ödenir. Tasfiye masrafları fon varlıklarından karşılanır ancak etik bir ilke olarak, fon yöneticileri genellikle tasfiye masraflarını minimize etmeye çalışır ve fon performans ücreti gibi bazı ücretleri tasfiye döneminde tahsil etmezler. Tasfiye tamamlandığında fonun SEC kaydı iptal edilir. ABD düzenlemeleri, tasfiye süresince eşit muamele ve özen yükümlülüğü gibi ilkelerin gözetilmesini şart koşar. Fon yöneticileri, tasfiye planına uygun biçimde portföyü yönetmez veya yatırımcı aleyhine ihmalkâr davranırsa genellikle genel haksız fiil veya sözleşme hukuku çerçevesinde hukuki sorumlulukları gündeme gelir. Ancak ABD sistemi, çoğunlukla piyasa dinamiklerine güvendiği için, fon tasfiyeleri mevzuatın belirlediği asgari çerçeve içinde ortaklık içi kararlarla yürütülür ve düzenleyici müdahalesi sınırlı düzeyde kalır.

Özetle, ABD hukukunda BYF benzeri yapılar güçlü bir iç yapı düzenlemesi ve yönetim kurulu mütevelli denetimi altında faaliyet gösterir. Yatırımcı koruması, kapsamlı bilgilendirme ve kurumsal yönetim yoluyla sağlanır. Tasfiye halleri için katı kanuni nedenler bulunmamakla birlikte, uygulamada yatırımcıların menfaatini korumak adına düzenleyici kılavuzlar ve piyasa standartları oluşmuştur. Bu yönüyle ABD modeli, Türk hukukunun büyük ölçüde esinlendiği bir çerçeve sunmaktadır. Fakat Türk mevzuatı bazı yapıları kanun ve tebliğ düzeyinde açıkça düzenleme yoluna gitmiştir.

AB açısından bakıldığında, yatırım fonları ve ortaklıklarına ilişkin olarak UCITS Direktifi ve AIFMD temel düzenleyici yapılardır. Bu direktifler kapsamlı bir hukuki çerçeve sunmaktadır.

AB hukukunda kolektif yatırım kuruluşlarının hukuki formu üye ülkelere bırakılmıştır. Ancak UCITS direktifi bazı hallerde fonların feshi ve birleşmesi gibi hususlara ilişkin genel kurallar öngörmektedir. Buna bir örnek verilecek olursa, UCITS direktifi her fonun

ortaklık esas sözleşmesi veya fon tüzüğü gibi temel belgelerinde fonun tasfiyesi ve fesih usullerine ilişkin hükümlerin bulunmasını şart koşturmaktadır. Üye devletler yatırımcı haklarını koruyacak şekilde asgari koşulları kendi hukuklarına yansıtmak durumundadır. Bu direktif tasfiye halinde yatırımcı korumasına öncelik verilmesi gerekliliğini vurgulamaktadır. AIFMD ise fonun sona ermesine ilişkin hususları ulusal mevzuatlara bırakarak, yönetici sorumlulukları ve gözetim mekanizmalarını tanımlama yoluna gitmiştir.

AB ülkelerinin çoğunda yatırım fonu ve ortaklıklarına ilişkin hukuki düzenlemeler ortak bir çerçeveye bağlı olarak uygulanmaktadır. Ancak uygulama şeklinde hukuk formlarında bazı farklılıklar olabilmektedir. Örneğin Almanya, AB direktiflerini kendi hukukuna tam olarak aktarmış ve yatırım fonlarının kuruluşu, yönetimi, sona ermesini 2013 tarihli KAGB adlı kanunla kapsamlı biçimde düzenlemiştir. Alman hukukunda yatırım fonları sözleşmesel fonlar veya yatırım ortaklıkları olmak üzere iki ana yapıda oluşturulabilir. Sözleşmesel fon Türk Hukuku'ndaki yatırım fonlarında olduğu gibi tüzel kişiliği olmayan ve yönetim ortaklığı tarafından yürütülen mal varlığıdır. Yatırım ortaklığı ise anonim ortaklık şeklinde kurulan yatırım ortaklığıdır.

Almanya uygulamalarında sözleşmesel fon yapısı yaygın olarak kullanılmaktadır. Bir sözleşmede fonun sona ermesi yönetim ortaklığının fonu feshetmesi ile gerçekleşir. Diğer bir ifade ile fon yönetimi sözleşmesini tek taraflı olarak fesheder. KAGB, yönetim ortaklığına belirli koşullarla fonu feshetme hakkı tanımıştır. Uygulamalarda fon kurullarında fesih ihbar süresi belirtilmektedir. KVG bu fesih ihbar süresine uyarak BaFin'e bildirim yaparak fonun tasfiye edileceğini ilan edebilir. Alman hukukunda KVG tarafının fonu yönetmeyi bırakmaya karar verilmesi durumunda iki durum söz konusudur. İlk olarak fonun yönetimi başka bir KVG'ye devredilebilir. Diğer seçenek ise fonun tasfiye edilmesidir. Bu durumların oluşması halinde kanun gereği depo bankası devreye girer. Fonu üstlenecek yeni bir yönetici bulunmaması halinde depo bankası, fon varlıklarını koruyarak tasfiye bakiyesini yatırımcılara dağıtmakla yükümlüdür. Bu nedenle, Alman fon izahnamelerinde KVG'nin çekilmesi halinde depo bankasının fonu tasfiye edip yatırımcılara ödemeleri yapacağı veya alternatif olarak fonu devredeceği yazılır. Tasarlanan bu yapı sayesinde yönetim ortaklığının tek taraflı olarak çekilmesi halinde yatırımcıların mağdur olmaması sağlanmaktadır.

Alman hukukunda tasfiye süresi sıkı bir gözetime tabidir. Tasfiye kararı alındığında, depo bankası fon portföyündeki varlıkları satar ve elde edilen nakdi geliri yatırımcılarına payları oranında dağıtır. Tasfiyenin başladığı andan itibaren tüm işlemler durdurulur ve fon “*tasfiye halinde*” statüsüne girer. Bu durumda fon payları itfa edilemez ve yeni pay ihraç edilmesine de izin verilmez.

Almanya, fon tasfiye işlemlerinde yatırımcı bilgilendirmesi ve düzenleyici onayı konusunda oldukça titiz davranmaktadır. KAGB uyarınca, bir fonun tasfiye kararı alındığında KVG derhal BaFin’e bildirim yapmak ve tüm yatırımcılara yazılı bildirim göndermek zorundadır. Bu bildirimlerde fonun neden tasfiye edildiği, varlıkların nasıl likidite edileceği ve fonun tasfiye sürecine ilişkin planı gibi bazı önemli bilgiler ile yatırımcı bilgilendirilir. Ayrıca süreç içerisinde periyodik olarak raporların yapılması da uygulamaya bir güven oluşturmakla birlikte yatırımcıların güvenini kazanmak sureti ile teşvik edici olmaktadır. Alman hukukunda tasfiye sürecinde kural olarak yatırımcı onayı aranmaz ancak bu husus fonun belgelerinde öngörülebilir. Örneğin bazı yatırım ortaklıklarının esas sözleşmeleri, tasfiye kararının pay sahipleri genel kurulunca alınmasını şart koşabilir. Sözleşmesel fonlarda ise genellikle KVG kararı yeterli görülür, çünkü yatırımcılar fonun yönetimine günlük kararlarda katılmamaktadır. Bununla birlikte, yatırımcıyı korumak için Almanya’da fon kurallarının değiştirilmesi, fonun başka bir fonla birleşmesi veya devri gibi önemli kararlarda BaFin onayı ve önceden yatırımcılara bilgi verilmesi zorunludur; benzer şeffaflık şartları tasfiye için de geçerlidir. Yani yatırımcılar tasfiye sürecine doğrudan karar mercii olmasalar bile, süreç hakkında tam bilgi sahibi kılınır ve düzenleyici makam her adımı onaylar.

AB üyesi Fransa’da bir fonun veya BYF’nin vadesinden önce kapatılması, AMF adlı otoritenin iznine tabidir. Fon yönetim ortaklığı, AMF’ye detaylı bir tasfiye planı sunar; bu planda yatırımcıların bilgilendirilme yöntemi, portföyün nasıl nakde çevrileceği, ödemelerin nasıl yapılacağı gibi hususlar yer alır. AMF, gerekirse plana ek şartlar koyabilir veya değişiklik talep edebilir.

Ayrıca Fransa’da fonların tasfiyesine ilişkin rehber ilkeler yayımlanmıştır. Tasfiye halindeki fon varlıklarının piyasa fiyatının altında satılmaması, piyasa likiditesi zayıfsa kademeli satış yapılması, tasfiye sırasında performans ücreti tahakkuk ettirilmemesi gibi

yatırımcı lehine öneriler mevcuttur. Bu gibi uygulamalar, tasfiye sürecinde yatırımcıların korunmasını ve sürecin düzenli işlenmesini sağlamaya yöneliktir.

Yukarıda belirtilen incelemeler neticesinde, Türkiye’deki BYF düzenlemeleri, ABD ve AB uygulamalarının temel alarak şekillendiği görülmektedir. Türk mevzuatı, Amerikan sermaye piyasasındaki yatırım fonu modelini ve AB’nin direktiflerle getirdiği standartları dikkate alarak, yerel ihtiyaçlara uygun fakat daha kuralcı bir çerçeve çizmiştir. Özellikle 6362 sayılı Kanun ve SPK Tebliği, yatırımcı korunması açısından ayrıntılı hükümler içerirken, yabancı sistemlerde içsel kontrollerle sağlanan bazı hususlar Türkiye’de doğrudan düzenleyici kurallara bağlanmıştır. Bu durum, Türkiye’nin nispeten genç olan sermaye piyasasında güven tesis etme çabasının bir sonucudur. Ancak Türkiye’deki durumda özellikle BYF’lerin sona erme süreçlerinde uluslararası uygulamalara göre bazı eksiklikler içerdikleri göze çarpmaktadır. Türkiye’de yatırım fonu tasfiyelerine ilişkin hükümler, yatırımcı koruması, şeffaflık ve öngörülebilirlik bakımından geliştirilmesi gerektiği görülmektedir. Örneğin, Amerikan ve Avrupa uygulamasında bulunan fonların sona erme sürecine ilişkin önceden tasfiye planlaması gerekliliği hukukumuzda zorunlu bir uygulama değildir. Yabancı hukuklarda fonlar daha kurulurken bir tasfiye stratejisine sahip olmakta, tasfiye anında düzenleyiciye sunulacak planlar hazırlanmaktadır. Türkiye’de BYF’ler için böyle önceden onaylanmış bir plan aranmamaktadır; bu da ani kapatma kararlarında belirsizlik yaratabilir.

Bir diğer önemli durum ise yatırımcıların tasfiye sırasında alternatif seçeneklere sahip olmamasıdır. Yurt dışında bazı durumlarda fonların başka fonlarla birleştirilmesi veya yatırımcılara vergisiz bir şekilde eşdeğer bir fona geçiş imkânı sunulması gibi uygulamalar görülmektedir. Türkiye’de ise bir BYF sona erdiğinde yatırımcı ya elindeki payları itfa ettirip nakde dönecek ya da borsada satacaktır; farklı bir fona aktarım seçeneği düzenlenmemiştir. Bu, uzun vadeli yatırım hedefi olan bir yatırımcının fon kapanması nedeniyle pozisyonunu bozmaya zorlanması anlamına gelir ve vergi maliyeti gibi ek yükler getirebilir.

Gerçekleştirilen incelemelerde karar alma mekanizmalarında yatırımcıları temsili konusunda Türkiye’nin zayıf kaldığı görülmektedir. Örneğin menkul kıymet yatırım ortaklıklarında genel kurul olsa bile fiilen yatırımcıların karar sürecine etkisi oldukça sınırlı kalmaktadır. BYF’lerde ise karar sürecine katılım söz konusu bile değildir. Yapısı

gereği yatırım fonlarının tüm inisiyatifi yöneticiler ve SPK nezdinde kontrol edilmektedir. Ancak Anglo-Sakson sistemleri incelendiğinde fonların yönetim kurullarında bağımsız üyeler ve müteveli heyetleri bulunarak yatırımcıların yönetim içerisine katılarak menfaatlerinin korunması gözetilmektedir. Türkiye’de ise böyle bir uygulama yoktur. Bu nedenle fonun kapatılmasına karar verildiğinde bu karar tamamen yöneticinin takdir ve değerlendirmeleri esas alınarak gerçekleştirilir. Yatırımcılar açısından da bakıldığında tek taraflı alınan kararlar nedeniyle, fonun kapatılma kararının yatırımcı çıkarlarına uygun alınıp alınmadığını denetleyecek bir yapı mevcut değildir.

Ayrıca, Türkiye açısından fon payının hukuki niteliği hakkında öğretide tartışmalar mevcuttur. Mevcut uygulamalar katılma payını bir tür finansal araç olarak tanımlamaktadır. Ancak yatırımcılar açısından payın sağladığı hakların “*mal varlığı hakkı*” olarak yeterince korunup korunmadığı belirsizlik içermektedir. Tasfiye aşamasında yatırımcının elindeki katılma payları, yatırımcıyı fon varlıklarına ortak kılan yegâne araçtır. Pay üzerindeki bu yatırımcı hakkı, Anglo-Sakson trust hukukunda yararlanma hakkı (beneficial interest) olarak tanımlanmaktadır ve aynı bir hak niteliği taşımaktadır. Türk hukuku açısından bu hak alacak hakkı olarak öngörülmüştür ve bu nedenle tasfiye sürecinde gerçekleştirilecek işlemlerde yatırımcı haklarının korunması açısından alacak hakkı yerine mülkiyet tabanlı bir yaklaşımla değerlendirme yapmak gerekmektedir. Aksi halde bu durumun hak ihlallerine yol açabileceği ileri sürülmektedir. Mevcut mevzuatlarda bu husus örtülü olarak düzenlenmiş gibi görülsede açık olarak tanımlanmış bir güvence hükmü içermemektedir.

Son olarak, yönetim ortaklıklarının tasfiye sürecindeki sorumluluğu konusu da eleştiriye açıktır. Türkiye’de genel hukuk prensipleri uyarınca, bir fon yöneticisi kasıt veya ihmaliyle yatırımcıya zarar verirse sorumlu olacaktır. Ancak özel olarak BYF tasfiyelerinde yöneticilerin görev ihmalı veya kötüye kullanımı durumunda uygulanacak net bir yaptırım veya tazmin mekanizması tanımlanmamıştır.

ABD başta olmak üzere birçok yurtdışı uygulamada yöneticilerin ihlaline dayalı davalar ve tazminatlar söz konusu iken, bu durumun Türkiye açısından oldukça sınırlı kapsamda olduğu görülmektedir. Düzenlemelerde bu sorumluluğun detaylandırılması ve yatırımcı aleyhine oluşabilecek zararın telafisine imkân verecek usullerin belirlenmesi

gerekmektedir. Böylelikle yöneticilere yönelik bir caydırıcılık oluşturmaları açısından bu durum büyük önem içermektedir.

Mevcut durum incelendiğinde, yatırımcıyı koruma açısından Türkiye'deki uygulamalar AB direktifleri göre daha detaylı ve sınırlayıcı tebliğ hükümleri içerdikleri görülmektedir. Bu durum bazı alanlarda esnekliği azaltıp piyasa aktörlerinin inisiyatifini daraltabilir. Nitekim uluslararası kıyaslamada Türkiye'de fon kurma ve yönetim süreçlerinin daha bürokratik ve kısıtlayıcı olduğu eleştirileri yapılmaktadır. Öte yandan, tasfiye gibi kritik bir konuda dahi belirli boşluklar veya geliştirilebilecek yönler mevcuttur. Sonuç olarak mukayeseli hukuktan yararlanarak Türk sisteminin güçlü yanları korunmak sureti ile zayıf yönlerini iyileştirmeye yönelik reformların düzenlenmesi gerekmektedir.

Karşılaştırmalı hukuk kapsamında detaylı bir inceleme neticesinde Türkiye'ye özgü reform önerileri aşağıdaki gibi tanımlanabilir.

Her bir BYF için, daha kuruluş aşamasında SPK onaylı bir tasfiye planı hazırlanmalı ve fon faaliyet süresince güncel tutulmalıdır. Bu plan, olası bir sona erme durumunda fon portföyünün nasıl nakde çevrileceğini, yatırımcılara ödemelerin ne şekilde ve hangi takvimde yapılacağını detaylandırmalıdır. Özellikle ani kararlarla fon kapatılmasının yaratacağı belirsizliği önlemek adına, önceden tasarlanmış bir tasfiye planı bulunması önemlidir. Fransa ve İsviçre örneklerinde düzenleyicinin tasfiye planlarını önceden onayladığı görülmektedir. Ayrıca gerekli durumlarda tasfiye planlarını yenilediği durumlarda ön plana çıkmaktadır. Benzer bir uygulama geliştirilmesi Türkiye açısından yatırımcı güvenini artırmaya katkı sağlayacaktır.

Fon sona ererken yatırımcıların mağduriyetini azaltmak amacıyla alternatif yatırım seçenekleri sunulmalıdır. Alternatif oluştururken yatırımcının mağduriyet yaşamaması adına başka bir fona geçiş yapılması durumunda bu işlem ücretsiz yapılmalıdır. Somut olarak, tasfiye edilen fonun yatırımcılarına vergisel açıdan ücretsiz bir şekilde benzer nitelikte başka bir fona geçiş hakkı tanınabilir. Örneğin, kapanan bir BYF ile aynı endeksi takip eden bir başka fon mevcutsa, yatırımcı dilerse elindeki payları doğrudan o fonun paylarıyla değiştirebilmelidir. Bu sayede yatırımcı, istemediği halde nakde dönüştürüp yeniden yatırım yapmak zorunda kalmadan portföyünü koruyabilecektir. Böyle bir mekanizma, fonların birleşme veya devri prosedürlerinin basitleştirilmesi yoluyla da

sağlanabilir. Yasal düzenlemede, fon kapanışında “*uygun alternatif fonlara geçiş opsiyonu*” tanımlamak, özellikle uzun vadeli yatırımcılar için koruyucu olacaktır.

BYF’lerin kapatılmasına ilişkin mevcut duyuru süreleri en az 30 gün olacak şekilde uzatılmalıdır. Mevzuatta, “*fonun sona ereceğinin kamuya en az bir ay önceden ilan edilmesi*” kuralı getirilmelidir. Bu süre zarfında yatırımcılar, fon paylarını normal şekilde itfa edebilme veya ikinci el piyasada satabilme imkanına sahip olmalıdır. 30 günlük süre yatırımcıların işlemleri için makul bir süre olabilir. Ayrıca yatırımcılara yapılan bildirimlerin içeriği de zenginleştirilmelidir. Sadece KAP üzerinden yapılan açıklamalara bağlı kalınmamalıdır. Aynı zamanda MKK sistemi üzerinden yatırımcılara elektronik bildirim gönderilmelidir. Bu bildirimler yapılırken ilgili portföy yönetim ortaklığı da internet sitesi aracılığıyla kolay ve erişilebilir duyurular yayımlamalıdır. Duyuru metinlerinde yatırımcının atabileceği adımlar (örneğin “*...tarihine kadar paylarınızı fon kurucusuna iade edebilirsiniz*” gibi) açıkça belirtilmelidir. Bu saydamlık, tasfiye sürecinde bilgi eksikliğinden kaynaklanabilecek zararları önleyecektir.

Yatırım fonu katılma payı sahiplerinin hakları kanunda daha güçlü vurgulanmalıdır. Özellikle, BYF katılma payının mal varlığı hakkı niteliği açıkça tanınmalı ve tasfiye sürecinde bu hakkın ihlali sayılabilecek işlemlere karşı koruma sağlanmalıdır. Öneri olarak, 6362 sayılı Kanun veya Tebliğ’de “*katılma payı sahiplerinin fon varlıklarına payları ile orantılı olarak hak sahibi olduğu ve bu hakkın ancak kanunen öngörülen durumlarda ve ölçüde kısıtlanabileceği*” şeklinde bir ifade eklenebilir. Böylece, tasfiye sürecinde yatırımcının fon varlıkları üzerindeki dolaylı mülkiyet hakkına ancak meşru ve saydam gerekçelerle müdahale edilebileceği hükme bağlanacaktır. Bu tür bir netleştirme, uygulamada örneğin tasfiye sırasında yatırımcının aleyhine tek taraflı işlemler yapılmasını engelleyici bir rol oynar.

BYF’lerin kapatılmasına ilişkin karar süreçlerine yatırımcı temsilcilerinin katılımı sağlanmalıdır. Bunun için BYF’ler nezdinde danışma niteliğinde Yatırımcı Komiteleri oluşturulabilir. Bu komitelerde fon yatırımcılarını temsilen belli sayıda üye (örneğin bağımsız bireysel yatırımcı derneklerinden veya büyük kurumsal yatırımcılardan) yer alabilir. Fonun kapatılması gibi kritik kararlar, bu danışma kurulunun görüşüne sunulmalı; Kurul kararı bağlayıcı olmasa bile SPK değerlendirmesinde dikkate alınmalıdır. Ayrıca SPK, fonun feshi kararlarını onaylarken bu Kurul raporlarını isteyip

inceleyebilir. Böyle bir mekanizma, kapatma kararlarının keyfi alınmasını önler ve yatırımcı perspektifinin de göz önünde bulundurulmasını temin eder. İngiltere ve ABD’de fon yönetim kurullarında bağımsız üyelerin bulunması veya müteveli heyet yapıları benzer bir işlev görmektedir. Önerimiz, sözleşmesel fon yapısına uygun şekilde resmi olmasa da danışma organı tesis etmektir. Bu sayede yatırımcılar, fon kapanış sürecinde seslerini duyurabileceklerdir.

BYF’lerin tasfiye sürecinde yönetici ortaklıkların sorumluluğunu netleştiren özel hükümler getirilmelidir. Örneğin Tebliğ’de, *“portföy yönetim şirketi, fonun tasfiye işlemlerini azami özen ve sadakatle yürütmekle yükümlüdür; bu yükümlülüğün ihlali halinde doğacak zararlardan genel hükümler çerçevesinde sorumlu olur”* şeklinde bir ifade bulunabilir. Ayrıca, yatırımcının tasfiye sürecinden kaynaklanan zararlarını pratikte tazmin edebilmesi için SPK nezdinde bir tazmin mekanizması kurulabilir. Nasıl ki borsa aracı kurumlarının iflası durumunda Yatırımcı Tazmin Merkezi devreye giriyorsa, benzer şekilde ağır ihmal veya usulsüzlük sonucu yatırımcılara zarar veren fon yöneticilerinin sorumluluğunu yerine getirmek üzere bir fon oluşturulabilir. Bu, yönetim ortaklıkları üzerinde de caydırıcı bir etki yapacaktır. ABD’de fon yöneticileri ve yönetim kurulu üyeleri, (*fiduciary duty*) ihlallerinde dava edilip tazminata mahkûm olabilmektedir; bizim hukuk sistemimizde de benzer sonuçların alınabilmesi için açık hükümlere ihtiyaç vardır. Böyle bir düzenleme, yatırımcı güvenini pekiştirecek ve yöneticilerin tasfiye sürecine azami dikkati göstermesini sağlayacaktır.

Sunulan bu reform önerileri, tez çalışması kapsamında vurgulanan iyileştirme alanlarını kapsamakla birlikte karşılaştırılmalı hukukta elde edilen yapıcı uygulamaların Türkiye şartlarına uygulanması açısından çözüm önerileri sunmaktadır. Türkiye’deki uygulamaların uluslararası uygulamalar ile karşılaştırılması sonucunda özellikle BYF’lerin sona erme süreçlerinin, yatırımcı koruması, şeffaflık ve öngörülebilirlik açısından önemli reformlara ihtiyaç duyduğu açıkça görülmektedir.

Bu çalışma kapsamında yapılan kavramsal, normatif ve karşılaştırmalı hukuk incelemeleri neticesinde, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ile BYF’lerin Türk Hukuk sistemindeki düzenlemelerle büyük ölçüde uyumlu ve gelişmiş bir yapıya sahip olduğu belirlenmiştir. Ancak buna olumlu duruma karşın uygulamada ortaya çıkan bazı aksaklıkların sürdüğü görülmektedir. Özellikle yatırımcı koruma mekanizmalarının

işlevselliği, fon yönetim süreçlerinin şeffaflığı, kurumsal yönetim standartlarının düzeyi ve ikincil piyasa işlemlerinin likidite kapasitesi bakımından çeşitli sorunlar belirlenmiştir. Bu bağlamda, hem mevcut mevzuatın uygulama etkinliğini artırmak hem de uluslararası normlara tam uyum sağlamak amacıyla, çalışmada ulaşılan tespit ve değerlendirmeler doğrultusunda geliştirilen kapsamlı reform önerileri sunulmuştur.

Önerilen yenilikler Türkiye’de sermaye piyasasının gelişimine önemli katkılar sağlayacaktır. Mevcut sermaye piyasasının daha derinleşmesinin yanında yatırımcılara sunacağı güven ilişkisi ile sermaye piyasasına daha fazla tasarruf sahibinin iştirak etmesine de olanak sağlayacaktır. Bu sayede kolektif yatırım kuruluşlarına duyulan güven pekişecek, daha fazla tasarruf sahibinin sermaye piyasalarına iştirak etmesi mümkün olacaktır. Reformlar, ilgili paydaşların görüşleri alınarak ve kademeli şekilde uygulamaya konulursa, piyasada şok etkisi yaratmadan olumlu dönüşüm sağlanabilecektir. Sonuç itibarıyla, Türkiye’nin kendine özgü koşullarını göz ardı etmeden, küresel standartlarla uyumlu ve yatırımcının menfaatini merkeze alan bir düzenleme anlayışı kolektif yatırım sektörünün sürdürülebilir büyümesine hizmet edecektir.

KAYNAKÇA

- Abt, Michel ve Frédérique Bensahel. The Abolition of the “Swiss Finish” and “Side Pockets” under Swiss Law. International Bar Association Legal Practice Division. Geneva: FBT Avocats, August 2009. (E.T. 10.05.2025). <https://fbt-avocats.ch/wp-content/uploads/2016/10/The-abolition-of-the-Swiss-Finish-and-Side-Pockets-under-Swiss-law.pdf>.
- Ada, Esra. *Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal Yönetim Sistemi Yeterlik Etüdü*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, 2002.
- Adıgüzel, Burak. “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı”. *Ticari ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*. 3/1 (2017): 1-8.
- Adıgüzel, Burak. *İpotekli Sermaye Piyasası Araçları*. İstanbul: Beta Yayın Dağıtım Anonim Şirketi, 2008.
- Adıgüzel, Burak. *Sermaye Piyasası Hukuku*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2025.
- Aiken, Adam L, Christopher P. Clifford ve Jesse A. Ellis. “Hedge Funds and Discretionary Liquidity Restrictions”. *Journal of Financial Economics*. 116/1(2015):197218. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.01.002>.
- Akıncı, Gönül Yüce. *Sermaye Piyasaları ve Yatırım Fonları: Teori ve Uygulama*. Bursa: Dora Yayınevi, 2014.
- Aksoy, Ahmet ve Cihan Tanrıöven. *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*. Ankara: Detay Yayıncılık, 2013.
- Aksoy, Murat Uğur. “Yatırım Ortaklıklarının Almanya’daki Gelişimi ve Kuruluşu”. *İktisadi ve Maliye Dergisi*. 21/2 (1974): 66-77.
- Aksoy, Murat Uğur. “Yatırım Ortaklıklarının Temel Kavramları Üzerine”. *İktisadi ve Maliye Dergisi*. 20/11 (1974): 412-418.
- Akyazan, Sıtkı. “Şahıs Şirketlerinde Ortaklığın Feshi ve Ortaklıktan Çıkarma”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*. 10/ 3 (1980): 619-637.
- Alışkan, Murat. *Türk Ticaret Kanunu’na göre Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’nın Anonim Şirketleri Denetlemesi ve İlgili Fesih Davaları*. İstanbul: Legal Yayıncılık, 2007.
- Allianz Global Investors. Verkaufsprospekt des Allianz Vermögensbildung Deutschland. § 21 “Kündigung und Abwicklung des OGAW-Sondervermögens.” (E.T. 10.05.2025). <https://online.stockselection.de/prospectus/2258513.pdf>.
- Alp, Ali ve Ufuk Yılmaz. *Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 2000.
- Altaş, Hüseyin ve Leyla Müjde Kurt. “İnançlı İşlemler”. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*. 2/2 (2011): 1–29.
- Altay, Sıtkı Anlam. “Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları. İçinde 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 6–7 Haziran 2013, editör Korkut Özkorkut, 197–230. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2017.

- AMF. “A Liquidator of the Funds Previously Managed by Nestadio Capital Has Been Appointed at the Request of the AMF.” AMF News Release, March 4, 2022. <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news/liquidator-funds-previously-managed-nestadio-capital-has-been-appointed-request-amf>.
- AMF. FAQ: Continuity of Management Activities during the Coronavirus Crisis. Paris: AMF, March 31, 2020. https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/2020-04/faq_covid-19_en-relu_amg.pdf.
- AMF. Guide to the Monitoring of Collective Investment Schemes under AMF Oversight. Section “Termination and Liquidation.” 2020. <https://www.amf-france.org>.
- AMF. Règlement Général de l’AMF. Livre III, Chapitre II. “End of Life of Private Equity Funds: The AMF Amends Its General Regulation and Policy.” (E.T. 10.05.2025).
- Amundi Prospectus of FCP – CPR Croissance Réactive. (E.T. 10.05.2025). <https://www.amundi.com>
- Anbar, Âdem ve Lale Karabıyık. *Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi*. Bursa: Ekin Yayınevi, 2018.
- Anderson, Seth C ve Jeffery A Born. *Closed-End Investment Companies: Issues and Answers*. Boston: Springer Science Business Media, LLC, 1992.
- Anderson, Seth, Jeffery Born ve Oliver Schnusenberg. *Closed-End Funds, Exchange-Traded Funds and Hedge Funds: Origins, Functions, and Literature*18. Innovations in Financial Markets and Institutions, Springer Science & Business Media, 2009, 25.
- Annunziata, Filippo. “Cross-Border Mergers between Investment Funds in Europe: A Complicated Enigma” (Bocconi Legal Studies Research Paper, October 5, 2019). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=3470794>
- Ansay, Tuğrul. *Anonim Şirketler Hukuku*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1982.
- Antalya, O. Gökhan. *Marmara Hukuk Yorumu Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Cilt 1*.Ankara, Seçkin Yayınevi, 2019.
- Aral, Fahrettin ve Hasan Ayrancı. *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri*. Ankara: Yetkin Yayıncılık, 2018.
- Arkan, Sabih. *Ticari İşletme Hukuku*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2022.
- Armağan, Korhan. “Bireysel Portföy Yönetim Sözleşmesi Kapsamında Portföy Yöneticisinin Hukuki Sorumluluğu”. *Ankara Barosu Dergisi*. 80/2 (2022): 251-277.
- Arslanlı, Halil, Hayri Domaniç. *Limited Şirketler Hukuku ve Uygulaması: TTK Şerhi III*. İstanbul: Temel Yayıncılık, 1989.
- Arslanlı, Halil. “Anonim Şirketlerde İnfisahın Hukuki Neticeleri”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*. 1 (1962).
- Arslanlı, Halil. *Anonim Şirketler I*. İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1960.
- Arslanlı, Halil. *Anonim Şirketler IV–V. Kısım*. İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1961.

- Arslanlı, Halil. *Anonim Şirketler: Anonim Şirketin Hesapları – Anonim Şirketin İnfisalı ve Tasfiyesi (IV–V)*. İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1961.
- Arslanlı, Halil. *Kolektif ve Komandit Şirketler*. İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1960.
- Atalay, Oğuz. *Anonim Şirketin İflası*. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 1996.
- Atar, Eray Aksın ve Ertuğrul Doğan Erzengin. “Mukayeseli Hukukta Standart Sözleşme Hükümlerinin Çatışması ve Bu Duruma Bağlanan Hukuki Sonuçlar”. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*. 26/1 (2020): 339–381.
- Avşar, Melis. “Kayıtlı Sermaye Sisteminde Yönetim Kurulunun Yetkileri ve Yönetim Kurulu Kararlarına Karşı Başvurulacak Hukuki Yollar”. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2015.
- Ayan, Özge. “Tek Kişilik Şirketlerin Uygulamaya Yansımaları”. *Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*. 23/3 (2019): 25–51.
- Ayan, Özge. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluşu*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2021.
- Aydın, Alihan. *Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi*. İstanbul: Arıkan Yayıncılık, 2008.
- Aydın, Erkan. “Girişim Sermayesi Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Bakımından Vergilendirilmesi”. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 37/2 (2015): 57–82.
- Aydoğdu, Murat ve Nalan Kahveci. *Türk Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri*. İzmir: İleri Yayınları, 2013.
- Ayhan, Rıza, Hayrettin Çağlar ve Mehmet Özdamar. *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*. Ankara: Yetkin Yayınları, 2019.
- Aytaç, Zühtü. “Kayıtlı Sermayeli Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali Sorunu”. İçinde *Prof. Dr. Ernst E. Hirsch’in Hatırasına Armağan*, 257–291. Ankara, 1986.
- Aytaç, Zühtü. *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1988.
- Aytaç, Zühtü. *Türkiye’de Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, Sermaye Piyasası Araçları, Araçlar ve Kuruluşlar*. İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu, 1984.
- BaFin. Germany: Financial Sector Assessment Program – Technical Note on the Supervision of Less Significant Institutions and the Oversight of the Institutional Protection Schemes. IMF Country Report No. 16/193. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2016. (E.T.10.05.2025).
- BaFin. Investment Funds (Overview of Open- and Closed-End Funds). (E.T. 10.05.2025). https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/KVGenInvestmentfonds/Investmentfonds/investmentfonds_node_en.html.
- Bahtiyar, Mehmet ve Esra Hamamcıoğlu. *Yeni TTK’ya Anonim Ortaklık Genel Kurul Toplantıları*. İstanbul: Beta Yayınları, 2014.

- Bahtiyar, Mehmet. “6102 Sayılı TTK’da Anonim Şirketin Kuruluşu”. *Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*. 9/117–118 (2014): 9–28.
- Bahtiyar, Mehmet. “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kuruluş ve Faaliyete Geçiş Esasları”. *Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı*, 1999.
- Bahtiyar, Mehmet. *Anonim Ortaklık Ana Sözleşmesi*. İstanbul: Beta Yayıncılık, 2001.
- Bahtiyar, Mehmet. *Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı*. İstanbul: Beta Yayınevi, 1996.
- Bahtiyar, Mehmet. *Makaleler II*. İstanbul: Beta Basım Yayın, 2008.
- Bahtiyar, Mehmet. *Ortaklıklar Hukuku*. 13. baskı. İstanbul: Beta Yayınları, 2019.
- Başcı, Eşref Savaş ve Fatih Memiş. “A Comparison of the Performances of Type A Mutual Funds Before and After 2008 Global Economic Crisis in Turkey”. *Journal of Social and Administrative Sciences*. 1/1 (2014): 3–8.
- Başpınar, Veysel. *Vekilin Özen Borcundan Doğan Sorumluluğu*. Ankara: Yetkin Yayınları, 2004.
- Bayraktar, Aytaç. “Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları İskontosu ve İMKB Hisse Senedi Endeks Getirileri Üzerindeki Etkisi”. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2008.
- Bebchuk, Lucian Arye ve Mark J. Roe. “A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”. *Stanford Law Review*. 52/1 (1999): 127–170.
- Belen, Herdem. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetlerinin Medeni Hukuk Açısından Değerlendirilmesi*. İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım, 2002.
- Bilge, Mehmet Emin. “Anonim Şirketin Sona Ermesi ve Tasfiyesi”. *Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*. XVI/3-4 (2012): 261-294.
- Bilgili, Fatih ve Emre Demirkapı. *Şirketler Hukuku*. Bursa: Dora Yayınları, 2012.
- Bilir, Hakan, Oğuzkağan Kanlıdere. “Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama: Optimal Portföy Seçimi”. *Uluslararası Sosyal ve Beşerî Bilimler Araştırma Dergisi*. 6/42 (2019): 2533.
- Bodellini, Marco. “Does it still make sense, from the EU perspective, to distinguish between UCITS and non-UCITS schemes?”. *Capital Markets Law Journal*. 11/4, (2016): 528–539. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmw021> (E.T. 10.10.2025).
- Bozer, Ali ve Celal Göle. *Kıymetli Evrak Hukuku*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2021.
- Bozkurt, Tamer. *Şirketler Hukuku*. Ankara: Legem Yayıncılık, 2019.
- Bozkurt, Ünal. “Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları”. *Banka ve Ekonomik Yorumlar*. 16/6 (1979): 62.
- Bozkurt, Ünal. *Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi*. İstanbul: İktisat Bankası Eğitimi Yayınları, 1988.
- Börü, Ş. Parlak. “Mülkiyetin Teminat Amacıyla İnançlı İşlemle Devri”. *Türkiye Barolar Birliği Dergisi*. 29 /128 (2017): 231-272.

- Brehm, Christian. *Das Venture-Capital-Vertragswerk: Die Bedeutung für Management und Strategie des Zielunternehmens*. Wiesbaden: Gabler Verlag, 2012.
<https://doi.org/10.1007/978-3-8349-3508-3>.
- Buckle, Michael ve John Thompson. *The United Kingdom Financial System in Transition: Theory and Practice*. Manchester: Manchester University Press, 1993.
- Buttigieg, Christopher P. “The 2009 UCITS IV Directive: A Critical Examination of the Framework for the Creation of a Broader and More Efficient Internal Market for UCITS”. *The Journal of Business Law*. (2012): 453 vd.
- Camgöz, Mevlüt. *Borsa Yatırım Fonları*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2022.
- Can, Musa. *Anonim Şirketlerde Zorunlu Organ Eksikliğinin Sonucu Olarak Fesih Davası*. İstanbul: Onikilevha Yayınları, 2020.
- Cansel, Erol ve Çağlar Özel, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C.1*. Ankara: Seçkin Yayınları, 2017.
- Capotă, Laura-Dona vd. *Is the EU Money Market Fund Regulation Fit for Purpose? Lessons from the COVID-19 Turmoil*. ECB Working Paper No. 2737. Frankfurt: European Central Bank, October 2022.
- Capponi, Agostino, Paul Glasserman ve Marko Weber. “Swing Pricing for Mutual Funds: Breaking the Feedback Loop Between Fire Sales and Fund Runs”. *Management Science*. 66/8 (2020): 3581–3602.
- Chambers & Partners, *Investment Funds 2025 – Global Practice Guide*, section “ 4.1 Recent Developments and Proposals for Reform”.
<https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/investment-funds-2025>
(E.T. 10.05.2025).
- Choi, James vd. “How Does Simplified Disclosure Affect Individuals Mutual Fund Choices?”. *Behavioral & Experimental Finance eJournal*, 2009.
- Cicmil, Danica. “Investing in ‘Sondervermögen’ Funds in Germany: An Analysis of Legal Structure, Regulatory Requirements and Performance”. *Ekonomija: teorija i praksa*. 167 3 (2023): 126–139.
- Civan, Mehmet. *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*. Bursa: Ekin Yayınevi, 2010.
- Clarke, Kathleen K, ve M.Paul Miller. “Complying with the SEC’s New Proxy Voting Rules”. *Journal of Investment Compliance*. 4 (2003): 22–25.
- CMS France. *Real Estate Transactions in France: Legal and Tax Aspects*. Section on liquidation and liquidator appointment.
- Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Law of 17 December 2010 Relating to Undertakings for Collective Investment. https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/L_171210_UCI.pdf.
- Çamoğlu, Ersin. “Ticaret Kanununun Kolektif Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi ve Ortağın Çıkarılmasına İlişkin Hükümlerin Emredici Niteliği”. *Prof. Dr. Halil Arslanlı Anısına Armağan*, (289-307). İstanbul, 1978.

- Çamoğlu, Ersin. *Kıymetli Evrak Hukukunun Temel İlkeleri*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2020.
- Çamoğlu, Ersin. *Kolektif Ortaklıkta Haklı Sebep Kavramı ve Ortağın Haklı Sebepçe Çıkarılması*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008.
- Çanakçı, Ekrem. *Yatırım Ortaklıkları – 1995*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1996.
- Çanakçı, Ekrem. *Yatırım Ortaklıkları–1996: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1997.
- Çatakoğlu, Buket. “Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk”. *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 11, (2016): 118-132.
- Çatakoğlu, Buket. *Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları*. Ankara: Seçkin Yayınevi, 2016.
- Çelebi Çakır, Fatma Betül. “Payları Borsada İşlem Gören Şirketlerin Kendi Paylarını Edinmesinin Koşulları”. *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Prof. Dr. Durmuş Tezcan’a Armağan. 21 (özel sayı). (2019): 2545–2581.
- Çelik, Aytekin. “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na Göre Anonim Şirketlerin Haklı Sebepçe Feshi”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*. 25/4 (2009): 566.
- Çelikleş, İlyas. “Türkiye’de Yatırım Ortaklıklarının Düzenleniş ve Vergilendirilmesi”. Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1998.
- Çetin, Nusret, Hatice Ebru Töremiş, ve Zeynep Cantimur. *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunun Sistematik Analizi*. Ankara: Yetkin Basım Yayın Dağıtım Anonim Şirketi, 2014.
- Çolak, A. Ender ve Aşkın Alıcı. *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: A’dan Z’ye*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, 2001.
- Darpeix, Pierre Emmanuel vd. *Overview and Inventory of French Funds Liquidity Management Tools: Dynamic View Since 2017 and Update as at Mid 2021*. Banque de France Working Paper No. 845, October 2021. <https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/wp845-en.pdf>
- Davut, Aydın. “Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Uygulaması”. *Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisat ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*.1 (1989): 175–181
- Denmark, Frances. “Happy 20th Birthday, ETFs: A Look Back at Nate Most and His Novel Idea.” *Institutional Investor*, 2013. <https://www.institutionalinvestor.com/article/2bstuzgqumloi5ut9aq68/portfolio/happy-20th-birthday-etfs-a-look-back-at-nate-most-and-his-novel-idea> (E.T. 15.02.2024).
- Destanoğlu, Burçak Yıldız. *Yatırım Fonu Katılma Belgeleri*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2004.
- Deville, Laurent. “Exchange Traded Funds: History, Trading and Research.” In *Handbook of Financial Engineering*, edited by Constantin Zopounidis, Michael Doumpos, and Panos Pardalos, 1–37. Berlin: Springer, 2008.

- Dinç, Serhan “6102 Sayılı Kanuna Göre Anonim Şirketlerde Sona Erme”. *Yıldırım Beyazıt Hukuk Dergisi*. (2016): 223-248.
- Distribution to Investors in Switzerland. AIMA Journal (October 12, 2018). <https://www.aima.org/journal/aima-journal-edition-116/article/distribution-to-investors-in-switzerland.html>. (E.T. 11.05.2025).
- Doğanay, İsmail. *Türk Ticaret Kanunu Şerhi*. Cilt II. Ankara: Feryal Matbaası, 1990.
- Doğanay, İsmail. *Türk Ticaret Kanunu Şerhi*. Cilt II. İstanbul: Beta Basım Yayım, 2004.
- Domaniç, Hayri. “Anonim Şirket Ana Mukavelelerine Yazılması Gerekli ve Mümkün Unsurlar”. İçinde *Halil Arslanlı'nın Anısına Armağan*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi, 1978.
- Domaniç, Hayri. *Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK Şerhi*. Cilt II. İstanbul: Temel Yayınları, 1988.
- Domaniç, Hayri. *Türk Ticaret Kanunu Şerhi*. Cilt I. İstanbul, 1988.
- Dönmez, Çetin Ali. “Sermaye Piyasalarımız İçin Yeni Bir Enstrüman: Borsa Fonları (Exchange Traded Fund)”. *İMKB Dergisi*. 23/6 (2002): 23–52.
- Eli, Sherrill, D. ve Jeffrey R. Stark. “ETF Liquidation Determinants.” *Journal of Empirical Finance* 48, no. C. (2018): 357-373. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2018.07.007>.
- Elton, Edwin J. vd. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2014.
- Erdem, Nuri. *Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi*. 2. basım. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2019.
- Erdem, Nuri. *Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2012.
- Eren, Fikret ve Ünsal Dönmez. *Eren Borçlar Hukuku Şerhi*. Ankara: Yetkin Yayıncılık, 2023.
- Eren, Fikret. *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*. Ankara: Legem Yayınları, 2023.
- Eren, Fikret. *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*. İstanbul: Beta Yayıncılık, 2020.
- Eren, Fikret. *Mülkiyet Hukuku*. Ankara: Yetkin Yayınları, 2020.
- Ertan, Füsün Nomer. “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”. *İstanbul Üniversitesi Mecmuası*. 71/ 2 (2013): 131–143.
- Ertan, Füsün Nomer. “Anonim Ortaklığın Haklı Nedeniyle Feshi Davası – TTK m. 531 Üzerine Düşünceler”. *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*. 7/1 (2015).
- Ertan, N. Fusun Nomer. “Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahibi ile Kurucu Arasındaki Hukuki İlişki ve Katılma Belgesinin Sahibinin Hukuki Konumu, Ömer Teomana 55. Yaş Günü Armağanı” editör Abuzer Kendigelen, C. 1. 595-623. İstanbul, Beta Yayım Dağıtım Anonim Şirketi, 2002.
- Esener, Turhan. *Türk Hususi Hukukunda Muvazaalı Muameleler*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 1956.

- Eser, Rüya. *İngiltere'de Finansal Piyasaların Düzenlenmesinde Finansal Hizmetler Kurumu*. Sermaye Piyasası Kurumu Araştırma Raporu. 2001.
- ESMA (European Securities and Markets Authority). Guidelines on fund terminations, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-guidance-fund-terminations>. 2021.
- ESMA. Final Report on the Guidelines on Liquidity Management Tools of UCITS and Open-ended AIFs. ESMA34-1985693317-1160. Paris: ESMA, 15 April 2025. (E.T. 10.05.2025). [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA34-19856933171160_Final_Report_on_the_Guidelines_on_LMTs_of_UCITS_and_o](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA34-19856933171160_Final_Report_on_the_Guidelines_on_LMTs_of_UCITS_and_open-ended_AIFs.pdf) pen-ended_AIFs.pdf.
- European Parliament ve Council. Directive 2009/65/EC of 13 July 2009 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS). Official Journal of the European Union L 302, 17 November 2009. (E.T. 09.05.2025). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32009L0065>
- European Parliament ve Council. Directive 2011/61/EU of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers (AIFMD). Official Journal of the European Union L 174, 1 July 2011. (E.T. 09.05.2025). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32011L0061>.
- Farina, Richard H. John P. Freeman & James Webster, Mutual Fund Industry: A Legal Survey, 44 Notre Dame L. Rev. 732 (1969). Available at: <http://scholarship.law.nd.edu/ndlr/vol44/iss5/5> (E.T. 12.05.2025).
- Feldman, Gerald D. “Foreign Penetration of German Enterprises after the First World War: The Problem of Überfremdung”, In Historical Studies in International Corporate Business, editörler Alice Teichova, Maurice Lévy-Leboyer ve Helga Nussbaum, 87–110. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.
- FINMA. “Custodian Banks of Collective Investment Schemes,” FINMA Official Guide, referencing CISA Art. 16 and related termination provisions, <https://www.finma.ch/en/authorisation/asset-management/custodian-banks-of-collective-investment-schemes>.
- FINMA. Authorisation: Asset Management and Collective Investment Schemes.
- Financial Stability Board. Potential Financial Stability Issues Arising from Recent Trends in Exchange-Traded Funds (ETFs). Basel: FSB, 2011. https://www.fsb.org/uploads/r_110412b.pdf (E.T.21.11.2025).
- Fisch, Jill E. “Promoting Corporate Diversity: The Uncertain Role of Institutional Investors”. *Seattle University Law Review*. 46/2 (2023): 367–390.
- Foucher, Ian ve Kyle Gray, Exchange-Traded Funds: Evolution of Benefits, Vulnerabilities and Risk. Bank of Canada, Financial System Review. 2014, 37. (<https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2014/12/fsr-december14-foucher.pdf>) (E.T. 27.01.2025).
- Freeman, John P. “Fund Boards as Reform Leaders – Missing in Action”. *Journal of Corporation Law*. 32/4 (2007): 819–842.

- Funk, Bernhard. “German Real Estate Funds: Structural Changes in the Market Following the Implementation of the AIFM Directive”. *World of Real Estate Journal (Swiat Nieruchomosci)*. 90 (2014): 39–44.
- Gastineau, Gary L. “A short history of program trading”. *Financial Analysts Journal*. 47(4), (1991): 18–27. <https://www.jstor.org/stable/4479463>
- Gastineau, Gary L. “Exchange Traded Funds: An Introduction”. *The Journal of Portfolio Management*. 27/3 (2001): 88–96.
- Gastineau, Gary L. “Protecting Fund Shareholders from Costly Share Trading”. *Financial Analysts Journal*. 60/3 (2004): 22–32.
- Gastineau, Gary L. *Exchange Traded Funds Manual*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons Inc., 2010.
- Geiss, Michael M ve Katharina E. Saulich. “The German KAGB – A New Era for the Alternative Investment Industry?”. *Securities Regulation & Law Report* 46, SRLR 558 (24 Mart 2014): 1–5.
- Gemici, İlke Aytekin. *Portföy Yönetim Sözleşmesi ve Hukuki Sorumluluk, Yeterlik Etüdü*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi, 2005.
- Gide Law Firm. *Covid-19: The AMF Provides Details on Liquidity Management Tools Available During the COVID-19 Epidemic Crisis for Open-Ended Investment Funds*. Paris: Gide, 7 April 2020.
- Gould, Jeffrey B ve David A. Goldstein. “Plan Fiduciaries’ Duties after the Mutual Fund Scandals”. *Compensation & Benefits Review*. 37/5 (2005): 17–22.
- Gökalp, Namık Kemal. *Sermaye Piyasalarında Halka Arz, Yöntemler Uygulama ve Analizi*. İstanbul: Beta Yayıncılık, 2022.
- Gökçe, Gamze. *Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi*. Ankara: Türk Tarih Kurumu Basımevi, 1998.
- Göktürk, Kürşad. “Şirketler Hukukunda Affectio Societatisin Anlamları”. *Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*. 7/2 (2021): 217–234.
- Gözbaşı, Onur. “Borsa Yatırım Fonları-Performans Değerlendirmesi ve Analizi”. Doktora Tezi, Erciyes Üniversitesi, 2010.
- Grohowski, Robert ve Sean Collins. “The Structure and Regulation of Mutual Funds.” In *Mutual Funds and Exchange Traded Funds: Building Blocks to Wealth*, editör H. Kent Baker, Greg Filbeck ve Halil Kıymaz, chapter 4. New York: Oxford University Press, 2015.
- Gullifer, Louise ve Jennifer Payne. *Corporate Finance Law: Principles and Policy*. New York: Hart Publishing, 2020.
- Gül, Yavuz ve Serpil Altınırnak. “Evaluation of the Performance of Turkish Equity Umbrella Funds Using the Morningstar Rating System”. *Journal of Capital Markets Studies*. 2/1 (2018): 23–36. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/453607>.

- Gümüş, M. Alper. *Türk İsviçre Borçlar Hukukunda Vekilin Özen Borcu*. İstanbul: Beta Yayıncılık, 2001
- Günel, Vural ve Yalçın Özge Okat. *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*. İstanbul: Onikilevha Yayıncılık, 2021.
- Günel, Vural. *Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar)*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymet Borsası Yayını, 1997.
- Günaydın, Burcu. *Anonim Şirkette Zorunlu Organ Eksikliğine Dayanan Fesih Davası*. İstanbul: Beta Basım Yayın, 2012.
- Gündoğdu, Aysel. *Türkiye'de Sermaye Piyasasının Değişen Yüzü*. Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2015.
- Gürlesel, Can Fuat. *Avrupa Birliği Katılım Sürecinde Finans Sektörü ve Kurumlar*. İstanbul: Derin Yayınları, 2007.
- Gürsoy, Kemal Tahir. *Mukayeseli Hukukta, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, 1977.
- Hamamcıoğlu, Gülşah Vardar. “Taşınmaz Mülkiyetinin İnançlı İşlemlerle Devri ve Buna İlişkin Yargıtay Kararlarının Değerlendirilmesi”. *Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*. 17/1 (2018): 87-120.
- Haslem, John A. (2010). *Normative transparency of mutual fund disclosure*. In J. A. Haslem (Ed.), *Mutual funds: Portfolio structures, analysis, management, and stewardship* (pp. 319–335). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Haslem, John A. “Why Have Mutual Fund Independent Directors Failed as Shareholder Watchdogs?”. *Journal of Investing*. 19/1 (2010): 7–12.
- Haykır, Bekir Emre. *Yatırım Fonlarında Çıkar Çatışmaları Kurucunun Hukuki Sorumluluğu Düzenleme Önerileri Yeterlik Etüdü*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, 2005.
- Hazen, Thomas Lee. *Federal Securities Law*. ABD: Second Edition, 2003.
- Hehn, Elisabeth. *Exchange Traded Funds: Structure, Regulation and Application of a New Fund Class*. Berlin: Springer, 2005.
- Helvacı, Mehmet. *Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Sorumluluğu*. İstanbul: Beta Yayınları, 2001.
- Heuberger, Reto ve Stefan Oesterhelt. “Collective Investment Vehicles in International Tax Law: The Swiss Perspective”. *Intertax*. 38/1 (2010): 31–37.
- Hızlısoy, Özlem İlbasmış. “Halka Açık Anonim Şirketlerin ve Halka Açık Şirket Olarak Yatırım Ortaklıklarının Kendi Paylarını Edinmesi”. *Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*. 217/18 (2023): 1383–1419.
- Hızlısoy, Özlem İlbasmış. *Anonim Şirketin Haklı Sebeple Feshi*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2016.
- Hodge, Susan. “Open-Ended Investment Companies”. *Journal of Financial Regulation and Compliance*. (1995): 322 vd.
- <https://archive.org/details/greatcrash192900galb> (E.T. 10.10.2025).

<https://cms.law/content/download/378725/file/Real%20Estate%20transactions%20in%20France.pdf>.

https://corporatefinanceinstitute-com.translate.goog/resources/wealth-management/closed-end-mutual-funds/?_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=tr&_x_tr_hl=tr&_x_tr_pto=wa (E.T. 22.10.2025).

<https://doi.org/10.1016/j.irl.2024.106229>.

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_de (E.T. 18.02.2022).

<https://elischolar.library.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=13781&context=ypfs-documents>(E.T. 21.10.2025).

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02009L0065-20200107>. (E.T. 10.10.2025).

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129&from=EN> (E.T. 05.09.2025).

<https://ideas.repec.org/a/aza/jsoc00/y2013v6i1p10-15.html?utm> (E.T. 10.10.2025).

<https://investors.statestreet.com/investor-news-events/press-releases/news-details/2023/State-Street-Global-Advisors-SPDR-SP-500-ETF-Trust-Celebrates-its-30-Year-Anniversary/default.aspx?utm> (E.T. 17.10. 2025).

<https://kobias.com.tr/girisim-sermayesi-yatirim-ortakliklari/>(E.T. 19.05.2022).

<https://mevzuat.spk.gov.tr/def73dfb-f16e-48bd-bd5d-718e9ea6803e>. (E.T.13.04.2022).

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636146.

[https://scholar.google.com.tr/scholar?q=%22Research+Perspective%22+serisi+\(Antoni+ewicz+%26+Heinrichs,+2014,+36.&hl=tr&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholart](https://scholar.google.com.tr/scholar?q=%22Research+Perspective%22+serisi+(Antoni+ewicz+%26+Heinrichs,+2014,+36.&hl=tr&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholart) (E.T.27.01.2025).

<https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/5Borsa%20Yat%C4%B1r%C4%B1m%20Fonlar%C4%B1.pdf> (E.T. 31.05.2023).

<https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Girisim%20Sermayesi%20Yatirim%20Ortakliklari.pdf> (E.T.17.09.2025).

<https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Yatirim%20Fonlari.pdf> (E.T. 25.09. 2025).

<https://spk.gov.tr/hakkimizda/uluslararası-faaliyetlerimiz/uluslararası-menkul-kiymet-komisyonlari-orgutuiosco> (E.T. 09.05.2025).

<https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/menkul-kiymet-yatirim-fonlari/tanitim-rehberi> (E.T. 10.10.2023)

<https://spk.gov.tr/kurumlar/yatirim-ortakliklari/menkul-kiymet-yatirim-ortakliklari/tanitim-rehberi> (E.T.20.03.2024).

<https://spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/253>. (E.T. 22.08.2022).

[https://spl.com.tr/wpcontent/uploads/2025/01/1001_MKT_311122024_202401130850.p](https://spl.com.tr/wpcontent/uploads/2025/01/1001_MKT_311122024_202401130850.pdf)dfb(E.T. 20.05.2025).

<https://tspb.org.tr/yatirimcisoszlugu/degisken-sermayeli-yatirim-ortakliklari/> (E.T. 10.09.2025).

<https://www.alarkogyo.com.tr/yatirimci-iliskileri/genel> (E.T.10.01.2026).

https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari.pdf (E.T. 17.03.2023).

https://www.borsaistanbul.com/files/Borsa_Yatirim_Fonlari_Varantlar_ve_Sertifikalar.pdf. (E.T. 05.09.2025).

<https://www.borsaistanbul.com/piyasalar/pay-piyasasi/urunler> (E.T. 30.09.2025).

<https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/488/pay-piyasasi-urunler>(E.T. 01.05.2024).

<https://www.ekonomist.com.tr/sozluk/arbitraj-nedir-arbitaj-nasil-yapilir-kripto-arbitraj-nedir>

https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2004_2009/documents/fd/d-tr20050223_02/d-tr20050223_02en.pdf (E.T. 05.09.2025).

<https://www.finma.ch/en/authorisation/asset-management/>.

<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/UKLR>. (E.T. 10.10. 2025).

https://www.ici.org/doc-server/pdf:bro_g2uits_p.pdf. (E.T.05.09.2025).

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16193.pdf>.

https://www.law.cornell.edu/wex/adhesion_contract (E.T.13.06.2025).

<https://www.legifrance.gouv.fr/codes/id/LEGISCTA000006178052/> (E.T. 25.10.2025).

<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents> (E.T. 11.10.2025).

https://www.pwc.ch/en/publications/2016/collective_investment_en.pdf (E.T. 13.05.2025).

<https://www.sec.gov/data-research/data-visualizations/registered-investment-companies-statistics> (E.T. 10.05. 2024)

<https://www.sec.gov/investor/alerts/etfs.pdf>.pp. 1–2. (E. T. 21.10.2025).

<https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/mutual-funds-next-75-years-stein> (E.T. 10.10.2023)

<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/447>(E.T. 01.06.2022).

<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1231>(E.T. 09.06.2022).

<https://www.takasbank.com.tr/tr/hakkimizda/tanitim/takasbank>

https://www.theaic.co.uk/sites/default/files/documents/The_ownership_of_investment_companies_Mar25_FINAL.pdf (E.T. 10.10.2025).

<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps24-6.pdf> (E.T. 10.10.2025).

Hulick, Victoria P. “Proxy Voting: The Rules and Industry Reaction”. *Journal of Investment Compliance*. 3/4 (2002): 31–35.

ILP Abogados. *How to Liquidate a SICAV?* Madrid: ILP Abogados, 2020. <https://www.ilpabogados.com/en/how-to-liquidate-a-sicav/>.

- IMF, Global Financial Stability Report (Washington, DC: IMF, 2023). (E.T.21.11.2025). <https://www.imf.org/en/publications/gfsr>.
- Inozemtsev, Eduard ve Andrei Simonov. “Closing of Mutual Funds within Management Company”. *HSE Economic Journal*. 20/2 (2016): 311–336.
- Investment Company Institute. A Guide to Unit Investment Trusts. Washington, D.C.: Investment Company Institute, 2018. https://www.ici.org/doc-server/pdf/bro_g2uits_p.pdf.
- IOSCO ve FSB. Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities. Financial Stability Board “Fire Sales and Liquidation Practices”. 2017. <https://www.fsb.org/uploads/FSB-Policy-Recommendations-on-Asset-Management-Structural-Vulnerabilities.pdf>.
- IOSCO. Good Practices for the Termination of Investment Funds.Final Report, Publication No. IOSCOPD588. Madrid: IOSCO, November 2017. (E.T. 09.05.2025), 2025. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD588.pdf>
- IOSCO. *Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the AMLMC Framework*. Basel: IOSCO, October 2024. International Organization of Securities Commissions. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD799.pdf>.
- İhtiyar, Mustafa. *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*. İstanbul: Beta Basım Yayın, 2006.
- İmregün, Oğuz. *Anonim Ortaklıklar*. İstanbul: Yasa Yayınları, 1989.
- İmregün, Oğuz. *Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunları Telif Çareleri*. İstanbul: İsmail Akgün Matbaası, 1962.
- İnam, Mehmet. *Türkiye’de Menkul Kıymetler Piyasası ve Yatırım Alternatiflerinin Genel Analizi*. Ankara: Gayret Matbaası, 1987.
- İpek, Fena. “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Kayıtlı Sermaye Düzenlemesi ve Bu Düzenlemenin Sermaye Piyasası Işığında Değerlendirilmesi”. *Yaşar Üniversitesi Dergisi*. 8 (2013): 1416 vd.
- İzmirli, Yadiğâr. *Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunun Organ Niteliğini Kaybetmesi ve Hukuki Sonuçları*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 2001.
- Jackson, E. Howell, *A System of Fiduciary Protections for Mutual Funds*. ERN: Regulation & Supervision (Topic), 2020. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3659500>.
- Jason A. Scharfman, “The Swiss Collective Investment Schemes Act: New Challenges and Opportunities for Fund Managers and Investors”. *Journal of Securities Operations & Custody*. 6/3 (Spring 2014): 228–233.
- Johnson, Lyman P. Q. “Protecting Mutual Fund Investors: An Inevitable Eclecticism”. *İçinde Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*, editör William A. Birdthistle ve John Morley, 4–9. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2018. <https://ssrn.com/abstract=2814214>
- Kaderoğlu, Murat. *Anonim Şirketlerin İnfisahı (Dağılması)*. İstanbul: On iki levha Yayınları, 2017.

- Kaplan, İbrahim. *Banka Sözleşmeleri Hukuku*. Ankara: Yetkin Yayıncılık, 1996.
- Karaahmetoğlu, İsmail Özgün. “Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 1.5.2016 Tarihinde Verdiği E.2015/9937, K.2016/4885 Sayılı Kararı Işığında Anonim Şirket Merkezi”. *Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*. XII/1 (2017): 5.
- Karacan, Ali İhsan ve Esra Erişir Karacan. *Sermaye Piyasası Araçları*. İstanbul: Legal Yayıncılık, 2021.
- Karakocalı, Ahmet. “İnançlı İşlemin Türleri Işığında İnananın Koruması”. *Terazi Hukuk Dergisi*. 18/208, (2023), 63-76.
- Karayalçın, Yaşar. *Ticaret Hukuku*. Cilt III, *Ticari Senetler (Kambiyo Senetleri)*. Ankara, 1970.
- Kaspereit, Thomas. “Mandatory Disclosure of Open-Ended Real Estate Fund Shares”. *International Review of Law and Economics*, 2024.
- Kayalı, Mustafa Mesut. “Pricing Efficiency of Exchange Traded Funds in Turkey: Early Evidence from the Dow Jones Istanbul 20”. *International Research Journal of Finance and Economics*. 10 (2007) :14-23.
- Kayalidere, Koray ve Hüseyin Aktaş. “Alternatif Portföy Seçim Modellerinin Performanslarının Karşılaştırılması (İMKB Örneği)”. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 10/1 (2008): 292.
- Kayar, İsmail. *Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması ve Alınacak Tedbirler*. Konya: Mimoza Yayınları, 1997.
- Kayar, İsmail. *Ticaret Hukuku*. Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2018.
- Kayıhan, Şaban ve Mustafa Yasan. *Şirketler Hukuku*. Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2017.
- Kazgan, Haydar ve Murat Uğur Aksoy. “Sermaye Piyasası ve Yatırım Ortaklıkları”. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*. 30/1 (1970): 333-349.
- Kendigelen, Abuzer ve İsmail Kırca. *Kıymetli Evrak Hukuku*. İstanbul: Onikilevha Yayınları, 2024.
- Kendigelen, Abuzer. *Yeni Türk Ticaret Kanunu: Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2012.
- Kılıç, Sami. *Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi*. Ankara: İMKB Yayını, 2002.
- Kılıçoğlu, Ahmet. *Borçlar Hukuku*. Ankara: Turhan Kitabevi, 2017.
- Kırca, İsmail, Feyzan Şehirali Çelik ve Çağlar Manavgat. *Anonim Şirketler Hukuku: Temel Kavram ve İlkeler Kuruluş Yönetim Kurulu*. Cilt I. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013.
- Knepel, Helmut. “German Closed-End Funds.” İçinde *Understanding German Real Estate Markets*, editörler Tobias Just ve Wolfgang Maennig, 4–6. Berlin: Springer, 2017. https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-319-32031-1_20
- Kocayusufpaşaoğlu, Necip. *Borçlar Hukuku*. İstanbul: Filiz Kitabevi, 2017.
- Korkmaz, Turhan ve Ali Ceylan. *Sermaye Piyasası Temel Konular*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2020.

- Korkmaz, Turhan ve Ali Ceylan. *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Yayınevi, 2007.
- KPMG Switzerland. L-QIF (Limited Qualified Investor Fund). Fact sheet, April 2024. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/ch/pdf/l-qif-factsheet.pdf>.
- Kuru, Baki, Ramazan Arslan ve Ejder Yılmaz. *İcra ve İflâs Hukuku*. Ankara: Yetkin Yayınları, 2010.
- Kütükçü, Doğan. *Sermaye Piyasası Hukuku Cilt I*. İstanbul: Beta Yayınları, 2004.
- Laçın, Yusuf Gürsel. “Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye Uygulaması”. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, 1999.
- Legal 500. “Germany: Alternative Investment Funds.” Comparative Guide. (E.T. 10.05.2025). <https://www.legal500.com/guides/chapter/germany-alternative-investment-funds/>.
- Loyens & Loeff, “Swiss FinSA and FinIA Effective as from 1 January 2020: Overview of Transitory Provisions,” Loyens & Loeff News Update, January 2020, <https://www.loyensloeff.com/swiss-finsa-en-finia-effective-from-1-january-2020.pdf>.
- Madlem, Peter W, ve Larry D. Edwards. *Power Investing with Basket Securities: The Investor’s Guide to Exchange Traded Funds*. Boca Raton, FL: St. Lucie Press, 2001.
- Madura, Jeff. *Financial Institutions and Markets*. 7. baskı. Ohio: Thomson South-Western, 2006.
- Manavgat, Çağlar. “Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesinde ‘Menkul Kıymetler Şirketi’nin Anlamı ve İstisnanın Değerlendirilmesi”. İçinde *Prof. Dr. Erdal Onar’a Armağan*, Cilt 2. Ankara: Ankara Üniversitesi Yayınları, 2013.
- Manavgat, Çağlar. “Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydî Sistemin Esasları”. *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*. 50/ (2), (2001), 159-191.
- Manavgat, Çağlar. *Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016.
- Markham, Jerry W. “Mutual Funds Scandals: Comparative Analysis of the Role of Corporate Governance in the Regulation of Collective Investments”. *Hastings Business Law Journal*. 3/1 (2006): 67–122.
- Marszk, Adam, ve Ewa Lechman. *Exchange-Traded Funds in Europe*. Cambridge, MA: Academic Press, 2019.
- Meena, Suman. *Regulation of Mutual Fund Market in France*. Working paper. SSRN, February 24, 2013.
- Mehmetoğlu, Hayreddin Fırat. “Türk Hukukunda İnançlı İşlemler”. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*. 29/2 Özel Sayı (2023), 1604-1643.
- Memiş, Tekin ve Gökçen Turan, *Sermaye Piyasası Hukuku*. Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2020.

- Merriman, O.C. *Mutual Funds and Unit Trusts*. London: Pitman Publishing, 1965.
- Moralı, Ahu Ayanoglu. “Mülkiyet Hakkının Teminat Amaçlı Devrine Yönelik İnançlı İşlemler”. Doktora Tezi, Galatasaray Üniversitesi, 2006.
- Moroğlu, Erdoğan *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarısı, Değerlendirme ve Öneriler*. Ankara: Türkiye Barolar Birliği, 2006.
- Moroğlu, Erdoğan. “Anonim Ortaklıkta Azınlık Pay Sahiplerinin Korunması ve Haklı Nedenlerle Fesih”. İçinde *Makaleler*, 93–107. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2010.
- Morse, Geoffrey. *Charlesworth’s Company Law*. 17. baskı. Londra: Sweet & Maxwell, 2005.
- Murphy, Jack, Julien Bourgeois ve Lisa Price. “How a Fund Dies”. *The Review of Securities & Commodities Regulation* 43, no. 21 (December 1, 2010): 283–296. <https://www.dechert.com/>.
- Münyas, Turgay. “Türk Sermaye Piyasasının Yeni Kolektif Yatırım Kuruluşu: Değişken Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı’nın Yapı, İşleyiş ve Faaliyet Esasları Üzerine Bir İnceleme”. *Maliye Finans Yazıları*. 107, (2017): 147-160.
- Nikkanen, Eero. "Variable Capital Investment Companies in Luxembourg and Ireland: Frameworks for Finnish Reform". *Helsinki Law Review*. 19/1(2025): 18–43. <https://doi.org/10.33344/vol19iss1pp18-43>.
- Nomer, Füsun N. *Yatırım Ortaklıkları*. İstanbul: Beta Yayınları, 2003.
- Odabaşı, Selma Uras. “Yatırım Ortaklığı ve Yatırım Fonları”. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1993.
- Oğuzman, M. Kemal ve Turgut Öz. *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013.
- Oğuzman, M.Kemal, Özer Seliçi ve Saibe Oktay Özdemir. *Eşya Hukuku*. İstanbul: Filiz Kitabevi, 2024.
- Okat, Yalçın Özge. *Kollektif Yatırım Modellerine İlişkin At ve Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması ve Yeni Bir Kollektif Yatırım Modeli Olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları Yeterlik Etüdü*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, 2000.
- Okat, Yalçın Özge. *Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları*. Ankara: Seçkin Yayınevi, 2009.
- Okçuoğlu, Yavuz. “Anasözleşmesinde Belirtilen Sürenin Bitmesine Rağmen Faaliyetine Devam Eden Anonim Şirketin Hukuki Durumu”. İçinde *Prof. Dr. Ernst E. Hirsch’in Hatırasına Armağan*. Ankara, 1989.
- Olgun, Raif. *Investment Trust’lar*. Ankara: Banka Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, 1964.
- Olsen, Timothy. *The Teenage Investor: How to Start Early, Invest Often and Build Wealth*. USA: The McGraw-Hill Companies, 2003.
- Önder, Mehmet Fahrettin. “Türk Hukukunda Yatırım Fonları”. *Öneri Dergisi*. 4/16, (2001): 223-226. <https://doi.org/10.14783/maruoneri.728750>.

- Öngüt, İbrahim. “Yatırım Şirketleri ve Yatırım Fonları”. *İktisat Maliye Dergisi*. XIV/ 2 (1967): 61.
- Özdamar, Mehmet. *Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisap Etmesi*. Ankara: Yetkin Yayınları, 2005.
- Özdemir, S. Oktay. “Teminat Amaçlı Mülkiyet Devri Sözleşmeleri”. *Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni*. 19/1-2 (1999): 657-68.
- Özkaya, Erarslan. *İnançlı İşlem ve Muvazaa Davaları*. Ankara: Seçkin Yayınevi, 2024.
- Özkorkut, Korkut. “Anonim ve Limited Şirketlerde Ortaklık Sifatının Sona Ermesi ve Özellikle Haklı Sebep ile Fesih Davasına İlişkin Bazı Değerlendirmeler”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*. 32/1 (2016): 63-150.
- Özkorkut, Korkut. *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Açısından Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2013.
- Özmen, İhsan ve Eraslan Özkaya. *Muvazaa Davaları*. Ankara: 1993.
- Özsunay, Ergun. *Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, 1968.
- Öztan, Fırat. *Kıymetli Evrak Hukuku*. İstanbul, 1994.
- Öztan, Fırat. *Kıymetli Evrak Hukuku*. Ankara, 1976.
- Öztan, Fırat. *Kıymetli Evrak Hukuku*. Ankara: Yetkin Yayınları, 2020.
- Öztürk, Gülay. *İnançlı İşlemler*. Ankara: Yetkin Yayınları, 1998.
- Öztürk, Hakkı ve Özkan, Tayfun. *Asset Management and The Case of Turkey: Risk Adjusted Performance Evaluation of Turkish Mutual and Pension Funds*, 1. baskı Frankfurt am Main. Peter Lang GmbH, Internationaler Verlag der Wissenschaften, 2022.
- Palmiter, Alan R. “The Mutual Fund Board: A Failed Experiment in Regulatory Outsourcing”. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*.1 (2006): 165–208.
- Parida, Sitikantha. *Essays on Delegated Portfolio Management*. Doktora Tezi, London School of Economics and Political Science, 2012.
- Paslı, Ali ve Fatih Aydoğan. “Kolektif Yatırım Kuruluşları (Fon Yönetimi).” *İçinde Türk Hukukunun Avrupa Birliği Hukukuna Uyumu-Özel Hukuk*, editörler: Arslan Kaya, Baki İlkay Engin, Ali Paslı, Şehriban İpek Aşıkoğlu, Elif Oğuz, 475–501. İstanbul: İstanbul University Press, 2020.
- Pekcanıtez, Hakan. *Anonim Ortaklıkların İflası*. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 1991.
- Pirgaip, Burak. *Pay Geri Alımları ile Geri Alım İşlemlerinin Neden ve Sonuçlarının Analizi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama*. Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014.
- Polat, Özlem Ata. “Dağınık Defter Teknolojisine Dayalı Kıymetli Evrak Düzenlemeleri ve Bu Düzenlemelerin Menkul Kıymetlerin Kıymetli Evrak Niteliğini Etkisine

- İlişkin Bir Değerlendirme”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*. 39/2 (2023): 323–365.
- Pop, Cosmina Mădălina ve Victoria Bogdan. “The collective investment funds – A Romanian and European perspective”, *Annals of the “Stefan cel Mare” University of Suceava: Fascicle of the Faculty of Economics and Public Administration*. 9, (2009): 204–211.
- Popescu, Marius ve Zhaojin Xu. “Liquidity Management by Mutual Funds”. *Managerial Finance*. 49/12 (2023): 1886–1898. <https://doi.org/10.1108/mf-07-2022-0311>.
- Poroy, Reha ve Ünal Tekinalp. *Kıymetli Evrak Hukuku Esasları*. İstanbul: Beta Yayınları, 1989.
- Poroy, Reha ve Ünal Tekinalp. *Kıymetli Evrak Hukuku Esasları*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2018.
- Poroy, Reha ve Ünal Tekinalp. *Kıymetli Evrak Hukuku Esasları*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2021.
- Poroy, Reha, Ersin Çamoğlu ve Ünal Tekinalp. *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009.
- Poroy, Reha, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu. *Ortaklıklar Hukuku I*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014.
- Poroy, Reha, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu. *Ortaklıklar Hukuku I*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2019.
- Poroy, Reha, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu. *Ortaklıklar Hukuku II*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2019.
- Poroy, Reha, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu. *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010.
- Pugliese, Domenick, Michael Rosella ve David Hearth. “SEC Issues Guidance Update Regarding Enhanced Mutual Fund Disclosure”. *Journal of Investment Compliance*. 15/4 (2014): 11–14.
- Pulaşlı, Hasan. *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre Şirketler Hukuku Şerhi: Cilt I*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2011.
- Pulaşlı, Hasan. *Kıymetli Evrak Hukukunun Esasları*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2023.
- Pulaşlı, Hasan. *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2017.
- Pulaşlı, Hasan. *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2022.
- Pulaşlı, Hasan. *Şirketler Hukuku Şerhi: Cilt I*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2018.
- Pulaşlı, Hasan. *Şirketler Hukuku Şerhi: Cilt II*. Ankara: Adalet Yayınları, 2014.
- Pulaşlı, Hasan. *Şirketler Hukuku Şerhi: Cilt IV*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2022.
- Rodoplu, Gültekin. *Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, 1993.
- Rouwenhorst, K. Geert. “The Origins of Mutual Funds”. *Yale ICF Working Paper (0448)*, (2004): 1-31.

- Rutterford, Janette. “Learning from One Another’s Mistakes: Investment Trusts in the UK and the US, 1868–1940”. *Financial History Review*. 16/2 (2009): 157–181.
- Sarı, Suat. Vekalet Sözleşmesinin Tek Taraflı Olarak Sona Erdirilmesi. (İstanbul: 2004).
- Satır, Aylin. *Ulusal ve Uluslararası Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Risk Analizi*. İstanbul: Beta Yayınları, 2012.
- Scharfman, Jason. “The Swiss Collective Investment Schemes Act: New Challenges and Opportunities for Fund Managers and Investors”. *Journal of Securities Operations & Custody*. 6/3 (2014): 228–233.
- Securities and Exchange Commission (SEC). Form N-1A: Registration of open-end management investment companies, <https://www.sec.gov/files/formn-1a.pdf>.
- Securities and Exchange Commission (SEC). Investor bulletin: Fund liquidation, https://www.sec.gov/files/ib_mutualfundliquidation.pdf. 2020.
- Seliçi, Özer. *Borçlar Kanunu’na Göre Sözleşmeden Doğan Sürekli Borç İlişkilerinin Sona Ermesi*. İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1976.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK). Haftalık Bülten, <https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster>. 2025, Mayıs.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK). III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, <https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20210507/0>.
- Sermaye Piyasası Kurumu. *Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu Yayını, 2016.
- SIPC (Securities Investor Protection Corporation). Protection for investors, <https://www.sipc.org>.
- Sjostrom, William K. Jr. “Tapping the Reservoir: Mutual Fund Litigation Under Section 36 (a) of the Investment Company Act of 1940”. *Kansas Law Review*. 54 (2006): 251–306.
- Smith, David M. “Mutual Fund Fees and Expenses.” In *Mutual Funds: Portfolio Structures, Analysis, Management, and Stewardship*, edited by John A. Haslem, 51–74. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2010.
- Soydemir, Selim. *Amerika Birleşik Devletleri, İsviçre, Kore ve Türk Hukuku’na Yatırım Fonları ve Para Piyasası Fonlarının Türkiye’de Olabilirliği Yeterlik Etüdü*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, 1986.
- Soykan, İsmail Cem. *Anonim Ortaklıklarda Organ Yokluğu*. İstanbul: Onikilevha Yayıncılık, 2012.
- St. Giles, Mark, Ekaterina Alexeeva ve Sally Buxton. *Managing Collective Investment Funds*. İngiltere: Cadogan Financial, 2000.
- Sunay, Nesrin Akın. “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğleri Kapsamında Serbest Fonların (Hedge Fonlar) Regülasyonu”. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*. 22/3 (2016): 151.
- Sümer, Ayşe. “Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi”. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. 28/1 (2010): 171–175.

- Sümer, Ayşe. *Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat*. İstanbul: Alfa Basım Yayın, 2002.
- Swiss Federal Tax Administration (ESTV). Liquidation von kollektiven Kapitalanlagen (Anlagefonds). August 2021. <https://www.estv.admin.ch/estv/de/home/die-estv/estv-mitteilungen/liquidation-von-kollektiven-kapitalanlagen-anlagefonds.html>.
- Switzer, Lome N ve Rana Zoghaib. “Index Participation Units, Market Tracking Risk, and Equity Market Demand”. *Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*. 26/1 (2009): 33–45. <https://doi.org/10.1111/j.1936-4490.1999.tb00199.x>
- Şahin, Ayşe. *Anonim Ortaklığın Haklı Sebeplerle Feshi*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013.
- Şahin, Nalan. *Borsada İşlem Gören Fonlar Yeterlik Etüdü*. İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, 2003.
- Şener, Oruç Hami. *Anonim Ortaklıkta Ek Tasfiye (İhya)*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2015.
- Şener, Oruç Nami. *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku Ders Kitabı*. Ankara: Seçkin Yayınevi, 2017.
- Tandoğan, Haluk. *Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, Cilt II*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010.
- Taner, Berna ve Cenk Akkaya. *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*. Ankara: Detay Yayıncılık, 2016.
- Tanör, Reha. *Türk Sermaye Piyasası*. İstanbul: Beta Yayıncılık, 2000.
- Tekil, Fahiman. *Anonim Şirketler Hukuku*. İstanbul: Alkim Yayınevi, 1998.
- Tekil, Fahiman. *Kıymetli Evrak Hukuku*. İstanbul, 1974.
- Tekil, Fahiman. *Şirketler Hukuku. Cilt II*. İstanbul: Yeni Üniversite, 1978.
- Tekinalp, Ünal ve Ersin Çamoğlu. *Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Kanunu*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2018.
- Tekinalp, Ünal. “Türk Ticaret Kanunu’ndaki Boşluk: Anonim Ortaklığın Önemli Sebeplerle Feshi- Çoğunluk Gücünün Kullanılmasına Karşı Etkili Bir Araç”. *İktisat ve Maliye Dergisi*. 21 (1974).
- Tekinalp, Ünal. *Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeler*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayını, 1979.
- Tekinalp, Ünal. “Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Haklarına Doğru”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 14/3, (1988): 1-16.
- Tekinalp, Ünal. *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015.
- Tekinalp, Ünal. *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*. İstanbul: Es Yayınları, 1982.
- Tekinay, Selahattin Sulhi vd. *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*. İstanbul: Filiz Kitabevi, 1993.
- Temizel, Fatih ve Berfu Ece Bayçelebi. “Yatırım Fonu Performans Değerlemesinde Güncel Yaklaşımlar ve TEFAS Sonrası Dönem İçin Türkiye Önerisi”. *Business and*

Management Studies: An International Journal. 3/3 (2016): 273–289 (E.T.05.06.2025).

Tevfik, Arman T ve Gürman Tevfik. “Investment Fund Industry in Turkey: A Descriptive Study”. *Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 8/15 (2006): 213–223.

Tevfik, Gürman. *Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları*. Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1995.

Toptepe, İbrahim. “Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları”. *Maliye Dergisi*. 1982.

Töremiş, Hatice Ebru. “Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Pay Geri Alımlarında Yeni Düzen”. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*. 20/2 (2014): 181–215.

Töremiş, Hatice Ebru. “Yatırımcı Hizmet ve Faaliyetleri Bağlamında Yatırımcının Tüketici Olarak Korunması”. Doktora Tezi, İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2021.

Tucker, Anne M, Yusen Xia ve Susan Navarro Smelcer. “Text, Tone, and Legal Language: Analyzing Mutual Fund Disclosure Sentiment”. *American Business Law Journal*. 61/1 (2024): 57–86.

Tuncer, Selahattin. *Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama)*. Ankara: Okan Yayıncılık, 1985.

Turan, Gökçen. “Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk”. Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi. 23/2 (2019): 198–199.

Turanboy, Asuman. “2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na 4487 Sayılı Kanun’la Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydi Değer Düzenlemesi”. *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*. 48/1–4 (1999): 39–60.

Turanboy, Asuman. *Varakasız Kıymetli Evrak*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, 1998.

Tuttle, Matthew. *How Harvard and Yale Beat the Market -What Individual Investors Can Learn from University Endowments to Help them Prosper in an Uncertain Market*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2009.

Tzevetkova, Rossitza. *The Implementation of Exchange Traded Funds in the European Market*. Germany: Südwestdeutscher Verlag für Hochschulschriften, 2009.

U.S. Securities and Exchange Commission. “Investor Bulletin: Fund Liquidation.” Investor.gov, December 17, 2021. <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/e>.

U.S. Securities and Exchange Commission. “What Happens When a Fund Closes or Merges.”

U.S. Securities and Exchange Commission. *IM Guidance Update: Deregistration of Investment Companies: Applications on Form N-8F*. Washington, DC: SEC Division of Investment Management, April 2014. PDF. <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/e>.

- Uçar, Sercan. *Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Azli*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2023.
- Uyar, Mustafa. *Sermaye Piyasası Hukukunda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2024.
- Uygur, Atiye B. “Teminat Amaçlı İnançlı İşlemler”. *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*. 10/1-2 (2006): 171-195.
- Ülgen, Hüseyin vd. *Kıymetli Evrak Hukuku*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2021.
- Ülgen, Hüseyin vd. *Ticari İşletme Hukuku*. İstanbul: Onikilevha Yayıncılık, 2015.
- Ünal, Gözde ve Ömer Faruk Tan. “Performance Evaluation of A Type Turkish Mutual Funds in the Era of Quantitative Easing”. *Yıldız Social Science Review*. 2/1 (2015): 35–46. <https://dergipark.org.tr/tr/download/issue-file/3369>.
- Ünal, Mücahit. *Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2011.
- Ünal, Targan. *Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar: Türkiye Örneği Sorunlar ve Çözüm Önerileri*. İstanbul: İMKB Araştırma Yayını, 1995.
- Vural, Güven. *Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi, 1978.
- Weiner, Michael B. “A Historical Analysis of the Investment Company Act of 1940”. *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*. 10/1 (2020): 67–84.
- Wiandt, Jim ve Will McClatchy. *The Exchange Traded Funds*. New York: John Wiley & Sons Inc, 2002.
- Wolfinger, Mark. *Create Your Own Hedge Fund: Increase Profits and Reduce Risks with ETFs and Options*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005.
- www.siteresources.worldbank.org/.../WorldbankUCITS_presentation06%5B1%5D.06.06_TUR.ppt (18.5.2022).
- Yalçın, Hale ve Sema Dube. “Impact of Economic and Market Factors on the Market Liquidity Timing Ability of Mutual Fund Managers in Turkey”. *International Journal of Emerging Markets*. 18/9 (2021): 2072–2085.
- Yanlı, Veliye. *Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması*. İstanbul: Beta Yayıncılık, 2005.
- Yasaman, Hamdi. “Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi.” *İsviçre Borçlar Kanunu’nun İktisabının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku’nun Türk Ticaret Hukuku’na Etkileri*. İstanbul: 2009.
- Yasaman, Hamdi. *İsviçre ve Fransız Hukuklarında Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkânları*. İstanbul, 1980.
- Yasaman, Hamdi. *Menkul Kıymetler Borsası Hukuku*. İstanbul, 1992.
- Yavuz, Cevdet, Faruk Acar ve Burak Özen. *Borçlar Hukuku Özel Hükümler, II. Cilt*. İstanbul: Beta Yayınları, 2022.
- Yavuz, Nihat. *Borçlar Hukuku El Kitabı*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2018.

- Yıldırım, Evrim. “Kolektif Yatırım Sözleşmesi”. Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, 2011.
- Yılmaz, Ejder. *Hukuk Sözlüğü*. Ankara: Yetkin Hukuk Yayınları, 1992.
- Yılmaz, Onur. “Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Yatırım Fonları Özelinde Değerlendirilmesi”. *İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*. 16/2-3, (2017): 511-536.
- Yılmaz, Süleyman ve Hamdi Pınar. “İnançlı İşlemlerin Muvazaalı İşlemlerle Karşılaştırılması Üzerine Bir Değerlendirme”. *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*. 64/4 (2019): 959-998.
- YPOG AIFMD 2.0 and the Fund Market Strengthening Act. Briefing (March 2025). Section “Facilitation of Liquidation by the AIFM.” (E.T. 10.05.2025). [https://www.ypog.law/hubfs/YPOG%20Briefing%20Fund%20Market%20Strengthening%20Act%20\(English\).pdf](https://www.ypog.law/hubfs/YPOG%20Briefing%20Fund%20Market%20Strengthening%20Act%20(English).pdf).
- Yüksel, Elif Berktaş. *Türk Hukukunda Saf İnançlı İşlemler*. İstanbul: Onikilevha Yayıncılık, 2022.
- Zevkliler, Aydın ve K. Emre Gökyayla. *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2024.
- Zhao, Xinge. “Exit Decisions in the U.S. Mutual Fund Industry”, Mutual Funds, 2005. <https://doi.org/10.1086/430863> (E.T. 12.05.2025).