

**T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ  
SERMAYE PİYASALARI VE BORSA ANABİLİM DALI**

**TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMET  
YATIRIM FONLARI VE AVRUPA BİRLİĞİ'NE  
ENTEGRASYONU**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**SETENAY DİLEK**

**İSTANBUL - 2008**

**T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ  
SERMAYE PİYASALARI VE BORSA ANABİLİM DALI**

**TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMET  
YATIRIM FONLARI VE AVRUPA BİRLİĞİ'NE  
ENTEGRASYONU**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**DANIŞMAN: PROF. DR. AYŞE SUMER**

**HAZIRLAYAN: SETENAY DİLEK**

**İSTANBUL - 2008**



125  
YIL

T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Avrupa Birliği’ne Entegrasyonu

TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Setenay DİLEK

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 03.07.2008

JÜRİ ÜYELERİ :

**GÖREVİ**

**ADI SOYADI**

**İmza**

Danışman

Prof.Dr.Ayşe SUMER

Üye

Yrd.Doç.Dr.İmre ERSOY

Üye

Yrd.Doç.Dr.Altan MASUN

## ÖNSÖZ

Türkiye'de Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Avrupa Birliği'ne Entegrasyonu konulu bu çalışmada, Avrupa Birliği Yatırım Fonları Direktiflerinin ve işleyişinin ülkemizdeki mevcut yapıya uyumunun ortaya konulması amaçlanmıştır. Bu amaç çerçevesinde; Avrupa Birliği Yatırım Fonlarına yön veren direktifler, mevcut işleyiş yapıları ve standartları ile bunlara entegrasyonu beklenen Türk Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının yasal düzenlemeleri ve işleyiş yapıları incelenmiştir. Bu inceleme mevcut farklılıkları ortaya koymuş ve Türk Menkul Yatırım Fonlarının entegrasyon gerekleri saptanmıştır.

Bu çalışmanın hazırlanmasında büyük katkısı olan sevgili hocam Prof. Dr. Ayşe Sumer'e, araştırma görevlileri Sayın Seniha Dal ve Ferah Türkoğlu başta olmak üzere, hayatım boyunca yanımda olan canım anneme, babama, annaneme ve de kuzenim Taylan'a teşekkür ederim.

# İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
KISALTMALAR .....	vi
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM SERMAYE PİYASALARI VE YATIRIM FONLARI

1. GENEL OLARAK SERMAYE PİYASALARI .....	3
1.1. Sermaye ve Piyasa Kavramları .....	3
1.2. Sermaye Piyasasının Tanımı ve Özellikleri .....	4
1.2.1. Sermaye ve Para piyasaları.....	4
1.2.2. Sermaye Piyasası Tanımı ve Unsurları .....	6
1.2.3. Sermaye Piyasası Türleri .....	8
1.2.3.1. Birincil Piyasalar .....	8
1.2.3.2. İkincil Piyasalar.....	8
2. TÜRKİYE 'DE SERMAYE PİYASALARI .....	9
2.1. Türkiye'de Sermaye Piyasalarının Tarihsel Gelişimi .....	9
2.1.1. Osmanlı Dönemi .....	10
2.1.2. Cumhuriyet Dönemi .....	12
2.2. Türk Hukukunda Sermaye Piyasaları.....	14
2.2.1. Sermaye Piyasası Kanununun Amacı ve Konusu .....	14
2.2.2. Sermaye Piyasası Faaliyetleri.....	15
2.2.3. Sermaye Piyasası Kurumları .....	15
2.2.3.1. Aracı Kuruluşlar .....	16
2.2.3.2. Yatırım Ortaklıkları.....	17
2.2.3.3. Yatırım Fonları.....	18
2.2.3.4. Sermaye Piyasasında Faaliyet Göstermesine İzin Verilen Diğer Kurumlar.....	19
3. SERMAYE PİYASASINDA YATIRIM FONLARI.....	20
3.1. Yatırım Fonlarının Tanımı .....	20
3.2. Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi.....	21
3.2.1. Dünya'da Yatırım Fonlarının Gelişimi .....	21
3.2.2. Türkiye'de Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi.....	22
3.3. Yatırım Fonu Türleri.....	25
3.3.1. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları .....	26
3.3.1.1. Açık Sonlu(Open-End) Yatırım Fonları .....	26
3.3.1.2. Kapalı Sonlu (Closed-End) Fonlar .....	27
3.3.2. Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları .....	28
3.3.2.1. Aşırı Büyüme Amaçlı Fonlar.....	28
3.3.2.2. Büyüme Amaçlı Fonlar .....	28
3.3.2.3. Büyüme ve Gelir Amaçlı Fonlar.....	29
3.3.2.4. Gelir Amaçlı Fonları .....	29
3.3.3. Portföyün Niteliğine Göre Yatırım Fonları.....	29
3.3.3.1. Hisse Senedi Yatırım Fonları.....	30
3.3.3.2. Tahvil Fonları.....	30

3.3.3.3. Para Piyasası Fonları .....	31
3.3.3.4. Karma Fonlar.....	31
3.4. Yatırım Fonlarının Avantajları.....	32
3.4.1. Ekonomi Açısından .....	32
3.4.2. Kurucular Açısından.....	33
3.4.3. Yatırımcılar Açısından .....	33
3.5. Yatırım Fonlarına Hakim Olan Temel İlkeler .....	34
3.5.1. Riskin Dağıtılması İlkesi .....	34
3.5.2. Profesyonel Yönetim İlkesi .....	36
3.5.3. Menkul Kıymet Portföyü İşletme İlkesi .....	36
3.5.4. İnançlı Mülkiyet İlkesi .....	37
3.5.5. Mal Varlığının Korunması İlkesi.....	38
4. SERMAYE PİYASASI KANUNU AÇISINDAN YATIRIM FONLARI.....	39
4.1. Yatırım Fonlarının Tanımı .....	39
4.2. Yatırım Fonlarının Türleri .....	40
4.3. Yatırım Fonlarında Taraflar .....	44
4.3.1. Kurucu.....	44
4.3.2. Yed-i Emin (Saklayıcı).....	46
4.3.3. Tasarruf Sahipleri .....	46
4.4. Yatırım Fonlarının Kuruluşu ve Faaliyet Şartları.....	47
4.4.1. Fon Kurabilecekler .....	47
4.4.2. Kurucunun Nitelikleri.....	47
4.4.3. Fon Kurma Limiti.....	48
4.4.4. Fon İçtüzüğü ve Fon Kuruluşu İçin Gerekli Belgeler .....	49
4.4.4.1. Fon İçtüzüğü.....	49
4.4.4.2. Fon Kuruluşu için Gerekli Bilgi ve Belgeler .....	50
4.5. Yatırım Fonlarının Yönetim Yapısı .....	51
4.5.1. Kurucu ve Yönetici .....	51
4.5.3. Fon Hizmet Birimi.....	53
4.5.4. Saklama Hizmeti .....	53
4.6. Yatırım Fonlarında Yönetim İlkeleri.....	54
4.6.1. Fon Mal Varlığına İlişkin İlkeler.....	54
4.6.2. Fon Portföy Yönetimine İlişkin İlkeler.....	55
4.6.3. Fon Portföyüne İlişkin Sınırlamalar .....	56
4.7. Fonun Geliri.....	59
4.8. Fon Giderleri.....	60
4.9. Yatırım Fonlarına Ait Temel Bilgi Kaynakları .....	61
4.9.1. İçtüzük.....	62
4.9.2. İzahname .....	62
4.9.3. Sirküler.....	62
4.9.4. Fonun Finansal Tabloları.....	63
4.9.5. Aylık Raporlar.....	63
4.9.6. Günlük Gazete ve Periyodik Dergiler.....	63
4.10. Yatırım Fonu Katılma Belgeleri.....	64
4.10.1. Katılma Belgeleri Tanımı .....	64
4.10.2. Katılma Belgelerinin Fiyatları ve Pay Değeri.....	65
4.10.2.1. Alım Talimatları .....	66
4.10.2.2. Satım Talimatları .....	67
4.10.3. Katılma Belgelerinin Alımı ve Satımı .....	68
4.11. Yatırım Fonlarında Denetim .....	69
4.12. Fonun Sona Ermesi .....	69

4.13. Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi.....	70
-------------------------------------------------	----

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **AVRUPA BİRLİĞİ'NİN OLUŞUMU VE AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARINA YÖN VEREN DÜZENLEMELER**

1. AVRUPA BİRLİĞİ FİKRİNİN DOĞUŞU .....	73
2. AVRUPA BİRLİĞİ'NİN GELİŞİM SÜRECİ .....	74
2.1. Avrupa Kömür Ve Çelik Topluluğu.....	74
2.2. Roma Antlaşması.....	75
2.3. Beyaz Kitap ve Tek Avrupa Senedi .....	76
2.4. Delors Raporu ve Maastricht Antlaşması.....	77
2.5. Amsterdam ve Nice Antlaşmaları .....	79
3. TÜRKİYE VE AVRUPA BİRLİĞİ İLİŞKİLERİNİN TARİHÇESİ .....	81
4. AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARINA GENEL BAKIŞ.....	82
4.1. Avrupa Birliği'nin Sermaye Piyasasındaki Hedefleri ve Öncelikleri.....	83
4.1.1. Hizmet Sunum Serbestisi .....	83
4.1.2. Sermayenin Serbest Dolaşımı.....	84
4.1.2.1. Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesine Yönelik Çıkarılan 1960 Tarihli 1. Direktif .....	85
4.1.2.2. Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesine Yönelik Çıkarılan 1962 Tarihli 2. Direktif .....	87
4.1.2.3. Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesine Yönelik Çıkarılan 1986 Tarihli 3. Direktif .....	88
4.1.2.4. Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesine Yönelik Çıkarılan 1988 Tarihli 4. Direktif .....	89
5. AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARINI DÜZENLEYEN MEVZUAT .....	90
5.1. Menkul Kıymetlere İlişkin Davranış Yasası ( Code of Conduct).....	90
5.2. Kotasyon Kriterleri ve Uygulama Esasları.....	92
5.2.1. Kotasyon Kriterlerinin Koordinasyonu Direktifi (Kabul Direktifi) .....	92
5.2.2. Kotasyon Özellikleri Direktifi .....	94
5.2.3. Ara Dönem Raporları Direktifi.....	94
5.3. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti İle İlgili Direktif.....	95
5.4. Yatırım Hizmetleri Direktifi .....	96
5.5. Sermaye Yeterliliğine İlişkin Direktif.....	99
5.6. Yatırımcıların Korunması ve Tanzim Edilmesine İlişkin Direktif .....	100
5.7. Kollektif Yatırım Kuruluşlarına (UCITS) İlişkin Düzenlemeler .....	102
5.8. Takas ve Saklama İle İlgili Düzenlemeler.....	103
5.9. Muhasebe Standartlarına İlişkin Düzenlemeler.....	103

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **AVRUPA BİRLİĞİ'NİN FİNANSAL HİZMET POLİTİKALARI, YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN DÜZENLEMELERİ VE TÜRKİYE'NİN UYUMU**

1. AVRUPA BİRLİĞİ'NİN FİNANSAL HİZMETLER POLİTİKASINA YÖN VEREN ADIMLAR .....	107
1.1. Finansal Hizmetler Eylem Planı.....	108

1.2. Lamfalussy Prosedürü.....	110
1.3. 2005-2010 Finansal Hizmetler Politikası.....	111
2. AVRUPA BİRLİĞİ'NİN KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINA İLİŞKİN DİREKTİFİ (UCITS).....	112
2.1. Direktifin Çerçevesi.....	113
2.2. UCITS Direktifinin Tarihçesi.....	114
2.3. Kollektif Yatırım Kuruluşunun Tanımı ve Kapsamı.....	117
2.4. Kollektif Portföy Yönetimi ve Portföy Yönetim Şirketi.....	118
2.5. Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Yatırım Araçları.....	119
2.6. Portföy Saklama Kuruluşu.....	120
2.7. Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Faaliyete Geçişİ.....	121
2.8. Kamuyu Aydınlatmaya İlişkin Esaslar.....	122
2.9. Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Uymakla Yükümlü Olduğu Kurallar.....	122
3. KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINA İLİŞKİN AVRUPA BİRLİĞİ DÜZENLEMELERİNİN ÜLKEMİZ DÜZENLEMELERİYLE KARŞILAŞTIRILMASI.....	123
3.1. Fon Kurucusu ve Fon Yöneticisi Bakımından.....	124
3.2. Yatırım Yapabilecek Araçlar Bakımından.....	124
3.3. Fon Varlıklarının Saklanması Bakımından.....	125
3.5. Fon Tipi Bakımından.....	128
3.6. Yabancı Yatırım Fonlarının Pazarlanması Bakımından.....	128
3.7. Kamuyu Aydınlatma Bakımından.....	129
4. AVRUPA BİRLİĞİ DÜZENLEMELERİNE UYUMLA BİRLİKTE YATIRIM FONLARINDA MEYDANA GELECEK OLASI DEĞİŞİKLER VE ETKİLERİ.....	130
<b>SONUÇ.....</b>	<b>132</b>
<b>KAYNAKLAR.....</b>	<b>136</b>

## KISALTMALAR

<b>AO</b>	Anonim Ortaklık
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>OECD</b>	Organization for Economic Co-Operation and Development (Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü)
<b>AKÇT</b>	Avrupa Kömür Ve Çelik Topluluğu
<b>AET</b>	Avrupa Ekonomik Topluluğu
<b>AAET</b>	Avrupa Atom Enerjisi Topluluğu
<b>AMB</b>	Avrupa Merkez Bankası
<b>AT</b>	Avrupa Topluluğu
<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ESC</b>	European Securities Committee (Avrupa Menkul Kıymetler Komitesi)
<b>CESR</b>	Committee of European Securities Regulators (Avrupa Menkul Kıymetler Düzenleme Komitesi)
<b>DSYO</b>	Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları
<b>UCITS</b>	Directive On Undertakings For Collective Investment in Transferable Securities (Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kollektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun, Düzenleme Ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi)
<b>FSAP</b>	Finansal Hizmet Eylem Planı
<b>MiFID</b>	Markets in Financial Instruments Directive (Finans Araç Piyasaları Hakkında Avrupa Konseyi Direktifi)
<b>GVK</b>	Gelir Vergisi Kanunu
<b>HAK</b>	Hükümetler Arası Konferans
<b>HAAO</b>	Halka Açık Anonim Ortaklık
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KHK</b>	Kanun Hükmünde Kararname
<b>KVK</b>	Kurumlar Vergisi Kanunu
<b>KİT</b>	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
<b>KYK</b>	Kollektif Yatırım Kuruluşları
<b>MKYF</b>	Menkul Kıymet Yatırım Fonları
<b>MD</b>	Madde
<b>NVD</b>	Net Varlık Değeri

<b>RG</b>	Resmi Gazete
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SSCB</b>	Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
<b>SerPK</b>	Sermaye Piyasası Kanunu
<b>TBMM</b>	Türkiye Büyük Millet Meclisi
<b>TTSG</b>	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
<b>IOSCO</b>	International Organization Of Securities Commissions (Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü)
<b>IFRS</b>	International Financial Reporting Standarts (Uluslararası Finansal Raporlama Standartları)
<b>IAS</b>	International Accounting Standarts (Uluslararası Muhasebe Standartları)
<b>IASC</b>	International Accounting Standarts Committee (Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi)

## GİRİŞ

Finansal piyasalara yatırım yapmak belli bir bilgi birikimi ve uzmanlık gerektirmektedir. Özellikle de hızla küreselleşen dünya ekonomisinde bilgi akışının inanılmaz boyutlara geldiği günümüzde yatırım yapmak ve bundan en yüksek verimi elde etmek bireysel yatırımcıların boyutlarını aşmaktadır. Ayrıca bireysel birikimler genellikle yeterli büyüklüğe ulaşamadıklarından, etkin bir çeşitlendirme yapılamamakta dolayısıyla da maruz kalınan risk artmaktadır. Bu nedenle de tek başlarına pek önem taşımayan tasarrufların, sermaye piyasasına, bu alanda uzmanlaşmış bilgi ve tecrübe sahibi kişiler tarafından kanalize edilmesi ihtiyacı yatırım fonlarının ortaya çıkışına neden olmuştur.

Sermaye piyasası kurumları arasında önemli bir yere sahip olan yatırım fonları işleyişinden kaynaklı avantajları nedeniyle yatırımcılar tarafından fazlasıyla tercih edilen bir yatırım türüdür. Özellikle profesyonellikten, yeterli bilgi ve tecrübeden uzak yatırımcılar için zaman ve bilgi tasarrufu sağlayıp, risklerini azaltarak, konjonktürel dalgalanmalardan mümkün olduğunca etkilenmeden piyasalarda yer almalarına imkan tanımaktadır.

Genişleme, bütünleşme ve uyum süreci içerisinde bulunan AB'de uyum sürecinin en temel bileşenlerinden birini Topluluk hukuki düzenlemelerinin ve yasalarının uyumlaştırılması oluşturmaktadır. Ülkemizin AB entegrasyon sürecinin bir adımı olan sermaye piyasalarının önemli bir kolektif yatırım kuruluşu olan yatırım fonlarının entegrasyonu mevcut yapının AB standartlarına uyumlaştırılmasıyla işlerlilik kazanacaktır. Söz konusu uyumlaştırma sonucunda, hem piyasa şartlarına göre şekillenebilen kurumsal yatırım kuruluşlarının oluşumu hem de yatırımcıların daha iyi korunduğu ve katılımcıların genişlediği bir piyasanın yaratılması sağlanacaktır.

Yukarıda belirtilen amaç doğrultusunda Birinci Bölümde; Dünya'da ve Türkiye'de yatırım fonlarının ortaya çıkışı, türleri, ilkeleri, avantajları ve de ülkemiz yatırım fonlarının Sermaye Piyasası Kanunu açısından temel düzenlenmelerine yer verilmiştir.

İkinci Bölümde; AB'nin temelini oluşturan kurucu antlaşmalar, AB'nin gelişim süreci, Türkiye ve AB ilişkilerinin tarihçesi ve Avrupa Sermaye Piyasalarına yön veren AB Direktifleri incelenmiştir.

Üçüncü ve son Bölümde ise; AB Finansal Hizmetler Politikası ve kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemeler incelemek suretiyle Türk Menkul Yatırım Fonlarının Avrupa Düzenlemeleri ile karşılaştırılmalı analizi yapılarak bir tavsiye niteliğinde ülkemiz mevzuatında yapılması gereken değişiklikler sunulmuştur.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## SERMAYE PİYASALARI VE YATIRIM FONLARI

### 1. GENEL OLARAK SERMAYE PİYASALARI

#### 1.1. Sermaye ve Piyasa Kavramları

Sermaye, bir ihtiyacın doğrudan veya dolaylı olarak karşılanması, diğer bir ifade ile tüketim için değil, aksine yeni servetler üretimi için kullanılan servetin bir kısmını ifade etmektedir. Ekonomi ilmi yönünden bakıldığında, servet ile sermayenin tek farkı üretim amacıyla kullanılmasıdır.<sup>1</sup> İşletme bakımından ise; Ekonomik bir değer taşıyan ve ekonomik teşebbüsün ortaya çıkmasında etkili olan her şey yani bir işletmenin devamlı olarak faaliyette bulunabilmesi ve fonksiyonlarını yerine getirebilmesi için sahip olduğu üretim araçları, para gibi malvarlıkları da sermaye olarak kabul edilmektedir.<sup>2</sup>

Piyasa terimi ise dilimize İtalyancadan gelmiş olup, alıcı ve satıcıların birbirleriyle doğrudan ya da dolaylı karşı karşıya gelerek, mal ve hizmet transferinin gerçekleştiği yer olarak tanımlanmaktadır.<sup>3</sup> Bu tanımlamadan yola çıkarak piyasanın çok değişik yönlerini görmek olanaklıdır.<sup>4</sup>

- Piyasa için fiziksel bir yere ihtiyaç yoktur. Sadece alıcı ve satıcının bu mal ve hizmetler hakkında birbirleri ile iletişim kurması yeterlidir.
- Piyasalarda alım ve satıma konu olan mal ve hizmetlerin mülkiyetini elinde bulunduranlar tarafından alınıp satılması şart değildir. Önemli olan bu mal ve hizmetlerin ucuz şekilde transferinin sağlanmasıdır.
- Çok çeşitli sayıdaki mal ve hizmetleri içerebilen piyasalar, her varlık için bir transfer imkânı sağlamaktadır. Bu sayede de alıcı ve satıcılar pazarın varlığından yarar sağlamaktadırlar.

---

<sup>1</sup> O. Kürşat Ünal, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı**, Ankara: Asil Yayınları, 2005, s.1

<sup>2</sup> A.Ertay Menteş, **Sermaye Piyasası ve Tekniği**, Ankara, 1975, s.1, Melikşah Yasin, **SPK ve İşlemleri**, Ankara: Seçkin Yayınları, 2002, s.33

<sup>3</sup> Menteş, a.g.e., s.4, Ünal, a.g.e., s.1

<sup>4</sup> Mehmet Civan, **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**, Ankara: Gazi Kitabevi Yayınları, 2007, s.3

Yukarıda anlatılanlar ışığında, iktisadi anlamda piyasayı şu şekilde tanımlamak mümkündür. Piyasa; alıcı ile satıcının birbiri ile karşılıklı iletişim içinde olduğu ve alım satımın yapıldığı<sup>5</sup> diğer bir ifade ile sermaye arz ve talebinin karşılaştığı yer olarak tanımlanır.<sup>6</sup>

Çok çeşitli piyasa türleri bulunmakla birlikte çalışmamızda, finansal piyasanın alt bölümü olan sermaye piyasası konusu incelenecektir.

## **1.2. Sermaye Piyasasının Tanımı ve Özellikleri**

### **1.2.1. Sermaye ve Para piyasaları**

Finansal sistem içinde, bir tarafta gelirlerinin tamamını tüketmeyen, fon fazlasına sahip olan kesim, diğer tarafta gelirlerinden daha fazla harcama yapması gereken, fon ihtiyacı olan(fon açığı bulunan)kesim yer alır.<sup>7</sup>Dolayısıyla, mevcut kaynakların verimli bir şekilde kullanılarak, yatırımlara kanalize olabilmesi için fon açığı olan kesimle, fon fazlası olan kesimin karşı karşıya geleceği bir piyasaya ihtiyaç duyulur.

Fon fazlası olan kesimden fon açığı olan kesime kaynak aktarımı işlevi finansal piyasalar ve bu piyasalardaki finansal araçlar yoluyla gerçekleşmektedir.<sup>8</sup>

Bir ekonomide finansal piyasalardan söz edebilmek için, tüketimleri üzerinde gelire diğer bir ifade ile tasarrufa ayırabilecek büyüklükte gelire sahip olan ve bu tasarrufları başka bir amaçla kullanmayıp finansal piyasalara yönlendirme isteğinde olan bireyler ile gelirleri üzerinde harcama yapmak isteyen ve gelir açıklarını finansal piyasalardan karşılama arzusunda olan kesimin varlığı gerekmektedir.

Fon aktarımını gerçekleştiren, finansal piyasaları çeşitli biçimlerde sınıflandırmak mümkündür. Ancak sınıflandırmanın en çok el değiştiren fonların vadelerine bakılmak suretiyle yapıldığı görülmektedir.<sup>9</sup> Böyle bir sınıflandırmada finansal piyasalar "para piyasaları" ve "sermaye piyasaları" olmak üzere ikiye ayrılır.

---

<sup>5</sup> Yasin, a.g.e., s.33, Selahattin Tuncer, **Türkiye'de Sermaye Piyasası ( Teori –Uygulama)**, İstanbul: Okan Yayınları, 1985, s.1, Gültekin Rodoplu, **Türkiye 'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı, Yayın No:459-692, 1993, s.1, Mehmet İnam, **Sermaye Piyasası**, Ankara:Seçkin Yayınları, 2007, s.45, Civan, a.g.e., s.3

<sup>6</sup> İnam, a.g.e., s.45

<sup>7</sup> Cemal Küçüksözen, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması**, Ankara:SPK Yayınları, No:131, 1999, s.5; Cemal Sarıkamış, **Sermaye Pazarları**, Geliştirilmiş, 4.b.İstanbul: Alfa Yayınları, 2000, s.3

<sup>8</sup> Küçüksözen, a.g.e., s.5

<sup>9</sup> Sarıkamış, a.g.e., s.4, Küçüksözen, a.g.e., s.6, Rodoplu, a.g.e., s.8

Sermaye piyasaları orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar olarak tanımlanırken, para piyasaları, kısa vadeli fonların arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar olarak tanımlanmaktadır.<sup>10</sup>

Para piyasası ile sermaye piyasası arasında devamlı bir ilişki ve gidiş geliş vardır. Sermayeye gereksinim duyan girişimciler bu iki piyasadan herhangi birine başvururlar.<sup>11</sup> Yani, bu iki piyasa arasında bir etkileşim, bir kaynak geçişi söz konusudur. Bunu sağlayan en önemli unsur ise faizdir. Birbiriyle ters yönlü çalışan bu iki piyasada, faizler yükseldiğinde hisse senetlerinin fiyatları düşeceğinden, bu piyasadan çıkan tasarrufların bir kısmı borçlanmayı ifade eden sermaye piyasası araçlarına ve bankalara yönelebilir. Aksi durumda ise hisse senetlerine yönelme söz konusu olur. Fon talep edenler, talep ettikleri fonun maliyetini göz önünde bulundurarak bu taleplerini iki piyasadan birden karşılayabilirler. Fon arz edenler de aynı şekilde tasarruflarını risk ve getiriye göz önünde bulundurarak iki piyasaya yönlendirebilmektedirler.

Yukarıda belirtildiği gibi, kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar olarak tanımlanan para piyasalarının araçlarını; nakit, altın, döviz ve kambiyo senetleri oluştururken, uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı sermaye piyasalarının araçlarını hisse senedi ve tahvil gibi değerler oluşturmaktadır. Bu fark sermaye piyasalarını para ve mal piyasalarından ayırmaktadır.<sup>12</sup>

Esas itibarıyla bu piyasalar arasındaki fark, fon arz ve talebindeki vade veya dönemler dolayısıyla birbirinden ayrılmakta ve teorik bir özellik arz etmektedir. Uygulama ve düzenlemelere bakıldığında ise para ve sermaye piyasalarının iç içe oldukları ve birbirlerinden kesin sınırlarla ayrılamayacağı görülmektedir.<sup>13</sup>

Açıklamalar doğrultusunda sermaye ve para piyasalarının farklarını maddeler halinde özetleyecek olursak;

---

<sup>10</sup> Yasin, a.g.e., s.34, İnam, a.g.e., s.46, Rodoplu, a.g.e., s.9, Sarıkamış, a.g.e., s.16

<sup>11</sup> Güven Vural, **Yatırım Ortaklıkları**, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi, Ankara, 1978, s.5

<sup>12</sup> Ünal, a.g.e., s.2

<sup>13</sup> Zühtü Aytaç, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Yayın No:225, 1988, s.5, S. Ünal Şakar, **Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:109, 1997, ss.6-7, Küçüksözen, a.g.e., s.6, Yasin, a.g.e., s.34

- Para piyasalarında vade kısa olduğu diğer bir ifade ile kısa süreli finansman sağladığı için bu piyasada risk dolayısı ile faiz oranı düşük, sermaye piyasalarında ise vade uzun olduğu için risk ve faiz oranı yüksektir.
- Para piyasalarından sağlanan fonlar işletmelerin dönen varlıklarının finansmanında kullanılırken, sermaye piyasalarından sağlanan fonlar, işletmelerin ek yatırım ve duran varlıklarının finansmanında kullanılır.
- Para piyasalarının kaynaklarını vadeli ve vadesiz mevduattan oluştururken, sermaye piyasasının kaynaklarını devamlılık arz eden tasarruflar oluşmaktadır.

### **1.2.2. Sermaye Piyasası Tanımı ve Unsurları**

İktisadi kalkınmanın ve büyümenin sağlanabilmesi devamlı süreç haline getirilebilmesi tasarrufların artırılabilmesi ve artan tasarrufların verimli yatırımlara kanalize edilmesi ile mümkündür. Sermaye piyasası talep edilen fonların dağıtımında ve piyasanın etkin bir şekilde işleminde büyük rol üstlenmektedir. Sermaye piyasalarının amacı, tasarruf sahiplerine sermaye piyasası araçlarını alabileceği ve satabileceği güvenilir ve ekonomik bir mekanizma temin etmektir.

Sermaye piyasaları sayesinde yeni yatırımlara kaynak sağlanabilmekte ve kaynakların verimli alanlara yönlendirilmesi gerçekleşmekte yine aynı şekilde bireylerin yatırımlarını spekülâtif alanlar yerine daha üretken yatırımlara kaydırabilmesi sağlanabilmektedir.

Gelir dağılımını düzenleyici fonksiyonu ile üretim malları üzerindeki mülkiyet daha geniş halk kitlelerine yayılmakta ve sermaye piyasasına hareketlilik kazandırmaktadır.<sup>14</sup>

Sermaye piyasası kavramı doktrinde ve Sermaye Piyasası Kanunu gerekçesinde değişik şekillerde tanımlanmakla beraber genel olarak "orta ve uzun vadeli fonların aracı kuruluşlar aracılığıyla arz ve taleplerinin karşılaştığı piyasalar" olarak tarif edilmektedir.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Nihal Kargı, **Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği**, Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:115, 1998, s.51

<sup>15</sup> Yasin, a.g.e., s.34, Civan, a.g.e., ss.6-11, Rodoplu, a.g.e., s.9, Küçüksözen, a.g.e., s.6, Vural, a.g.e., s.4

Yapı olarak sermaye piyasaları beş ana unsura dayanmaktadır.<sup>16</sup>

—**Orta ve uzun vadeli fon arz edenler(Yatırımcılar):**Sermaye piyasasının birinci unsurunu sermaye piyasasına orta ve uzun vadeli fon arz ederek piyasanın çalışmasını sağlayan yatırımcılar oluşturur.

—**Fon talep edenler (İhraççılar):**Özel hukuk tüzel kişileri Anonim Ortaklıklar, istisnai olarak Bankalar ve bazı kamu tüzel kişileridir. İhraççılar, yatırımcıların sunduğu fonu çeşitli sermaye piyasası araçları ihraç etmek suretiyle satışa sunmakta ve bu şekilde işletmelerine kaynak yaratabilmektedirler.

—**Fon arz ve talep edenlerin karşılaştığı piyasalar:** Borsalar ve teşkilatlanmış piyasalardır. Borsalar, yatırımcılar ile ihraççıların karşı karşıya geldiği piyasalardır.

Ancak bazı ülkelerde, Amerika Birleşik Devletleri gibi, borsa dışı işlemlerde kabul edilmekte veya bazı ülkelerin sermaye pazarları henüz örgütlenmemiş halde olduğundan bu unsur tüm ülkeler için geçerli değildir.<sup>17</sup>

—**Sermaye Piyasası Araçları:** Sermaye piyasalarında tedavüle çıkarılan ve satılan menkul değerler ve diğer sermaye piyasası araçlardır. Sermaye piyasasında fonların ihraççılara aktarılması, ihraççıların halka arz ettiği çeşitli sermaye piyasası araçlarının yatırımcılara satışı ile gerçekleşmektedir.

Gelişmiş ülkelerde sermaye piyasası araçları sayı ve tür bakımından oldukça fazladır.

—**Fon arz ve talebinin karşılaşmasına yardım eden yardımcı veya aracı kuruluşlar (Sermaye Piyasası Kurumları):** Sermaye piyasasının verimli çalışabilmesi için bu alanda faaliyet göstererek işlemlerin yapılmasını sağlayan çeşitli kurumlar bulunmaktadır.

---

<sup>16</sup> Ayşe Sumer, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat**, Geliştirilmiş, 3.b.İstanbul: Alfa Yayınları, 2002, s.1, Aytaç, a.g.e., ss.2-3, Yasin, a.g.e., s.37, Şinasi Kara, **Sermaye Piyasası**, İstanbul, 1990, s.2, Civan, a.g.e., .s.12

<sup>17</sup> Yasin, a.g.e., s.37

### 1.2.3. Sermaye Piyasası Türleri

Orta ve uzun vadeli fonların aracı kuruluşlar aracılığıyla arz ve taleplerinin karşılaştığı piyasalar olarak tanımlanan sermaye piyasaları, birincil ve ikincil piyasalar olmak üzere ikiye ayrılır.

#### 1.2.3.1. Birincil Piyasalar

Birincil piyasalar, menkul kıymetlerin piyasaya ilk kez ihraç edildiği finansal piyasalar olarak tanımlanmaktadır.<sup>18</sup> Yani, menkul değerler ilk defa işlemi burada görürler.

Bu piyasayı hisse senetleri ve tahvillerin ilk kez sürülüp ihraçtan alındığı piyasalar olarak tanımlamakta mümkündür. İlk menkul kıymet ihracının bir aracı kurum veya banka kullanarak yapılması bu piyasanın birincil piyasa olma özelliğini ortadan kaldırmaz.<sup>19</sup>

Bu piyasada menkul değerler iki şekilde arz olmaktadır. Bunlardan birincisi, işletmelerin fon ihtiyacını karşılamak amacıyla tasarruf sahipleri ile aracı kurumlar görev almadan ilişki kurması şeklinde gerçekleşen doğrudan arz olayıdır. İkincisi ise, dolaylı arz dediğimiz fon ihtiyacının aracı kurumlar vasıtasıyla karşılanması olayıdır. Doğrudan arz halinde işletme ve tasarruf sahipleri arasında aracı kurum yer almayacağından maliyetler dolaylı arza göre daha düşük olacaktır.

#### 1.2.3.2. İkincil Piyasalar

Daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetlerin işlem gördüğü yani yeniden alım satımının yapıldığı piyasalar ikincil piyasalar olarak adlandırılmaktadır.<sup>20</sup> Bu piyasanın en önemli fonksiyonu, birinci el piyasasında ihraç edilen menkul kıymetleri alanlara bunları satmak, belli bir menkul kıymeti ilk ihraç sırasında alamamış kimselere de her an almak imkânı sağlamaktadır.<sup>21</sup> Yani ikincil piyasalar, yeni menkul kıymet arzı ile değil, mevcut menkul kıymetlerin el değiştirmesi ile var olmaktadır.

---

<sup>18</sup> Küçüksözen, a.g.e., s.7, Rodoplu, a.g.e., s.11, Civan, a.g.e., s.20, Yasin, a.g.e., s.35

<sup>19</sup> Civan, a.g.e., s.20

<sup>20</sup> Küçüksözen, a.g.e., s.7

<sup>21</sup> Barbaros Yalçiner, **Tezgah üstü Hisse Senedi Piyasaları, ABD ve Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirilmesi**, Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:34, 1996, s.157

Birincil piyasaların gelişmesinde, ikincil piyasaların büyük önemi vardır<sup>22</sup> Çünkü, ikincil piyasalar likiditeyi artırmaktadır. Bu durum, birinci el piyasasında ellerinde menkul değer bulunan yatırımcılar ve aracı kurumların bu değerleri ikincil piyasalarda istedikleri zaman paraya çevirebilme özelliğinden kaynaklanır. Yani ikincil piyasalar, menkul kıymetlerin likiditesini artırarak birincil piyasalara talep yaratmakta ve bu piyasaların gelişmesini sağlamaktadır.

İkinci el piyasalarda menkul kıymet alım ve satımı ya teşkilatlanmış piyasalar olan borsalarda ya da teşkilatlanmamış aracılar arasında işlemlerin gerçekleştiği tezgahüstü piyasalarda yapılmaktadır.

## **2. TÜRKİYE 'DE SERMAYE PİYASALARI**

### **2.1. Türkiye'de Sermaye Piyasalarının Tarihsel Gelişimi**

Batı'da sermaye piyasaları 18. yy' da yayılmaya başlamış, 19. yy'da gelişimini sürdürmüştü, 20 yy' da ise ekonominin temel mekanizmalarından biri olmuştur. Ülkemizde ise, ilk sermaye piyasası hareketlerinin başlangıcı 19.yy'nin ikinci yarısına değin uzanır. 1980'li yıllara kadar bankalar ve diğer para piyasası kurumları önemli sayılabilecek ölçüde bir gelişme göstermişse de ülkemizde sermaye piyasalarının gelişmesi, ekonomide önemli fonksiyon üstlenen bir kurum haline gelebilmesi 1980'li yılları bulmuştur.

Türk sermaye piyasalarının gelişim süreci incelendiğinde, ortaya çıkış koşulları ile amaçlarının Batı'dan oldukça farklı olduğu görülür. Batı'da sanayi devrimiyle birlikte, sınai faaliyetlerin, sermaye ve finans yatırımlarının genişlemesi, anonim şirketlerin yaygınlaşması yani kapitalist sistemin gelişmesi sonucu gelişen bir sermaye piyasası söz konusudur. Özetle Batı'da, sermaye piyasalarının gelişimi ülkemizin aksine ekonomilerindeki gelişmelerin paralelinde gerçekleşmiştir.

Ayrıca belirtmemiz gereken diğer bir husus da Türk sermaye piyasalarının gelişim sürecinin de Batı'ya kıyasla oldukça yavaş olduğudur. Bunun başlıca sebepleri, devletin ekonomik sistemi, toplumsal yapı, uluslararası ticari gelişmelerin gerisinde kalmaları olarak sıralanabilir.<sup>23</sup>

<sup>22</sup> Kara, a.g.e., s.38, Küçüksözen, age., s.8, İnam, a.g.e., s.47

<sup>23</sup> Haydar Kazgan ve diğerleri, **Osmanlıdan Günümüze Türk Finans Tarihi**, c.1, İstanbul:İMKB Yayınları, 1995, s.157, Yasin, a.g.e., s.48

Türkiye 'de sermaye piyasalarının gelişimini Osmanlı ve Cumhuriyet dönemi olmak üzere iki bölümde inceleyeceğiz.

### 2.1.1. Osmanlı Dönemi

Türkiye'de ilk sermaye piyasası gelişmelerinin temelinde, Batı ülkelerinde gerçekleşen sanayi devrimi ve büyük anonim şirketlerin sağladığı sermaye birikimlerinin etkileri yer almaktadır.<sup>24</sup>

Köklü değişimlerin yaşandığı Avrupa'da sanayi devrimi sonucu ortaya çıkan sermaye birikimi, Avrupa ülkelerini çevre ülkelerle ticari ilişkileri sürekli genişletmeye, daha sonra da sermaye yatırımları yapma ve borç para verme yoluyla ülke ekonomilerini denetim altına almaya sevk ediyordu.<sup>25</sup> Nitekim Osmanlı ekonomisinin bu denli dışarıya bağımlı hale gelmesinde, ilki 1838 yılında İngiltere ile imzalanan ve yabancılara ekonomi üzerinde hareket etme özgürlüğü sağlayan "Balta Limanı Ticaret Antlaşması" olmak üzere, çeşitli ülkelerle yaptığı ticaret anlaşmaları etkili olmuştur. Kapitülasyonların tanıdığı ayrıcalıklara, bu yeni anlaşmalarla eklenen ayrıcalıklar, ülkeyi açık bir pazar haline getirerek, ekonomiyi içinden çıkılmaz bir darboğaza sokmuştur.<sup>26</sup>

Osmanlı bu dönemde, Rönesans hareketleri ve sanayi devriminden uzak, Batı'daki yeniliklere kapalı bir politika izlemekteydi. Sanayi devriminin dışında kalan ve cılız bir ekonomik yapıya sahip Osmanlı topraklarında yaşayan yabancı tacir ve azınlıklar, sanayi devrimiyle yaygınlaşan Batılı anonim şirketlerin çıkardığı hisse senedi ve tahvillerin alım satımıyla uğraşarak tasarruflarını değerlendirme yoluna gitmişlerdir.

Hiç kuşkusuz yabancı tacir ve azınlıkların sahip oldukları ayrıcalıklar, Osmanlı para biriminin altın olması, kapitülasyonlar ve kambiyo kültürünün bulunmaması bu ticaretin kolayca yapılmasını sağlamıştır.<sup>27</sup>

Osmanlı Hükümeti, Balta Limanı Ticaret antlaşması ile Tanzimat hareketi, Islahat fermanı gibi reformlarla başlayan Batılılaşma etkisiyle, ekonomiyi darboğazdan kurtulmanın yolu olarak Batılılaşma ve Batı modeli mali kurumları organize etme fikrini destekleme yoluna gitmiştir. Batılılaşma etkisine giren Osmanlı toprağında

---

<sup>24</sup> Azmi Fertekligil, **Türkiye'de Borsanın Tarihçesi**, İstanbul: İMKB Yayınları, No:3, 1993, s.19

<sup>25</sup> Civan, a.g.e., s.171

<sup>26</sup> Fertekligil, a.g.e., s.88

<sup>27</sup> Civan, a.g.e, s.171

yaşayan insanlar, bir gün tasarruflarını değerlendirmek istedikleri zaman karşılarında Batılı Anonim Şirketlerin hisse senetlerini, tahvillerini bulmuşlar ve yabancı tacir ve azınlıkları örnek alarak, o kıymetlere yatırım yapmışlardır. Bu konudaki gelişmelerde, Galata Bankerleri olarak ün yapan mali araçların önemli rolü olmuştur. Osmanlı'nın bu suretle kazandığı ilk deneyimler, daha sonra iç ve dış borçlanma nedeniyle devletin çıkardığı esham ve tahvillerin alım satımına zemin hazırlamıştır.<sup>28</sup>

1864 yılında Galata bankerleri adı verilen bu yabancı tacirler ve azınlıklar bir dernek kurarak faaliyete geçmiş ve 1865 yılında özel bir tüzükle esnaf derneği şeklinde bir kurul oluşturmuşlardır.<sup>29</sup>Bu tamamen özel girişimden sonra, piyasaya ilişkin özel bir düzenleme bulunmadığından, sorunu köklü bir çözüme kavuşturmak amacıyla Avrupa ülkeleri örneklerine bakılarak, ilk borsa tüzüğü hazırlanmıştır.<sup>30</sup> 1866 tarihinde "Dersaadet Tahvilat Borsası" adlı bir kararname ve 1872 tarihli nizamname ile düzenlenmeye çalışılmış ve bu kararname ile kurulan borsada, "Devlet bono ve tahvilleri ile Osmanlı İmparatorluğu içinde kurulmuş olan yabancı sermaye ortaklıklarının çıkardıkları hisse senetleri, tahviller ve diğer bazı yabancı menkul kıymetler" işlem görmüştür.<sup>31</sup>

Borsa uzun yıllar bu tüzükle yönetilmiştir. Bu dönemin en önemli özelliği, sermaye piyasalarının devlet tarafından denetlenmeye ve düzenlenmeye başlamasıdır.<sup>32</sup>1874 sayılı Yönetmelikle ile Dersaadet Tahvilat Borsası, Maliye Bakanlığı(Nezareti)'ne bağlanmış ve aynı tarihli bir Nizamname(Yönetmelik) ile bir hükümet komiseri ve yardımcılarının gözetimi ve denetimi altına girmiştir. Ancak belirlenen kurallara hiçbir zaman uyulmamıştır. Diğer taraftan hükümetin tayin ettiği komiserler de meydana gelen yolsuzluklara müdahale etmekte yetersiz kalmıştır.<sup>33</sup>

Tüm bu gelişmelerden sonra 1906'da yapılan değişiklikle borsanın ismi "Esham ve Tahvilat Borsası"olarak değiştirilmiş ve komiserin yetkileri artırılmıştır.<sup>34</sup>

---

<sup>28</sup> Fertekligil, a.g.e., s.19,

<sup>29</sup> Sumer, a.g.e., s.3, Küçüksözen, a.g.e., s.67, Civan, a.g.e., s.174

<sup>30</sup> Fertekligil, a.g.e., s.22, Yasin, a.g.e., s.50, Civan., a.g.e., s.174

<sup>31</sup> Fertekligil, a.g.e., s.22

<sup>32</sup> Yasin, a.g.e., s.50

<sup>33</sup> Küçüksözen, a.g.e., s.68

<sup>34</sup> Yasin, a.g.e., s.51, Fertekligil, a.g.e., s.33, Küçüksözen, a.g.e., s.69

### 2.1.2. Cumhuriyet Dönemi

Cumhuriyet döneminde sermaye piyasası hareketleri hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonoları ile başlamıştır. Bu dönemde söz konusu senetler kırılaarak alınıp satılmaya başlanmış ve ikinci el piyasası da kurulmuştur. İlk borsa tüzüğü 1923 yılında gerçekleştirilmiştir. Bu tüzükle borsa üyeleri ve acenteleri sınıflandırmış ve teminatlarını artırmıştır.<sup>35</sup>

Lozan Antlaşması ile bağımsızlığını ilan etmiş olan ve iktisadi bağımsızlığın sağlanması için, "devletçilik ilkesine dayanan, sanayileşmeyi hedefleyen milli iktisat anlayışını benimseyen" Türkiye Cumhuriyeti, ülkenin yeniden inşası ile ilgili başta ekonomi olmak üzere birçok alanda yeni düzenlemeler yapmıştır.<sup>36</sup> 1923 yılında yapılan borsa tüzüğü, 1906 tüzüğünü tamamen değiştirmemiş olup bazı yenilikler getirmiştir. Başta da belirttiğimiz gibi, Osmanlı'dan miras kalan borsa azınlıkların himayesi altındaydı.1923 yılında çıkarılan yönetmelikle getirilen yeniliklerin başında ise, Türk vatandaşı olmayanların borsada faaliyet göstermesi yasaklanmıştır. Ancak yeterli denetim hükümleri içermediğinden, borsada spekülasyonlar devam etmiştir.

1929 tarihinde 1447 sayılı "Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu" çıkarılması ile, bundan önce sermaye piyasaları ile ilgili çıkarılan bütün yönetmelik ve kararnameler yürürlükten kaldırılmış ve bu Kanun tüm ülke için geçerli bir Borsa Kanunu haline getirilmiştir.<sup>37</sup> Ancak yaşanan 1929 krizi, Borsanın 1938'de Ankara'ya taşınması ve kapalı ekonomik politikalarla birlikte sermaye piyasası sönmüş, işlem hacminin sifira yaklaşması üzerine borsa tekrar 1941'de İstanbul 'a taşınmıştır.<sup>38</sup>

Türkiye'de ciddi olarak bir sermaye piyasasının kurulması ve kanun hazırlıkları, ilk defa 1.Beş Yıllık Kalkınma Planında öngörülmüş ve 1962 yılında Sermaye Piyasası etüdünün hazırlanması ile başlamıştır. Tasarı 1970 yılında Türkiye Büyük Millet Meclisi' ne sunulmuş, bu arada komisyonlarda pek çok değişikliğe uğrayarak 1981 yılında Milli Güvenlik Konseyi tarafından kabul edilmiştir. On bir yıllık gecikmeyle kabul edilen 2499 sayılı SerPK, 1992 yılına kadar uygulanmıştır.<sup>39</sup>

---

<sup>35</sup> Ünal, a.g.e., s.13

<sup>36</sup> Toktamış Ateş, Alkan Soyak, **Osmanlıdan Günümüze Türk Finans Tarihi**, c.2, İstanbul: İMKB Yayınları, 1999, s.27

<sup>37</sup> Küçüksözen, a.g.e., s.70

<sup>38</sup> Sumer, a.g.e., s.3, Küçüksözen, a.g.e., ss.69-70

<sup>39</sup> Ünal, a.g.e., s.13, Sumer, a.g.e., s.3,

1992 yılına gelindiğinde ise gerek bu kanunun uygulanmasından doğan boşlukların önüne geçmek gerekse Türkiye ve Dünya'daki ekonomik gelişmeler doğrultusunda ortaya çıkan yeni ihtiyaçların karşılanmasını sağlamak amacıyla 3794 sayılı Kanunla yapılan değişiklikler sonucu SerPK yeni bir çehreye kavuşmuştur.

3794 sayılı değişik SerPK'daki yenilikler; Sermaye Piyasası Kurulu'na bazı maddi hukuk kurallarının dogmatik düzenlenmesinin yapılması yetkisinin verilmesi, SPK'ya menkul kıymet meydana getirme yetkisinin tanınması, kanundaki bazı kavramların ve uygulama alanının genişletilmesi, menkul kıymet ile kambiyo ve diğer kıymetli taşlar borsaları ile teşkilatlanmış diğer piyasaların düzenlenmesine ilişkin hükümler, kayda alma sisteminin benimsenmesi, sisteme yeni hukuk kurumlarının kazandırılması, cezai hükümlerin daha kapsamlı bir hale getirilmesi ve SPK'nın bankalar üzerindeki uygulama alanının genişletilmesi şeklinde kendisini göstermektedir.<sup>40</sup>

1994 ve 1998 yıllarında, ülkemizde yaşanan ekonomik krizler piyasalarda yeni düzenlemeler yapılması ihtiyacını doğurmuştur.1995 yılında 4113 sayılı<sup>41</sup> Yetkili Kanun'a dayanılarak 558 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile SerPK'da bazı değişiklikler yapılsa da Anayasa Mahkemesi tarafından E.1995/45-K, 1999/58 sayılı karar ile iptal edilmiştir.<sup>42</sup> Bu durum yasada büyük boşlukların doğmasına neden olmuştur. Ardından TBMM'de 15.12.1999 tarihinde kabul edilen 4487 sayılı "Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılması ile Ticaret Ve Sanayi Odaları, Ticaret Borsaları Ve Türkiye Ticaret Sanayi Deniz Ticaret Odaları Ve Ticaret Borsaları Birliği Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine Dair Kanun "ile SerPK 'da istenen yenilikler getirilmiştir.<sup>43</sup>

4487 sayılı SerPK ile Halka Açık Anonim Ortaklıkların tabi olduğu hukuki statüde önemli değişiklikler olmuştur. Sermaye piyasaları araçlarının kaydileştirilmesi için yapılacak çalışmalar ve Merkezi Kayıt Kuruluşu ile ilgili esaslar belirlenmiş, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği gibi yeni kurumlar sisteme kazandırılmış, sermaye piyasasında faaliyet gösteren kuruluşlara yeni kuruluşlar eklenmiş, denetim ve cezalarda da bir dizi düzenleme yapılmıştır.

---

<sup>40</sup> Sumer, a.g.e., s.4

<sup>41</sup> RG.24. 6.1995/22323

<sup>42</sup> Ünal, a.g.e., ss.13-14

<sup>43</sup> Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu, **Türk Ticaret Kanunu ve Ticari Mevzuat**, Geliştirilmiş, 11.b.İstanbul:Beta Yayınları, 2004, s.565, Ünal, a.g.e., ss.13-14, Sumer, a.g.e., s.5

## 2.2. Türk Hukukunda Sermaye Piyasaları

### 2.2.1. Sermaye Piyasası Kanununun Amacı ve Konusu

Sermaye piyasasının konu ve amacı SerPK'nın birinci maddesinde açıklanmıştır. Buna göre; SerPK'nın iki temel amacı bulunmaktadır.<sup>44</sup>

—Sermaye piyasasının güven ve kararlılık içinde çalışmasını sağlamak ve tasarruf sahiplerinin haklarını korumak.

—Sağlanan güven ve kararlılık ortamı içinde tasarrufları iktisadi kalkınmanın emrine sunmak ve şirketleri sermaye bakımından halka açmak suretiyle mülkiyet tabanını yaygınlaştırmak.

SerPK, bu amacı gerçekleştirmek için, sermaye piyasalarının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korunmasını düzenleme ve denetleme konularını içermektedir.<sup>45</sup>

Daha öncede belirttiğimiz gibi sermaye piyasalarının hem oluşumu ve gelişimi, hem de denetlenmesi ve düzenlenmesi ekonomi açısından son derece önemlidir. Bu nedenle sermaye piyasası faaliyetlerinin yürütüldüğü hemen her ülkede olduğu gibi ülkemizde de bu piyasasının gelişmesini, ülke ekonomisine ve yatırımcılara zarar vermeden işlermesini sağlamaya yönelik tedbirler alınmıştır.<sup>46</sup>

Dünyada tüm benzerlerini gördüğümüz sermaye piyasalarının genel amacı, menkul kıymet ihracını ve satışını denetleyerek yatırımcıların korunmasıdır.<sup>47</sup>SerPK korumayı iki şekilde gerçekleştirir. Bunlardan birincisini, piyasanın çalışmasını düzenlemek oluşturur. SerPK'da, düzenleme yapma yetkisi SPK'ya verilmiştir. İkincisini ise, denetim oluşturmaktadır. SerPK denetimde öncelikle SPK uzmanlarını yetkili kılmıştır. Ayrıca, denetimin SPK uzmanları dışında bağımsız denetim kuruluşları, Maliye müfettişleri ve Sanayi ve Ticaret Bakanlığı müfettişleri tarafından yapılmasını da öngörmüştür.

---

<sup>44</sup> Ünal, a.g.e., s.16

<sup>45</sup> Aydın Akgül, **Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi(Danıştay Kararları Işığında)**, Ankara: Beta Yayınları, 2008, s.28

<sup>46</sup> Yasin, a.g.e., s.59

<sup>47</sup> Sumer, a.g.e., ss.6-7

### 2.2.2. Sermaye Piyasası Faaliyetleri

Değişik 4487 sayılı SerPK'nın 30.maddesinde sermaye piyasası faaliyetleri şu şekilde sıralanmaktadır.

1. Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık,
2. Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım ve satımı,
3. Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesi dâhil her türlü türev araçların alım ve satımının yapılmasına aracılık,
4. Sermaye piyasası araçlarının geri alım ve satım taahhüdü ile alım satımı,
5. Yatırım danışmanlığı,
6. Portföy işletmeciliği veya yöneticiliği,
7. Diğer sermaye piyasası kurumlarının faaliyetleridir.

Sermaye piyasasında faaliyette bulunacak kurumların izin belgesi alması zorunludur. İzin verilen kuruluşlara, icra edecekleri sermaye piyasası faaliyetlerini gösteren yetki belgesi verilir.<sup>48</sup>Bu belge olmaksızın faaliyette bulunamazlar. Sermaye piyasasında faaliyette bulunan kurumlara bir ve birden fazla faaliyet için izin de verilebilir.

### 2.2.3. Sermaye Piyasası Kurumları

Sermaye piyasası faaliyetlerini yapabilmek için sermaye piyasası kurumları kurulmuştur. SerPK madde 32 'de sermaye piyasası kurumları aşağıdaki şekilde belirtilmektedir.<sup>49</sup>

- Aracı Kurumlar
- Yatırım Ortaklıkları
- Yatırım Fonları
- Sermaye piyasasında faaliyetine izin verilen diğer kurumlar.

---

<sup>48</sup> Civan, a.g.e., s.23

<sup>49</sup> İMKB, **Sermaye Piyasaları ve Borsa Temel Klavuzu**  
<http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm> Erişim Tarihi:12.11.2007 s.42

### 2.2.3.1. Aracı Kuruluşlar

Aracılık, kelime anlamı olarak; bir işin çözümü için tarafları bir araya getirmek suretiyle yardım etmek, tavassut etmek anlamına gelmektedir. Aracı ise aracılık görevini yerine getiren, uzlaştıran, anlaşma sağlayan kimseyi ya da üretici ile tüketici arasında alım satım kuran bu yolla da kazanç sağlayan kimseyi ifade eder.<sup>50</sup>

Sermaye piyasasında aracılık kavramı, sermaye piyasası araçlarının yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına ticari amaçla alım ve satımı olarak tanımlanmaktadır.<sup>51</sup>

SerPK'nın 3. maddesinde aracı kuruluşlar, aracı kurum ve bankalar olarak tanımlanmıştır. Aracı kurumların kuruluş ve faaliyet şartları ise SerPK'nın 33.ve 34.maddelerinde düzenlenmiştir.

Aracı kurumların kuruluşlarına SPK'ca izin verilebilmesi için Değişik 3794 sayılı SerPK'nın 33. maddesindeki özellikleri taşımaları gerekmektedir. Buna göre;

- AO şeklinde kurulmaları,
- Hisse senetlerinin nama yazılı olması ve nakit karşılığı çıkarılması,
- Ödenmiş sermayelerinin SPK'ca belirlenen miktardan az olmaması,
- Kurucuların müflis olmadığı ve yüz kızartıcı bir suçtan hükümlerinin bulunmadığının tespit edilmiş olması,
- Esas sözleşmelerinin SerPK hükümlerine uygun olması,
- Kurucuların aracı kurum kurucusu ve ortağı olmanın gerektirdiği mali güç ve itibara sahip olmaları gerekir.

**Aracı kurumlar**, SerPK'da belirtildiği üzere aşağıda belirtilen her bir faaliyet için SPK'dan izin almak zorundadır. Söz konusu faaliyetler aşağıdaki şekildedir.<sup>52</sup>

1. Sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına,

---

<sup>50</sup> Kemal Demiray, **Temel Türkçe Sözlük**, Geliştirilmiş, 4.b.İstanbul:İnkilap Yayınları, 1980, s.49, Ünal, a.g.e., s.449

<sup>51</sup> M.Murat İnceoğlu, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Ankara: Seçkin Yayınları, 2004, s.24

<sup>52</sup> TSPAKB, **Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Mevzuat, Ticaret Hukuku ve Borçlar Hukuku** [www.tspakb.org.tr/egitim/egitimnotlari/sp\\_mevzuat\\_ileri.pdf](http://www.tspakb.org.tr/egitim/egitimnotlari/sp_mevzuat_ileri.pdf), Erişim Tarihi:12.11.2007 s.134

2. Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım ve satımına,
3. Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesi dahil türev araçların dayandığı kategoriler itibariyle ayrı ayrı veya bütün olarak türev araçların alım ve satımına aracılık edebilirler.

Aracı kurumlar ayrıca;

4. Repo ve ters repo işlemleri,
5. Yatırım danışmanlığı,
6. Portföy yöneticiliği faaliyetlerini yapabilirler.

### **Bankalar;**

1. Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının,
  - Borsa dışında,
  - Hisse Senedi işlemleri hariç olmak üzere borsada, alım – satımına aracılık,
2. Repo- ters repo,
3. Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesi dahil türev araçların dayandığı kategoriler itibarıyla ayrı ayrı ya da bütün olarak türev araçların alım satımına aracılık, faaliyetini yapabilirler.

Mevduat kabul etmeyen bankalar ise, yukarıda belirtilen faaliyetlerin yanı sıra sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık, portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerini de yapabilmektedirler.

### **2.2.3.2. Yatırım Ortaklıkları**

Yatırım ortaklıkları küçük sermayelerin uzman ellerce, risk-getiri dengesi sağlamak suretiyle yatırımda kullanılması ve küçük tasarruf sahiplerini korumaya yönelik amaç taşıyan anonim şirket şeklinde kurulmuş kurumlardır.<sup>53</sup>

Özellikle İngiltere ve Almanya 'da yaygın bir uygulama alanı bulan yatırım ortaklıkları, 1982 yılında "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları " adı ile 2499 Sayılı

---

<sup>53</sup> Civan, a.g.e., s.43

SerPK içinde yerini almış, daha sonra Değişik 3794 sayılı SerPK'nın 32, 35 ve 36'ncı maddeleri ile düzenlenmiştir.<sup>54</sup>

Yatırım ortaklıklarının kuruluşlarına faaliyet ilke ve kurallarına, hisse senetlerini halka arz etmelerine ilişkin esaslar Seri: VI, No:4 sayılı "Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği"<sup>55</sup> ile belirlenmiştir. Yatırım Ortaklıkları Tebliği'nin üçüncü maddesinde yatırım ortaklıkları "Sermaye Piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumları"olarak tanımlanmaktadır.

Yatırım ortaklıklarının unsurlarını aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür.<sup>56</sup>

1. Sermaye piyasası araçları, altın veya diğer kıymetli madenler portföyünün varlığı,
2. Portföyü işletme faaliyetinde bulunulması,
3. HAAO olmak.

Yatırım ortaklıkları konusu çalışma konumuz olan yatırım fonları ile aralarındaki farkların açıklanması suretiyle daha bir açıklığa kavuşacaktır.

### **2.2.3.3. Yatırım Fonları**

Yatırım fonları, 1920'li yıllardan bu yana dünya finans piyasalarında yer almaktadır.<sup>57</sup> Yatırım fonlarını; tasarruf sahiplerinden katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla çeşitlendirilmiş menkul kıymetlerden bir portföy oluşturan yatırım şirketleri olarak tanımlamak mümkündür.<sup>58</sup>

Yatırım fonları Değişik 3794 sayılı SerPK'nın 37. maddesinde şu şekilde tanımlanmaktadır."Halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü oluşturmak amacıyla kurulan mal varlığına Yatırım Fonu "adı verilir.

<sup>54</sup> Vural, a.g.e., s.16, Civan, a.g.e., s.43

<sup>55</sup> RG. 31.07.1992/21031

<sup>56</sup> Sumer, a.g.e., s.119

<sup>57</sup> Gürman Tevfik, **Dünyada ve Türkiye 'de Yatırım Fonları ( Teori –Uygulama)**, Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1995, s.3

<sup>58</sup> Bayram Kont, **Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları**, Active Dergisi, Ocak-Şubat 2001, s.1

Yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları arasındaki farkları özetleyecek olursak;

- Yatırım fonlarının tüzel kişilikleri yoktur. Yani güvenilir kişi eliyle yönetim modelini oluştururlar. Yatırım ortaklıkları ise anonim şirket statüsünde ve kayıtlı sermaye ile kurulduklarından ötürü tüzel kişiliği olan sermaye şirketi olarak karşımıza çıkmaktadır.
- Yatırım fonları kurucuları için belli sınırlamalar söz konusudur. Banka, aracı kurumlar, sigorta şirketleri veya emeklilik fonları kurabilir. Yatırım ortaklıkları ise anonim şirket şeklinde kurulacağı için böyle bir sınırlama yoktur.
- Yatırım fonlarında kar dağıtımı yatırım ortaklıklarındaki kar dağıtımına benzemez. Çünkü yatırım fonu gelir gider farkı yatırımcıya yansıtılırken ayrı bir kar dağıtımı yapılmaz. Yatırım ortaklıklarında ise anonim şirketlerle ilgili hükümler gereği kar dağıtımı yapılmaktadır.
- Yatırım Fonlarında ortak yoktur, katılma belgesi sahibi vardır. Oysa yatırım ortaklıklarında ortak vardır ve portföydeki hissesi oranında mülkiyet hakkı vardır.
- Yatırım ortaklığı hisse senedi satışı sadece borsalarda mümkünken, yatırım fonlarında bu, katılma belgelerinin fona geri satılması ile mümkündür.
- Yatırım ortaklığı hisse sentleri sadece yetkili aracı kuruma emir verilerek alınırken, yatırım fonlarında katılma belgeleri fon kurucularından ve ATM makinelerinden alınabilir.
- Yatırım fonları bir mal topluluğudur. Kurucunun mal varlığından ayrılmaktadır. Yatırım ortaklıklarında ise tek bir malvarlığı vardır. O da şirket portföy varlığıdır.
- Yatırım ortaklıklarına temel olan ilkeler; riskin dağıtılması ilkesi, profesyonel yönetim, menkul kıymet portföyü işletmek ve ortaklıktan doğan haklar iken, yatırım fonlarına temel olan ilkeler riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyettir.

#### **2.2.3.4. Sermaye Piyasasında Faaliyet Göstermesine İzin Verilen Diğer Kurumlar**

SerPK'nın 32. maddesinde sermaye piyasası kurumları sayılırken, sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlar ibaresi kullanılmıştır. Bu şekilde piyasanın ihtiyacına cevap verebilecek yeni kurumların SPK tebliğleriyle

ihdasına imkân tanınmıştır.<sup>59</sup> SerPK'nın 39.maddesi uyarınca diğer sermaye piyasası kurumları aşağıdaki şekildedir<sup>60</sup>;

Kuruluş ve faaliyet esasları SPK'ca belirlenen, sermaye piyasası araçlarının takas ve saklanması, derecelendirilmesi, ihraççıların ve sermaye piyasası kurumlarının denetlenmesi ile uğraşan kuruluşlar, yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi gibi sermaye piyasası faaliyetlerini yerine getiren şirketler, varlık yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, konut finansmanı fonları, risk sermayesi yatırım fonları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, vadeli işlemler aracılık şirketleri, sermaye piyasasında faaliyette bulunacak gayrimenkul değerlendirme kurumları ve portföy saklama şirketleridir.

### **3. SERMAYE PİYASASINDA YATIRIM FONLARI**

#### **3.1. Yatırım Fonlarının Tanımı**

Kişiler ellerindeki tasarrufları en karlı yoldan kullanmak isterler. Öyleyse kişiler için tasarrufları değerlendirmede en karlı yolların bilinmesi gerekir. Küçük tasarruf sahiplerinin bu yolların tümünü bilebilmesi genelde mümkün görülmemektedir.<sup>61</sup>

Yatırımcı, riski asgari düzeyde tutarak en yüksek getiriye elde etmeyi amaçlar. Menkul kıymet yatırımlarında riski asgariye indirmenin en etkin yolu ise çeşitlendirme yapmaktır. Ancak menkul kıymetlere yatırım yapmak ve bundan doğabilecek riski asgari düzeye indirmek belli bir birikim ve uzmanlık gerektirir.<sup>62</sup>Bununla birlikte dünyada yaşanan her türlü ekonomik ve siyasi dalgalanma gerek ulusal gerekse uluslar arası piyasalarda istikrarı ortadan kaldırmaktadır. Dünya'daki sermaye ve para piyasalarında var olan büyüme ve haberleşme kanallarının gelişmesiyle bilgi akışının inanılmaz boyutlara geldiği çağımızda, minimum riskle maksimum getiriye amaçlayan yatırımların gerçekleşmesi gerek bireysel gerek kurumsal yatırımcılar olmak üzere her çeşit yatırımcıyı aşmaktadır.

Özellikle de az gelişmiş yahut gelişmekte olan ekonomilerde tasarrufların yetersiz olması ve bundan kaynaklı yatırım hacminin düşük kalması nedeniyle, ülke

---

<sup>59</sup> Civan, a.g.e., s.84

<sup>60</sup> SPK, **Tüm Değişikliklerle Sermaye Piyasası Kanunu**  
<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pid=0&menuid=5&subid=0&fn=500.pdf>  
Erişim Tarihi: 11.05.2008 s.89

<sup>61</sup> Sarıkamış, a.g.e., s.101

<sup>62</sup> Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, **Borsa'da Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Geliştirilmiş, 3.b. Bursa: Ekin Kiyapevi, 1998, s.79

ekonomisinin kalkınmasında küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin kullanım yöntemi büyük önem arz etmektedir.<sup>63</sup>

Fon portföyüne yatırım yapan yatırımcının tasarrufu, profesyonel kadrolarca yönetilmektedir. Böylece, büyük mali kurumlar ve zengin yatırımcılar için söz konusu olan profesyonel yönetim tarzından küçük tasarruf sahipleri de yararlanma imkânı elde eder. Yani tek başlarına pek önem taşımayan tasarrufların, verimli yatırım alanı olan sermaye piyasasına, bu alanda uzmanlaşmış bilgi ve tecrübe sahibi özellikle güvenilir kişiler tarafından kanalize edilmesi ihtiyacı yatırım fonlarını ortaya çıkarmıştır<sup>64</sup>

Yatırım fonları küçük tasarruf sahiplerinden katılma belgeleri karşılığında topladıkları paralarla önceden tespit edilmiş amaçlar doğrultusunda çeşitlendirilmiş menkul kıymetlerden bir portföy oluşturan yatırım şirketleri olarak tarif edilebilir.<sup>65</sup> Diğer bir deyişle yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına dayanarak menkul değer portföyü oluşturup bu portföyü, katılma belgesi sahibi adına ve fon içtüzüğüne göre en verimli biçimde yöneten uzman mali kuruluşlardır.

### **3.2. Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi**

#### **3.2.1. Dünya'da Yatırım Fonlarının Gelişimi**

İngiltere'de "Unit Trust", Amerika'da "Mutual Fund", Fransa'da "Fonds Commun de Placement", İsviçre'de "Anglagefonds" ve Almanya'da "Investmentfond" olarak adlandırılan yatırım fonlarının ortaya çıkış tarihi oldukça eskilere dayanmaktadır.<sup>66</sup>

Yatırım fonları tüzel kişiliğe sahip bir anonim şirket şeklinde (ABD) veya inançlı Mülkiyet esasına dayalı(İngiltere) kurulurlar.<sup>67</sup>Şirket şeklinde kurulan fonlarda

---

<sup>63</sup> Hamdullah Yuca, **Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıklarının Portföy Yapıları**, Marmara Üniversitesi, B.S.E., Sermaye Piyasaları ve Borsa Anabilim Dalı, Y.L. Tezi, İstanbul, 1996, s.4

<sup>64</sup> Sarıkamış,age, s.101, Kont, a.g.e., s.1, K.Tahir Gürsoy, **Mukayeseli Hukukta Özellikle Türk ve İsveç Hukuklarında Yatırım Fonları**, Ankara:Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1977, s.2, Ahmet Kırmızı, **Yatırım Fonları, Katılma Belgeleri ve Vergilendirme Esasları**, İstanbul: A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi, Yayın No: 212, 1999, s.13, Serdar Öztürk, **Türkiye'de Yatırım Fonları ve Müşterilerin Yatırım Fonları Hakkında Bilgi Düzeylerini Ölçmeye Yönelik Alan Araştırması**, Gazi Üniversitesi, G.B.E., İşletme Eğitimi Anabilim Dalı, Y.L.Tezi, Ankara, 2005, s.33

<sup>65</sup> Müge İşeri, Nazan Çağlar, **Türkiye 'de Yatırım Fonlarının Genel Görünümü**, Yaklaşım Dergisi, Sa:174, İstanbul, 2007, s.37, Kont, a.g.e., s.1

<sup>66</sup> Muhtar Karşlı, **Sermaye piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Geliştirilmiş:5.b. İstanbul: Alfa Yayınları, 2004, s.173, Çağlar Manavgat, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1991, s.18, Selahattin Tuncer, **Türkiye'de Menkul Kıymetler Yatırım Fonu**, IAV(Panel ve Tebliğler), İstanbul, 1989, s.50, Kara, a.g.e., s.58

<sup>67</sup> Karşlı, a.g.e., s.173, Sevtap Süngü, **Dünya'da Yatırım Fonları**, IAV(Panel ve Tebliğler), İstanbul, 1989, s.31

yatırımcılar pay sahibi olurken, inançlı mülkiyet biçiminde kurulan fonlarda ortaklık haklarına sahip değildirlir.

Yatırım fonlarının ortaya çıkışının ilk olarak hangi ülkede olduğu konusunda ise tam bir görüş birliği yoktur. Kaynakların bir kısmı<sup>68</sup> ilk olarak 1822 yılında "Societe de Belgigue" adıyla Belçikada kurulduğunu belirtirken, kaynakların birçoğunda<sup>69</sup>bugünkü anlamda ilk yatırım fonlarının 1860' lı yıllarda İngiltere'de kurulduğu geçmektedir. En parlak dönemini İngiltere'de yaşayan yatırım fonları, en çok ABD'de, Kıta Avrupa'sında ise İsviçre'de gelişmiştir. İsviçre'de bugünkü anlamıyla ilk yatırım fonları üç bankanın iştirakiyle kurulan SIP şirketi tarafından oluşturulmuştur.<sup>70</sup>

1920'li yıllarda yatırım fonlarının sayısı artmaya başlamıştır. Daha önceden kapalı sonlu kurulan(close-end) fonlar, 1920'li yıllarda açık sonlu olarak kurulmaya başlamıştır. İlk açık sonlu fon 1924 yılında Amerika'nın Boston kentinde kurulmuştur. 1929 bunalımından piyasalardaki tüm kurumlar gibi yatırım fonları da etkilenmiştir. Bu tarihten sonra yatırım fonlarının gelişmesi yavaşlamış ve İkinci Dünya Savaşı sonrasında yatırım fonları tekrar gelişmeye başlamıştır.<sup>71</sup>

Yatırım fonları, başlangıçta hisse senetleri üzerine yoğunlaşmalarına karşın hisse senedi fonlarının borsada asli bir işlevi olmamıştır.<sup>72</sup> Öte yandan tahvil fonları toplam fonlar içinde çok küçük bir paya sahip olmuş, vergiden muaf fonların ve para piyasası fonların ortaya çıkışı ise 1970'leri bulmuştur.<sup>73</sup>

Yatırım fonları tüm dünyada çok önemli kolektif yatırım kurumları olup büyük portföyleri yönetmektedirler. Yatırım fonları, yönettikleri portföy hacmini dünya genelinde istikrarlı olarak arttırmışlardır.

### 3.2.2. Türkiye'de Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi

Yatırım Fonlarının Türkiye'de gelişim süreci, gelişmiş ülkelere kıyasla oldukça yavaş olmuştur. Bu, finansal piyasaların teknik ve yasal alt yapıdan yoksun olmasından kaynaklanmaktadır.

---

<sup>68</sup> Sarıkamış, a.g.e., s.101, Süngü, a.g.e., s.30

<sup>69</sup> Gürsoy, a.g.e., s.15, Tuncer, a.g.e., ss.140-141, Rodoplu, a.g.e., s.90, Civan, a.g.e., s.54

<sup>70</sup> Karşlı, a.g.e., s.173

<sup>71</sup> Süngü, a.g.e, s.31, Kont, a.g.e., s.2

<sup>72</sup> Kont, a.g.e., s.1

<sup>73</sup> Tefvik, a.g.e., s.3

Türkiye'de 1960'lardan sonra yatırım fonlarından söz edilmeye başlanmıştır.<sup>74</sup> Birinci "Beş Yıllık Kalkınma Planında"<sup>75</sup> halkın elinde atıl bir halde bulunan paraların yatırım fonlarına sevk edilmesi"öngörülmüştür. 1961 ve 1963 yıllarında ise Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü tarafından Ticaret ve Banka haftası adı altında yapılan tartışma programlarında bu müessesenin tanıtılması amacıyla "Investment Trust" konu edilmiştir.

Ülkemizde ilk yatırım fon uygulaması 1979 yılının Haziran ayında başlamıştır. 1975 yılında anonim şirket haline gelen ve kısa adı Meban olan Menkul Değerler – Bankacılık ve Anonim Şirketi'nin 15 Kasım 1979 tarihli sözleşme değişikliğinde "yatırım fonu oluşturmak"yer almaktaydı. O tarihte " Menkul değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş.bünyesinde Meban Yatırım Fonu "adıyla kurulan bu fon ve bunların katılma belgeleri üç dilim halinde piyasaya sürülerek tedavül edilmiştir.<sup>76</sup> Yasal bir düzenleme olmadığı halde, kurulan ve iştirak belgeleri piyasaya sürülen Meban Yatırım Fonları'nın iştirak belgeleri 1980 yılında bir hayli değer artışı yapmıştır.<sup>77</sup> Ancak bununla birlikte, bu fonda sadece menkul kıymet portföyü işletmemeleri ve fonda yer alan paraları hangi oranda hangi değerlere yatırım yaptıklarını da belirtmemelerinden dolayı, ağırlıklı olarak gerçek manada bir yatırım fonu olduğu kabul edilmemektedir.<sup>78</sup>

Menkul kıymet yatırım fonları Türk hukuk sistemine 1982 yılında yürürlüğe giren 2499 Sayılı SerPK ile girmiştir.

24 Ocak 1980 kararlarıyla Türkiye' de yeni bir dönem aralanmış ve ekonominin her alanında serbestleşmeye dönük politikalar takip edilmeye başlanmıştır.1980'li yıllar piyasa dinamiklerinin belirleyeceği olacağı yeni çerçevenin yasal ve kurumsal alt yapısının oluşturulmasıyla geçmiştir. Bu çerçevede, 1981 yılında 2499 sayılı SerPK'nın çıkartılmasının ardından 1982 yılında SPK kurulmuş, ardından da 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete geçmiştir.<sup>79</sup>

1981 yılında kabul edilen ve 1982 yılında yürürlüğe giren 2499 sayılı SerPK'nın 35–44.maddeleri arasında yatırım fonları düzenlenerek Türkiye'de MKYF'nin kurulması

---

<sup>74</sup> Gürsoy, a.g.e., s.251

<sup>75</sup> RG. 15.10.1963/11531

<sup>76</sup> Artun Tuncay, **Bir Yatırım Fonu Öyküsü**, Para ve Sermaye Piyasası dergisi, Kasım1986, Sa:93, s.38, Banu Tezcan, **Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması**, Marmara Üniversitesi, S.B.E., İktisat Anabilim Dalı, Y.L. Tezi, İstanbul, 1999, s.39

<sup>77</sup> Yuca, a.g.e., s.14, Tezcan, a.g.e., s.39

<sup>78</sup> Aytaç, a.g.e., s.32

<sup>79</sup> Kont, a.g.e., s.5

için yasal dayanak hazırlanmıştır. Ayrıca yatırım fonlarının yeni bir kavram olması bakımından 35.maddede tanımı yapılmış ve kuruluş, işleyiş, yönetim ilkeleri belirtilerek sadece bankalar tarafından kurulması öngörülmüştür. Ancak 1982 yılından 1986 yılına kadar geçen sürede bankalardan yatırım fonu kurulmasına ilişkin hiçbir talebin gelmediği, yine aynı süre içinde SPK tarafından da hiçbir tebliğin yayınlanmadığı görülmektedir.

Daha sonra Finansal piyasalardaki derinliği ve çeşitliliği artırmak adına SPK tarafından Aralık 1986 'da Seri VII, No:1 sayılı"Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği"<sup>80</sup> yayınlanmıştır.1986 yılında üç fon kurulduğu halde, yatırım fonu katılma belgelerinin ihracı 1987 yılında mümkün olabilmıştır.<sup>81</sup>Türkiye 'de 1982 yılında 2499 sayılı SerPK ile yasal çerçevesi çizilen yatırım fonları ancak beş yıllık bir aradan sonra kurularak faaliyete geçmiştir.<sup>82</sup> 1987 yılında ilk MKYF İş Bankası tarafından "İş Yatırım " adıyla kurulmuştur.<sup>83</sup>

Yatırım fonlarının bu kadar geç gelişmesinin nedenlerinden bazılarını şu şekilde özetlemek mümkündür. Öncelikle yatırım fonları sermaye piyasalarının bir gereksinimi olarak ortaya çıkmıştır. Konumuzun başında da belirttiğimiz gibi, Türkiye'de yasal ve teknik alt yapı eksikleri nedeniyle sermaye piyasaları geç ve yavaş bir gelişme göstermiştir, dolayısıyla da sermaye piyasasının bu yapısı, yatırım fonlarının ortaya çıkışını ve gelişimini geciktirmiştir.

Diğer önemli engellerden bir tanesi de vergilendirme hususunda karşımıza çıkmaktadır. Kurumlar Vergisi Kanunu'nda 1982 yılında 2573 sayılı Kanunla<sup>84</sup> yapılan değişiklikle; yatırım fonları tüzel kişiliğe haiz olmadığı halde sermaye şirketi sayılmış ve kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Ancak Gelir Vergisi Kanunu'nun 94. maddesi açısından istisna teşkil etmemesi çifte vergi durumunu ortaya çıkarmış, aynı kazançtan çifte vergilendirme, kazanca sekte vuracağından, bankalar yatırım fonu kurma konusunda istekli davranmamışlardır.

---

<sup>80</sup> RG.13.12.1986/19310

<sup>81</sup> Y.K. Yalkın, **Yatırım Fonları**, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Sa.128, 1989, s.8

<sup>82</sup> Tuncer, IAV(Panel ve Tebliğler) a.g.e., s.47, Vahdettin Ertaş, Kürşat Tuncel, Bahadır Teker, **Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması**, Ankara:SPK Yayınları, Yayın No:103, 1997, s.12

<sup>83</sup> Tezcan, a.g.e., .s.39, Yuca, a.g.e., s.15,

<sup>84</sup> RG.05.01.1982/17565

3380 sayılı Kanunla<sup>85</sup> Vergi Kanunda değişiklik yapılmış ve vergi tevfiyat oranını en çok yedi yıl süreyle 0 olarak belirlemeye Bakanlar Kurulu yetkili kılınmıştır. Bakanlar Kurulu'nun katılma belgeleri ve portföylerinde yer alan menkul kıymetler bakımından bu oranı 0 belirlemesinin ardından vergi sorunu çözülmüş ve Temmuz 1987'de yatırım fonları kurulmaya başlamıştır.<sup>86</sup>

Ancak bu vergi muafiyeti bankaların birinci ve ikinci el piyasalarda üstünlüğü ele geçirmesine neden olmuş ve bu farklılıkta yatırım fonu kuramayan aracı kurumların tepkisine neden olmuştur.<sup>87</sup>Bunun üzerine 1989 yılında 3571 sayılı Kanunla<sup>88</sup> GVK'da değişiklik yapılarak, yatırım fonlarının portföylerinde bulunan menkul kıymetlerden elde edilen kazançlar tekrar vergi kapsamına alınmıştır. 2007 yılı itibariyle yatırım fonlarında vergilendirme esaslarını ise konumuzun ilerleyen bölümlerinde inceleyeceğiz.

Son olarak, 1982 tarihli 2499 sayılı SerPK ile yatırım fonları yasal dayanağa sahip olduğu halde dört yıldan fazla süreyle gelişme gösterememesinin nedeni, İMKB'nin faaliyete geçişi ve SPK'nın katılma belgelerinin halka arzına dair tebliğini yayınlamasının ancak 1986 yılında mümkün olması gösterilebilir.

### 3.3. Yatırım Fonu Türleri

Yatırım fonları farklı kriterlere göre değişik şekillerde sınıflandırılabilir. Sınıflandırmada en çok kullanılan yöntem ise pay sayısının değişebilirliği ile portföy yapıları ve yatırım hedefleri kriterlerine göre yapılan sınıflamadır.<sup>89</sup>Buna göre yatırım fonu türlerini;

- Pay sayısının değişebilirliğine göre yatırım fonları,
- Portföyün niteliğine göre yatırım fonları
- Yatırım hedeflerine göre yatırım fonları olmak üzere üç kısımda inceleyeceğiz.

---

<sup>85</sup> RG. 24.06.1987/ 19497

<sup>86</sup> M. Fahettin Önder, **Türk Hukukunda Yatırım Fonları**, Marmara Üniversitesi, S.B.E., Özel Hukuk Ana Bilim Dalı, Y.L. Tezi, İstanbul, 1996, s.8

<sup>87</sup> Mehmet Bolak, **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, İstanbul:Beta Yayınları, 1991, s.68

<sup>88</sup> RG.20.06.1989/ 20201

<sup>89</sup> Saim Kılıç, **Türkiye'de Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, Ankara: Mart Maatbacılık, 2002, s.10

### 3.3.1. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları

Açık sonlu ve kapalı sonlu olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

#### 3.3.1.1. Açık Sonlu(Open-End) Yatırım Fonları

Açık uçlu yatırım fonları sermayesi sabit olmayan malvarlığı olarak tanımlanabilmektedir.<sup>90</sup> Yani yatırımcılar tarafından talep edildiğinde pay sayısı artırılabilen, yatırımcılar tarafından paylar iade edildiğinde ise pay sayısı azaltılabilen fonlar açık uçlu fonlar olarak tanımlanır.<sup>91</sup>

Bu tip fonların ayırt edici özelliği tasarruf sahiplerine istenildiği zaman paylarını itfa edebilme imkânı tanımış olmasıdır. İstenildiği an parasını geri alabileceğini bilen küçük yatırımcı açık-sonlu fonları tercih etmektedir. Açık –sonlu fonların diğer bir özelliği de, fonun istediği zaman pay sayısını artırma esnekliğine sahip olmasıdır. Diğer bir deyişle, herhangi bir yatırımcı istediği an katılma belgesi satın alarak fona katılabilmektedir.<sup>92</sup>

Açık uçlu yatırım fonlarını yatırım açısından cazip hale getiren iki özelliği vardır. Bunlardan birincisi likit oluşları, ikincisi ise pay fiyat ayarlamalarıdır.<sup>93</sup>

Likit olma özelliği bu tip fonların paylarını itfa edebilme özelliğinden kaynaklanmaktadır. Pay sahibinin istediği zaman fondan pay almak veya fondaki paylarını satmak hakkına sahip olmasından ötürü, fon portföyünde belli bir miktar nakit veya hemen nakde dönüşebilecek varlıkların olması gerekmektedir.

Dolayısıyla da açık uçlu yatırım fonlarında itfa edilen paylar nakite ihtiyaç yaratacağı için portföye alınacak menkul kıymetlerin sürekli işlem gören menkul kıymetler olması gerekmektedir. Bu yüzden de açık uçlu fonlar, borsaya kote edilmemiş menkul kıymetlere yatırım yapmazlar ve yine aynı nedenden ötürü bu tip fonların, katılma belgeleri genellikle borsaya kote olmamaktadır.<sup>94</sup>

---

<sup>90</sup> Hakan Beyazoğlu, **Yatırım Fonları Üzerine Bir Değerlendirme ve Türkiye'de İştirak Yatırım Fonları**

<http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?vid=430&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf>

Erişim Tarihi:23.11.2007 s.7

<sup>91</sup> Tefik, a.g.e., s.5

<sup>92</sup> Sungü, a.g.e., s.32, Ertaş, Tuncel, Teker, a.g.e., s.12

<sup>93</sup> Tefik, a.g.e., s.6

<sup>94</sup> Sungü, a.g.e., s.32, Tezcan, a.g.e., s.24, Ertaş, Tuncel, Teker, a.g.e., s.12

Yatırımcı açısından açık uçlu yatırım fonlarının dikkat çeken yönlerinden bir tanesi; yukarıda da belirttiğimiz gibi pay fiyatlaması nedeniyle fon fiyatının düşen bir piyasada da yükselebilmesi özelliğidir.<sup>95</sup> Bu tip fonlarda pay fiyatları Net Varlık Değerine göre tespit edilir. Pay fiyatı; fonun portföyündeki kıymetlerin piyasa fiyatı ve fonun pay sahiplerinin sayısı, fondaki kıymetlerin toplam piyasa değerinden fon giderleri çıkarıldıktan sonra elde edilen değer toplam pay sayısına bölünmesi suretiyle bulunur. Açık uçlu yatırım fonlarının paylarının fiyatı her gün, gün boyunca sabittir ve bu fiyat önceki günün öğleden sonrasında piyasa kapanış zamanındaki gerçek değere dayanır.<sup>96</sup>

### 3.3.1.2. Kapalı Sonlu (Closed-End) Fonlar

Kapalı uçlu yatırım fonları ihraç ettikleri katılma belgelerini geri satın almayan ve sabit sermayeli olarak kurulan fonlardır. Bu tür fonların katılma belgelerini tasarruf sahipleri ya fonun kuruluşunda fondan (birincil piyasadan) ya da daha sonraki dönemde ellerinde bu fonların katılma belgeleri bulunanlardan (ikincil piyasalardan) satın alabilirler. Katılma belgesi sahiplerinin de belgelerini paraya çevirebilmek için fon yerine başka yatırımcılara başvurması gerekmektedir. Bu nedenle kapalı sonlu fonların belgelerinin alım satımına konu olması esasen borsalarda gerçekleşmektedir.<sup>97</sup>

Bu tip fonların yukarıda belirttiğimiz özelliklerinden ötürü ikincil piyasaları geliştirmiştir. Açık sonlu fonlarla karşılaştırıldığında likiditesi daha düşüktür.<sup>98</sup> Yani kapalı sonlu fonlar açık sonlu fonların aksine katılma belgelerini geri almak zorunda olmadığından dolayı portföylerinde likit veya kolayca likide çevrilebilecek menkul kıymet bulundurmamak zorunda değildirler ve borsaya kote edilmeyen menkul kıymetlere yatırım yapabilirler.

Kapalı sonlu fonların sahip oldukları varlıkların değeri ile katılma belgelerinin fiyatları arasında doğrusal bir ilişki bulunmamakta ve fonların pay değerleri düşmekte iken, piyasada işlem gören katılma belgelerinin fiyatı yükselebilmektedir.<sup>99</sup> Fonun katılma belgeleri hisse senedi gibi işlem gördüğünden, fiyat arz ve talebe göre belirlenmektedir. Bundan ötürü, fiyatın NVD'den farklı olma ihtimali söz

---

<sup>95</sup> A.Argun Karacabey, **A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi**, Ankara: Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları, Tezler Serisi:5, 1998, s.51

<sup>96</sup> Tevfik, a.g.e., s.6

<sup>97</sup> Ertaş, Tuncel, Teker, a.g.e., s.12

<sup>98</sup> Süngü, a.g.e., s.33

<sup>99</sup> Süngü, a.g.e, s.33

konusudur.Zira, bu fonlara fazla talep olması halinde piyasa fiyatı birim net varlık değerinden yüksek, aksi halde ise piyasa fiyatı birim net varlık değerinden düşük olabilmektedir.<sup>100</sup>

### **3.3.2. Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları**

Değişik yatırım amaçları olan yatırım fonlarının verimleri de farklı olacaktır. Yatırımcılar belli amaçlar doğrultusunda yatırım fonlarını seçeceklerdir. Zaten yatırım fonlarının ayrı kategorilerde değerlendirilmesi yatırım fonlarının sahip olduğu yatırım hedeflerinin farklılığından kaynaklanmaktadır.

#### **3.3.2.1. Aşırı Büyüme Amaçlı Fonlar**

Maksimum sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen bu tür fonlar genel olarak yeni kurulmuş, hızlı büyüme potansiyeli olan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparlar.

Bazıları aynı zamanda opsiyon satmak ve kısa dönemli alım satım gibi spesifik yatırım teknikleri kullanırlar.<sup>101</sup>Sık sık borçlanma yoluyla finansman yoluna giderler ve genellikle, düşük gelir verirler. Bunun nedeni, yatırım yaptıkları şirketlerin temettü vermemesinden ve hisse senetlerine yatırım yaptıkları için faiz geliri elde edememelerinden kaynaklanır. Ancak uzun vadede iyi getiri vermektedir.<sup>102</sup>

#### **3.3.2.2. Büyüme Amaçlı Fonlar**

Aşırı büyüme amaçlı fonlarla karşılaştırıldığında bu fonların portföy riskleri daha düşüktür.

Yatırımlarında temel amaç, düzenli gelir elde etmek değil, değer artışlarıyla uzun vadeli büyümeyi sağlamaktır. Bu nedenle yatırımları araştırma geliştirme faaliyetlerine ağırlık veren ve uzun dönemde hızlı büyüme potansiyeli olan güçlü şirketlere yöneliktir.<sup>103</sup>

---

<sup>100</sup> Kılıç, a.g.e., s.11

<sup>101</sup> Tevfik, a.g.e., s.15

<sup>102</sup> Süngü, a.g.e., s.34

<sup>103</sup> Tezcan, a.g.e., s.26

### 3.3.2.3. Büyüme ve Gelir Amaçlı Fonlar

Büyüme ve gelir arasında denge kuran bu fonlar kendini kanıtlamış, sağlam şirketlere yatırım yaparlar.<sup>104</sup>

Hem gelir akımı, hem de değer artışı elde etmeyi hedeflemiş olan bu fonlar uzun vadede büyümeyi ve portföy değerinde aşırı oynamalardan kaçınmayı amaçlamışlardır.<sup>105</sup>

### 3.3.2.4. Gelir Amaçlı Fonları

Yüksek oranda temettü veren şirketlerin hisse senetlerine ve özel ve kamu kesimi menkul kıymetlerine yatırım yapan bu fonlar, yatırımlarında yüksek getiri ve düzenli gelir elde etmeyi amaçlarlar.<sup>106</sup>

### 3.3.3. Portföyün Niteliğine Göre Yatırım Fonları

Yatırım fonları portföylerine aldıkları menkul kıymetlerin türlerine göre sınıflanmaktadır.

Ülkemizde yatırım fonları portföy yapıları bakımından "A Tipi Yatırım Fonları" ve A tipi olmayan yani "B Tipi Yatırım Fonları" olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. A tipi yatırım fonları Seri VII, No:2 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"<sup>107</sup> ile ilk defa hukuk sistemimize girmiştir.

Buna göre, portföy değerinin en az %25 'i devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar A tipi fon olarak adlandırılır. Bunun dışında kalan fonlar ise A tipi olmayan yani B tipi fon olarak adlandırılmaktadır.

---

<sup>104</sup> Karşlı, a.g.e., s.181

<sup>105</sup> Süngü, a.g.e., s.34

<sup>106</sup> Süngü, a.g.e., s.34

<sup>107</sup> RG. 31.7.1992/21301

### 3.3.3.1. Hisse Senedi Yatırım Fonları

Portföylerinin tamamı veya büyük kısmı yerli ve/veya yabancı şirketlerin hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarıdır. Hisse senedi fonları, sermaye kazancı elde etmek, gelir elde etmek, hem gelir hem sermaye kazancı elde etmek amaçlarına göre alt ayrımlara tabi tutulmaktadır.

Aşırı büyüme fonları, büyüme fonları ve sektör fonları sermaye kazancı elde etmeyi amaç edinen fonlara; gelir hisse senedi fonları gelir elde etmeyi amaç edinen fonlara; büyüme ve gelir fonları ise hem gelir hem sermaye kazancı elde etmeyi amaç edinen fonlara örnek olarak verilebilir.<sup>108</sup>

Portföyleri genel olarak hisse senetlerinden oluştuğundan dolayı, portföy riski ve getirileri tahvil ve para piyasası fonlarına oranla daha yüksektir. Fon portföyündeki hisselerin değeri artıkça, buna bağlı olarak hisse senedi fonunun değerinin de artması beklenmektedir.

Seri VII, No:10 Sayılı Yatırım fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği<sup>109</sup>'nin beşinci maddesinde fon türleri belirtilmektedir. Buna göre,

Fon portföyünün en az %51'i devamlı olarak; özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar "Hisse Senedi Fonu"olarak kabul edilmektedir.

### 3.3.3.2. Tahvil Fonları

Yatırım yaptıkları kıymetler, yani tahviller pay sahiplerine gelir sağlayacak şekilde idare edildiğinden gelir fonları da denilmektedir.<sup>110</sup> Tahvil fonlarının portföylerinin tamamı ya da büyük kısmı tahvil ve bono gibi sabit getirili menkul kıymetlerden oluşur. Risk açısından para piyasası fonları ve hisse senedi fonları ile karşılaştırıldığında, para piyasası fonlarından daha yüksek, hisse senedi fonlarından ise daha düşük bir riske sahiptir. Dolayısıyla riski sevmeyen yatırımcılar tarafından tercih edilen bir fon türüdür.

---

<sup>108</sup> Kılıç, a.g.e., s.11

<sup>109</sup> RG. 19.12.1996/22852

<sup>110</sup> Tefik, a.g.e., s.12

Bu tip fonların maruz kaldıkları, üzere üç tip risk bulunmaktadır.<sup>111</sup> Bunlardan ilki faiz riskidir. Biliyoruz ki, cari faiz oranlarında meydana gelebilecek herhangi bir yükselme tahvillerin fiyatlarını yükselteceğinden, getirilerde bir düşüş olacaktır. Enflasyon dönemleri ise sabit getirili bir menkul kıymetin satın alma gücünü zayıflatmaktadır. İkinci tip risk dediğimiz satın alma gücü riski de bu esnada kendini göstermektedir. Sabit getirili menkul kıymetlerden oluşan bir portföye sahip olan tahvil fonlarının, aldığı yeni tahvillerde yüksek oranlı faiz söz konusu iken, daha önce fona alınan tahviller düşük getiriye sahip olacaktır. Dolayısıyla da bu tahvillerin satılması fon açısından bir kayıp olacaktır. Üçüncü tip risk olan geri ödememe riski ise tahvil ihraç eden AO'ların, ana para ve faizlerini ödemedikleri zaman ortaya çıkmaktadır.

Tahvil fonları; şirket tahvillerine yatırım yapan fonlar, yabancı tahvillere yatırım yapan fonlar, belediye borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlar gibi alt ayrımlara tabi tutulmaktadır.<sup>112</sup>

### **3.3.3.3. Para Piyasası Fonları**

Bu fonlar, yüksek kaliteli ve kısa vadeli yani vadeleri en fazla 90 gün ve daha az olan, mevduat sertifikaları, hazine bonoları ve finansman bonoları gibi enstrümanlara yatırım yapan fonlardır.

Yüksek kaliteli ve kısa vadeli menkul kıymetlere yatırım yaptıklarından ötürü, bu fonların yatırım fonlarının en güvenlisi olduğu düşünülür.

Para piyasası yatırım fonları, yatırım fonlarının en yaygın çeşitleridir. Diğer bir yatırım fonu tipinden çok fazla sayıda para piyasası yatırım fonu bulunur. Bu kadar yaygın olmasının sebebi; güvenilir ve esnek oluşları ve üzerine çek keşide edilebilmesi gibi, çeşitli kolaylıklar sağlamalarından kaynaklanmaktadır.<sup>113</sup>

### **3.3.3.4. Karma Fonlar**

Hisse senetleri, para piyasası araçları, sabit getirili menkul kıymetler ve türev araçlarının tamamına veya bir kaçına yatırım yapan fonlardır.

---

<sup>111</sup> Söngü, a.g.e., s.35

<sup>112</sup> Kılıç, a.g.e, s.12

<sup>113</sup> Tevfik, a.g.e., s.13

Bu fonlar aldıkları her bir sınıftaki araçların ağırlıklarını sabit tutarak yüksek gelir elde etmeyi amaçlarlar<sup>114</sup>. Karma fonların diğer bir türü olan ve hisse senetleri, adi hisse senetleri ve tahvillerden oluşan karma bir portföye sahip olan denge fonları ise genellikle üç bölümden oluşan bir yatırım hedefine yöneliktirler.<sup>115</sup>

- Yatırımcının anaparasını korumak
- Cari gelir sağlamak
- Hem ödedikleri gelirin hem anaparanın uzun dönemli büyümesini sağlamaktır.

### **3.4. Yatırım Fonlarının Avantajları**

Yatırım fonları son yıllarda tasarruf sahiplerinin en çok tercih ettiği yatırım araçlarından biri haline gelmiştir. Yatırım fonlarının giderek artan oranda tercih edilmesinin sebebi, esas olarak yatırımcıya sağladığı avantajlardan kaynaklanmaktadır.

İşleyişinden kaynaklanan nedenlerle katılma belgesi sahiplerine önemli avantajlar sağlama özelliğine sahip olan yatırım fonlarının yararlarını sadece yatırımcılar açısından tek taraflı düşünmemek gerekir. Çünkü tasarrufları verimli alanlara kanalize ederek ekonomide sermaye birikimi sağlamanın yanında, küçük tasarruf sahiplerinin yalnız başına yatırıma dönüştürülemeyen tasarruflarını, bir araya getirmeleriyle de aynı zamanda piyasanın talep yönünü oluşturan kurumlar içinde büyük kaynak teşkil etmektedirler.

Bu nedenlerden dolayı, yatırım fonları; ekonomiye, yatırımcıya ve kurucuya sağladığı avantajlar olmak üzere üç bölümde incelenecektir.

#### **3.4.1. Ekonomi Açısından**

Finansal kuruluşların para ve sermaye piyasalarındaki en önemli işlevi tasarruf fazlası veren kesimlerin sahip olduğu fonların tasarruf açığı olan kesime aktarılmasına aracılık etmektir. Yatırım fonları, profesyonel ve uzman yönetim şekliyle, fonların etkin kullanılarak verimli alanlara yatırılması sayesinde ekonomiye büyük ölçüde katkıda bulunur ve sermaye piyasalarının gelişmesi ve işlem hacminin artmasını sağlar.

---

<sup>114</sup> Kılıç, a.g.e, s.12

<sup>115</sup> Tevfik, a.g.e., s.15

Tasarrufları sanayinin finansmanına kanalize etmede ve tüketime gitme olasılığı yüksek olan küçük tasarrufları toplayarak bunlarla kullanılabilir bir fon yaratma fonksiyonu sayesinde ekonomiye katkıda bulunur.<sup>116</sup>

Ayrıca sahip olduğu uzun vadeli kaynaklar sayesinde finansal piyasalardaki volatilitiyi azaltıcı etkiye sahiptir. Volatilitenin azalması küçük tasarruf sahiplerinin hisse senedi piyasalarına girmelerini teşvik edeceğinden dolayı yoldan borsanın derinleşmesine de yardımcı olmaktadır.<sup>117</sup> Hisse senedine yatırım yaparak özel sektöre kaynak aktarımına aracılık etmekte ve kamu borçlanma araçlarına yatırım yapmak suretiyle de bütçe açıklarının finansmanına katkıda bulunmaktadır.

### **3.4.2. Kurucular Açısından**

Kurucular rekabet ortamı içinde çalıştıklarından tasarruf sahiplerine yatırım fonları aracılığıyla yeni bir hizmet sunmaktadırlar. Bu hizmet karşılığında da, portföy büyüklüğü üzerinden hesaplanan bir yönetim ücretini, fon bütçesinden yönetim ücreti olarak almaktadırlar. Halka arzına aracılık ettikleri menkul kıymetleri, mevzuatın izin verdiği sınırlar içinde kurucusu oldukları fona satabilmektedirler. İştiraklerince çıkarılan menkul kıymetlere yine mevzuat çerçevesinde fonlar aracılığıyla yatırım yapabilmektedirler. Hisse senedi ağırlıklı fonlarda portföyde bulunan senetlerle, borsada gerektiğinde pazar düzenleyici görevini üstlenebilmektedirler.<sup>118</sup>

### **3.4.3. Yatırımcılar Açısından**

Yatırım fonları profesyonel yönetim tarzı itibariyle, tecrübesi az, tasarrufu kısıtlı, piyasadaki mikro ve makro gelişmeleri yakından takip edebilme ve mali analiz yapabilme gücünden yoksun küçük tasarruf sahipleri adına yatırımları yöneterek, ekonomideki konjonktürel dalgalanmalardan en az etkilenecek şekilde piyasada yer almalarına olanak sağlar.

Menkul kıymet yatırım fonlarının avantajlarını tasarruf sahipleri açısından özetleyecek olursak,

- Fon portföyünün çeşitlendirmesi suretiyle riskin asgari seviyeye indirilmesi,

---

<sup>116</sup> İşeri, Çağlar, a.g.e., s.41, Gamze Gökçe, **Gayrimenkul Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Malların Bu Yolla Değerlendirilmesi**, Ankara: Maliye Bakanlığı Yayınları, 1998, s.95

<sup>117</sup> Kont, a.g.e., s.3

<sup>118</sup> Ertaş, Tuncel, Teker, a.g.e., ss.17-18

- Menkul kıymet portföyünün uzman kadrolarca yönetilmesi,
- Portföy yöneticilerinin piyasaları sürekli izlemesi ve yaptıkları kapsamlı analizler sayesinde değişen ekonomik koşullar doğrultusunda yatırım kararlarının anında değiştirilebilmesi,
- Küçük ölçekli yatırımlarla, kazanç potansiyeli yüksek büyük alım gücüne erişebilmesi,
- Fon portföyündeki menkul kıymetlerin değerlendirilmesi, faiz ve temettü tahsilât işlemleri vb. fon yönetimi tarafından sağlandığı için hem zaman hem kaynak tasarrufu sağlaması,
- Portföye toplu kıymet alımları ve toplu portföy yönetimi sayesinde maliyet avantajı sağlaması,
- Katılma belgelerinin fona iade suretiyle kolayca elden çıkarılması ve paraya çevrilebilmesi gösterilebilir.

### 3.5. Yatırım Fonlarına Hakim Olan Temel İlkeler

#### 3.5.1. Riskin Dağıtılması İlkesi

Riskin dağıtılması ilkesi yatırım fonlarının en önemli ve temel ilkelerinden biridir. Çünkü yatırım fonu portföy yöneticileri çeşitli risklerle karşı karşıyadır. Bu risklerden kısaca bahsedecek olursak;<sup>119</sup>

**Piyasa Riski;** Hisse senetlerinin gerçekleşen getirilerinin, beklenen getirilerden düşük olması riskidir. Genel ekonomik nedenlerden ötürü çıkan bu risk türünün küreselleşmenin etkisiyle ortaya çıkma olasılığı da artırmıştır. Örneğin 1994 yılında yaşanan ekonomik olumsuzlar, İMKB endeksinde önemli düşüşlere neden olmuş ve yatırımcılar beklenmedik bir zararla karşılaşmışlardır.

**Likidite Riski;** Katılma belgesi sahipleri portföyde yer alan bir menkul kıymeti istedikleri zaman nakde dönüştürme talebinde bulunabilirler.<sup>120</sup> Zaten bu, yatırım fonlarının katılma belgesi sahiplerine sağladığı en önemli avantajlardan biridir. Ancak portföyde yer alan bir varlığın istenildiği nakde dönüştürülememesi yahut varlığın cari piyasa değerinin altında bir değerle satılarak nakde dönüştürülmesi riski söz konusudur.

<sup>119</sup> Tezcan, a.g.e., ss.35-36

<sup>120</sup> Karşlı, a.g.e., s.177, Civan, a.g.e., s.57, Tefvik, a.g.e., s.43, Gökçe, a.g.e., s.91

**Finansal Risk;** Finansal risk hem kamu hem de özel sektör kuruluşlarının çıkardığı menkul kıymetler için söz konusudur. Yatırım yapılan menkul kıymeti ihraç eden kurum veya devletin mali yükümlülükleri karşılayamama veya söz konusu bu ödemelerde gecikme olasılığıdır.

**İşletme Riski;** Yatırım yapılan menkul kıymetleri çıkaran kuruluşların, ürünlerini geliştirememesi, yönetim hataları, rakipleri ile rekabetinin yeterli olmaması gibi nedenlerden ötürü ortaya çıkan olumsuz sonuçları ifade eder.

**Faiz Oranı Riski;** Faiz oranlarında meydana gelebilecek beklenmedik değişiklikler portföy varlıklarının değerinde değişmeye neden olur. Bu risk sabit getirili borçlanma araçlarına yatırım yapan yatırım fonları için söz konusudur. Borçlanma araçlarının değeri borsada oluşan ağırlıklı ortalama oran üzerinden hesaplandığından, faizdeki düşüş, bu varlıkların değerini yükseltirken, faizdeki yükseliş bu varlıkların değerini düşürür.

**Kur Riski:** Yabancı menkul kıymetlerden oluşan ya da yabancı para birimi üzerinden Türkiye'de ihraç edilen menkul kıymetlerden oluşan portföylere sahip olan fonlar kur riski ile karşı karşıyadır.

Yatırım fonlarının temel ilkesi olan riskin dağıtılması ilkesi; portföy oluşturmak için girilen yatırımların, bir konuya veya işletmeye hasredilmeyip değişik türdeki işletmelere veya konulara bölünmesini ifade eder<sup>121</sup> Riskin dağıtılması ilkesi en basit anlatımla çok fazla ve değişik yapıda varlığın portföye alınması ile mümkün olmaktadır. Portföyde yapılan çeşitlendirme sayesinde, bir varlıktan doğan kaybın, diğer varlıktan elde edilen kazançla telafi edilmesi sağlanmaktadır.<sup>122</sup> Bu ilke ile yatırım fonlarının, bireylerin kendi imkânları ile sağlayamayacakları ölçüde riski dağıtmaları mümkün olmaktadır.<sup>123</sup>

Bir örnekle açıklayacak olursak, örneğin elinizde 200 milyon Yeni Türk Liranız var. Bu para ile kendi imkânlarınız doğrultusunda birkaç hisse senedine yatırım yapabilirsiniz. Hisse senedini aldığınız üç şirketin mali yapısında meydana gelebilecek herhangi olumsuzluk, hisse senetlerin fiyatlarının düşmesine neden olacaktır. Oysa yatırım fonları çok daha fazla sayıda hisse senedi ve başka yatırım araçları örneğin

<sup>121</sup> Ünal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukukunun Temel Esasları**, İstanbul:ES Yayınları, 1982, s.112

<sup>122</sup> Kılıç, a.g.e., ss.7-8

<sup>123</sup> Öztürk, a.g.e., s.54, Tuncer, a.g.e., s.51, Civan, a.g.e., s.57

tahvil, hazine bonusu gibi varlıkları portföylerinde bulundurduğundan, hisse senetlerindeki herhangi düşüş anında bundan en az derece etkilenme olanağına sahip olurlar. Yani yukarıda da belirttiğimiz gibi yatırım fonlarının bireylerin kendi imkanları ile sağlayamayacakları ölçüde riski dağıtmaları mümkündür.

### **3.5.2. Profesyonel Yönetim İlkesi**

Tek başlarına pek önem taşımayan tasarrufların, verimli yatırım alanı olan sermaye piyasasına, bu alanda uzmanlaşmış bilgi ve tecrübe sahibi özellikle güvenilir kişiler tarafından kanalize edilmesi ihtiyacından yatırım fonlarının ortaya çıkmıştır.<sup>124</sup> Bu ilke yatırım fonlarının özellikle profesyonellikten, yeterli bilgi ve tecrübeden uzak olan küçük yatırımcılara sunduğu avantajların en başında gelmektedir.

Menkul kıymet piyasaları nitelikleri itibariyle belirli bir bilgi birikimi ve uzmanlık gerektiren teknik piyasalardır. Bu piyasada oluşan gelişmeleri yakından takip edilerek menkul kıymet fiyatlarındaki etkilerini tahmin edip zamanında tavır alınması gerekmektedir. Oysa bireylerin böylesine piyasaları düzenli olarak takip edip, analiz etmeleri, geleceği şimdiden kestirerek, geleceği günümüze getirip buna göre tavır almaları ve çeşitli yatırım araçları arasında seçim yapması hem uzmanlık gerektirmesi nedeniyle zordur hem de zaman harcaması gerekmektedir.<sup>125</sup>

Yatırım fonları, küçük yatırımcılar için zaman ve bilgi tasarrufu sağlayıp, risklerini azaltarak, mümkün olduğunca spekülatif dalgalanmalardan etkilenmeden piyasalarda yer almalarına olanak sağlar.<sup>126</sup>Bunu da sahip olduğu uzman kadro vasıtasıyla gerçekleştirir.

### **3.5.3. Menkul Kıymet Portföyü İşletme İlkesi**

Portföy işletmeciliği ticari bir faaliyettir ve kara yöneliktir. Bu bakımdan yatırım fonlarında menkul değerlerin yönetilmesi anlamına gelen portföy işletmeciliği vardır.

Yatırım fonları bazı sınırlamalar içersinde nakit ve kıymetli madenlere yatırım yapabilmekle beraber temel amaçları menkul kıymetlerin alım satımını yapmak ve bu

---

<sup>124</sup> Kırman, a.g.e., s.13, Sarıkamış, a.g.e., s.103, Kont, a.g.e., s.1

<sup>125</sup> Civan, a.g.e., s.58

<sup>126</sup> İşeri, Çağlar, a.g.e., s.37

esnada oluşan fiyat farkı ve menkul kıymetlerin kar payları ve faizlerinden yararlanmaktadır.<sup>127</sup>

#### 3.5.4. İnançlı Mülkiyet İlkesi

SerPK'da yatırım fonları "inançlı mülkiyet esasına göre portföy işleten mal varlığı" olarak tanımlanmaktadır. O yüzden öncelikle inançlı mülkiyet kavramını açıklamakta yarar vardır.

İnançlı mülkiyete konu olan inançlı muameleler şu şekilde tanımlanmaktadır: İnananın, teminat teşkil etmek veya idare olunmak üzere mal varlığına dâhil bir şey veya hakkı, aynı amacı güden olağan hukuki muamelelerden daha güçlü bir hukuki durum yaratmak amacıyla inanılana inançlı olarak kazandıran muameleye, inançlı muamele denir.<sup>128</sup>

Bir mal varlığını ifade eden yatırım fonlarına, tasarruf sahiplerinin katılımı, katılma belgeleri aracılığıyla gerçekleşmektedir. Burada dikkat çeken husus, fonun tüzel kişiliği olmamasından ötürü, fonu oluşturan menkul kıymet portföyü üzerinde, katılanların "müşterek mülkiyeti'nin söz konusu olacağıdır.<sup>129</sup> Müşterek mülkiyetin benimsenmesi durumunda ise fon varlığı katılma belgesi sahiplerinin müşterek mülkiyetinde olmakta, ancak müşterek mülkiyetin taksimi ortaklarca her zaman istenebildiğinden, yatırım fonunun sürekliliği prensibi ile bağdaşmamaktadır. Ayrıca, müşterek mülkiyette katılma belgesi sahipleri ile fon yönetici arasındaki ilişkiler vekalet akdi hükümlerine tabi olduğundan, vekalet verenin vekile talimat verebilmesi ve onu her zaman azledebilmesi durumu ortaya çıkmaktadır.<sup>130</sup> Oysa yatırım fonlarında yatırımcıların, fon portföyünün yönetimi üzerinde talimat verme ve portföy yönetimine müdahale, kurucu veya yöneticiyi denetleme hakkı bulunmamaktadır.<sup>131</sup>

Nitekim İsviçre Yatırım Fonları uzun süre "müşterek mülkiyet" esasına göre çalışmışlardır. Ancak yatırım fonlarının, katılanların müşterek mülkiyetinde olması çeşitli sakıncalar yarattığından İsviçre Federal Yatırım Fonları Kanununda müşterek mülkiyet kıstası terk edilerek, "inançlı mülkiyet " esası benimsenmiştir.<sup>132</sup>

<sup>127</sup> Civan, a.g.e., s.58

<sup>128</sup> Tevfik, a.g.e., s.33, Gökçe, a.g.e., s.87

<sup>129</sup> Sezai Reisoğlu, **Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Bankalar**, Ankara: TBB Yayın, 1982, s.18

<sup>130</sup> Kılıç, a.g.e., s.19, Reisoğlu, a.g.e., s.19

<sup>131</sup> B.Yıldız Destanoğlu, **Yatırım Fonu Katılma Belgeleri**, Ankara: Türkiye İş Bankası Vakfı Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 2004, s.122, Haykır, a.g.e., s.13

<sup>132</sup> Reisoğlu, a.g.e., s.19

İnançlı mülkiyet kavramı, Türk Hukukunda özel olarak düzenlenmemekle beraber gerek doktrin gerek içtihatlar bakımından geçerli bir kavramdır. Bu yüzden SerPK, yatırım fonlarının inançlı mülkiyet esasına göre kurulmasında bir sakınca görmemiştir. Bununla birlikte, SerPK'nın 37. maddesinde kurucu ve katılma belgesi sahipleri arasındaki ilişkilerde bu Kanun ve ilgili mevzuatta hüküm bulunmadığı hallerde vekalet akdinin uygulanacağı yönünde açık bir hüküm konulmuştur.<sup>133</sup>

İnançlı mülkiyet kavramı, mülkiyet hakkı dâhil olmak üzere tüm hakların hukuken fon idaresine ait olduğunu, katılma belgesi sahipleri adına yönetimin fon idaresi tarafından yerine getirileceğini ifade eder. Ancak fona ait değerlerin iktisadi maliklerinin katılma belgesi sahipleri olduğu, buna karşılık üçüncü kişilerle olan ilişkilerde hukuken bu değerlerin malikinin fon idaresi olduğudur.

Yatırım fonuna, inançlı olarak fon yöneticisi (İnanılan) yani kurucu sahiptir. Yatırımcılar(İnananlar), aldıkları katılma belgeleriyle, fonun mülkiyetini, inanılana devretmektedir. Bu intikal, bir inanç sözleşmesi ile (fon içtüzüğü) gerçekleşir. Fon yöneticisi, katılma belgeleri karşılığı oluşturulan fon mal varlığının maliki olur, ancak bu fon varlığını sözleşme çerçevesinde yönetmek zorundadır.

Yatırım fonlarında inanılana devredilen, yani katılma belgesi sahipleri olan yatırımcıların kurucunun yönetimine devrettiği, menkul kıymet portföyünde bulunan varlıklardır. Devrettiği haklar ise, riskin dağıtılması, kar payı elde etme ve basiretli bir tüccar gibi yönetimdir.<sup>134</sup>

Fon mülkiyetinin, inançlı mülkiyet esasına göre fon kurucusuna ait olması bazı sakıncalar doğurmaktadır. Ancak SerPK'nın bu sakıncaları önleyecek hükümlere de yer verildiği görülmektedir.

### **3.5. 5. Mal Varlığının Korunması İlkesi**

Fon tüzel kişiliği sahip olmamakla birlikte fonun malvarlığı kurucunun mal varlığından ayrıdır. Ayrıca SerPK'nın 38. maddesi uyarınca fon mal varlığı rehin edilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü kişiler tarafından haczedilemez. Yani fon mal varlığının korunması SerPK ile güvence altına alınarak, suistimallerin önüne geçilmesi amaçlanmıştır.

<sup>133</sup> Kont, a.g.e., s.5, Tefik, a.g.e., s.34, Reisoğlu, a.g.e., s.19, Tuncer, IAV (Tebliğler ve Panel), a.g.e., s.51, Gökçe, a.g.e., s.87, Kılıç, a.g.e., s.19

<sup>134</sup> Gökçe, a.g.e., s.87, Tefik, a.g.e., s.33

## 4. SERMAYE PİYASASI KANUNU AÇISINDAN YATIRIM FONLARI

### 4.1. Yatırım Fonlarının Tanımı

Yatırım fonları, küçük birikimcilerin bir araya getirilerek toplanan paraların çeşitli sermaye piyasası araçlarına yatırılması esasına dayalı bir kolektif yatırım modelidir.1920'lerden beri, finans dünyasında etkili olan sistemle küçük yatırımcıların sermaye piyasalarına katılımı gerçekleşebilmektedir.<sup>135</sup>

İktisadi büyümenin vazgeçilmez unsuru olan sermaye piyasalarının ekonomi açısından önemi, sağlıklı bir örgütlenmenin varlığını zorunlu kılmıştır. Türkiye'de sermaye piyasasının kurulabilmesi için uzun yıllar çalışmalar yapılmış, nitekim 1982 yılında yürürlüğe giren 2499 sayılı SerPK ile sermaye piyasaları yasal dayanağına kavuşmuştur.

Türk Hukuk sisteminde kanun koyucu çeşitli imkânlar arasında MKYF'yi SerPK içerisinde düzenleme altına almayı tercih etmiştir. Mevzuatımızda yatırım fonları SerPK'nın 37 ve 38. maddeleri ve Seri VII, No:10 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlenmiştir. Yatırım fonlarının kuruluşu, faaliyete geçişi, uyulması gereken kuralların düzenlemesi bakımından SPK yetkilendirilmiştir

Değişik 3794 sayılı SerPK'nın 37. maddesinde yatırım fonları"Halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığına Yatırım Fonu adı verilir."şeklinde tanımlanmıştır.

Yatırım fonlarının mal varlığının ne olacağı konusu SPK tarafından çıkarılan Yatırım Fonu Tebliği'nde ayrıntılı olarak belirtilmiştir. Yatırım Fonu Tebliği'nde gayrimenkul yatırım fonları hariç, yatırım fonlarının kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, katılma belgeleri ile bunların halka arzına ve kamunun aydınlatılmasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Yatırım Fonu Tebliği'nin 4'üncü maddesine göre, MKYF aşağıda belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığıdır.

Söz konusu varlıklar;

---

<sup>135</sup> Sumer, a.g.e., s.127

- Özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil Türkiye'de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, yabancı özel ve kamu borçlanma senetleri,
- Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım ve satımı yapılabilen, yabancı özel ve kamu borçlanma senetleri ve hisse senetleri,
- Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlerle bu madenlere dayalı ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları,
- SPK'ca öngörülen diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri.
- Nakit değerlendirilmek üzere yapılan İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdindeki borsa para piyasası işlemleri.

Yatırım fonları yukarıda sayılan araçlardan oluşan bir portföy işletmek amacıyla kurulabilecekleri gibi, bu araçlardan sadece birinden veya birkaçından oluşan bir portföyü işletmek amacıyla da kurulabilirler. Bu araçlardan oluşan portföyü işletmek amacı dışında herhangi başka işle uğraşamazlar.<sup>136</sup>

Dikkat çeken önemli bir nokta, SerPK'da gayrimenkullere yatırım yapma imkanı getirilmiş olmasına karşın, Yatırım Fonu Tebliği'nde gayrimenkullerin yatırım fonlarının mal varlıkları kapsamı dışında bırakılmasıdır. Bu farklılık, gayrimenkul yatırımı ile menkul kıymet yatırımının uzmanlık gerektiren ayrı faaliyet alanları olması nedeniyle ayrı tebliğlerle düzenlenme gereğinden doğmuştur. Dolayısıyla hâlihazırda ülkemizdeki tüm yatırım fonlarının menkul kıymetlerden oluşan bir portföyü işletmek amacıyla kurulmuş olduğunu söyleyebiliriz.<sup>137</sup>

#### **4.2. Yatırım Fonlarının Türleri**

SerPK açısından öngörülen yetkinin kullanılması sonucu getirilen düzenlemelere bakıldığında, MKYF'nın özellikle portföy yapılarından hareketle sınıflandırılmaları söz konusu olduğu anlaşılmaktadır.

---

<sup>136</sup> Karşlı, a.g.e., s.182, Gökçe, a.g.e., s.86, Ertaş, Tuncel, Teker, a.g.e., s.13, Tevfik, a.g.e., s.33, Kılıç, a.g.e., s.16, Ünal, a.g.e., s.777

<sup>137</sup> Ertaş, Tuncel, Teker, a.g.e., s.13, Kont, a.g.e., s.6, Kılıç, a.g.e., s.16

Yapılan sınıflandırmada fon portföyünün %51 'i ya da tamamının belirli değerlere bağlanmasından hareket edilmektedir.<sup>138</sup>

Yatırım Fonu Tebliği'nin 5. maddesine göre fon türleri aşağıdaki şekildedir.

**Tahvil ve Bono Fonu:** Fon portföyünün en az %51 'ini devamlı olarak; kamu ve /veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış fonlardır.

**Hisse Senedi Fonu:** Fon portföyünün en az %51 'ini devamlı olarak; özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye 'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlardır.

**Sektör fonu:** Fon portföyünün en az %51 'ini devamlı olarak; belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış fonlardır.

**İştirak Fonu:** Fon portföyünün en az %51 'ini devamlı olarak; SPK'nın Seri:XI, No:1 sayılı " Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ"nin <sup>139</sup> 3 nolu ekinde tanımlanan iştiraklerce çıkarılmış menkul kıymetlere yatırmış fonlardır.

**Grup Fonu:** Fon portföyünün en az %51 'ini devamlı olarak; Seri: XI, No:10 sayılı "Sermaye Piyasasında Konsolide Mali Tablolara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ"<sup>140</sup>in ikinci maddesinde tanımlanan belli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatıran fonlardır.

**Yabancı Menkul Kıymetler Fonu:** Fon portföyünün en az %51 'ini devamlı olarak, yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış fonlardır.

**Kıymetli Madenler Fonu:** Fon portföyünün en az %51 'ini devamlı olarak, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlardır.

**Altın Fonu:** Fon portföyünün en az %51 'ini devamlı olarak, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ile altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlardır.

---

<sup>138</sup> Kırman, a.g.e., s.18

<sup>139</sup> RG. 29.1.1989/ 20064

<sup>140</sup> RG. 13.11.2001/24582

**Karma Fon:** Portföyünün tamamını, hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenlerle bunlara dayanan sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20 'sinden az olmayan fonlardır.

**Likit Fon:** Portföyünün tamamını, devamlı olarak portföyün vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçları yer alan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlardır.

**Değişken Fon:** Portföyünün tamamını, portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türleri esas almadan oluşturan fonlardır.

**Endeks Fon:** Fon portföyünün en az %80'i devamlı olarak, baz alınan ve SPK tarafından uygun görülen bir endeks değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden veya örnekleme yoluyla seçilen bir bölümünden oluşan fonlardır.

**Fon Sepeti:** Fon portföyünün en az %80'i devamlı olarak, diğer yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonlardır.

**Özel Fon:** Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi ve kuruluşlara tahsis edilmiş fonlardır.

**Serbest Yatırım Fonları(Hedge Funds):** Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş fonlardır.

**Garantili Fon:** Asgari olarak altı ay vadeli kurulmak kaydıyla; yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin içtüzükte ve izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade yada vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine ve Kurucu ile Garantör arasında imzalanan bir garanti sözleşmesine dayanılarak taahhüt edildiği fonlardır.

**Koruma Amaçlı fonlar:** Asgari olarak altı ay vadeli kurulmak kaydıyla; yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin içtüzükte ve izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade yada vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak en iyi gayret esası çerçevesinde amaçlandığı fonlardır.

Yukarıda sayılanlar dışında, iç tüzüklerinde belirtilmek suretiyle, oluşturulacak fon türleri, SPK'ca uygun görülmesi koşuluyla belirlenebilir.

Fon türü sınıflaması ile birlikte fon tipi sınıflaması da mevcuttur. Türkiye'de yatırım fonları A tipi ve B tipi olmak üzere ikiye ayrılmıştır.<sup>141</sup>Söz konusu ayrıma göre; fon iç tüzüklerde belirtilmek suretiyle, portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'ini, devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan KİT dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar **A Tipi**, diğerleri ise **B Tipi** olarak adlandırılır.

Garantili ve koruma amaçlı yatırım fonları Seri VII, No:33 Tebliği<sup>142</sup> ile mevzuatımızda yerini almıştır. Yeni kavramlar olması bakımından daha anlaşılır hale getirmek amacıyla açıklama yapmakta fayda vardır. Buna göre;

- Garantili yatırım fonlarının unvanlarının garantinin başlangıç yatırımına oranını yada garantör tarafından sağlanan garanti kapsamındaki getiri oranını açık olarak gösterecek şekilde belirlenmesi gerekmektedir.
- Garantör; Garantili yatırım fonları tarafından içtüzüklerinde belirlenen esaslar çerçevesinde yatırımcılara geri ödeneceği taahhüt edilen yatırım tutarının Fon tarafından karşılanmayan kısmının Fon'a garanti eden Bankacılık Kanununda tanımlanan bankalar ile sigorta şirketleri ile tabi oldukları mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla yurtdışında yerleşik bankaları ve sigorta şirketlerini ifade eder.Garantöre, Türkiye'de derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir seviyeye gelmiş derecelendirme notunun verilmesi zorunludur.Garantili yatırım fonu kurucusu ile garantör arasında asgari koşulları SPK tarafından belirlenen bir garanti sözleşmesi imzalanır. Garanti sözleşmesi fon mal varlığına dahil edilir.Garanti edilen tutarın ödenmesi herhangi koşula bağlanamaz ve bu garantiden cayılamaz.
- Garantili yatırım fonlarında olduğu gibi, koruma amaçlı yatırım fonlarının unvanlarının da korumanın başlangıç yatırımına oranını açık olarak gösterecek şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Buna ek olarak, koruma amaçlı yatırım fonunun unvanında başlangıç yatırımının üzerinde hedeflenen getiriye ilişkin ifadelere yer verilmez.

---

<sup>141</sup> Civan, a.g.e., s.55

<sup>142</sup> RG. 25.5.2007/26532

- Son olarak belirtmemiz gereken husus da, garantili ve koruma amaçlı yatırım fonlarını tarafından, yatırımcının başlangıç yatırımının tamamının yada belirli bölümünün korunmasına yönelik oluşturulacak yatırım stratejisinin, kamu borçlanma senetlerine ve/veya ters repo'ya ve/veya korumayı sağlayabilecek ve de SPK tarafından uygun görülen diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılmasını içermesinin zorunlu olduğudur.

Garanti ve koruma tüm pay sahipleri için aynı niteliktedir. Her iki yatırım fonunda da yatırımcılar tarafından, vergi dışında, doğrudan katılan maliyetler garanti edilen yada korunan yatırım tutarını azaltamaz. Garantiden ya da korunmadan yararlanma koşulları ve katılma paylarının vadeden önce fona iadesi halinde uygulanacaklar esaslar hem fon içtüzüğünde hem izahnamede belirlenir. Her iki fonun da portföy yönetim stratejisinde ve türünde fon vadesi içerisinde değişiklik yapması söz konusu değildir.

### **4.3. Yatırım Fonlarında Taraflar**

Yatırım fonlarında üçlü bir ilişki söz konusudur. Fonun hukuki temelini kolektif yatırım sözleşmesi oluşturmaktadır. Bu sözleşmenin birinci tarafını yatırımcılar yani tasarruf sahipleri, ikinci tarafını kurucular yani fonu işletecek olan uzman kuruluş, üçüncü tarafını ise saklayıcı(yed-i emin) oluşturmaktadır.<sup>143</sup>

3794 sayılı değişik SerPK'dan önce 2499 sayılı SerPK'da yatırım fonlarındaki bu üçlü ilişki ikili şekildeydi. Kurucu ve yönetici aynı zamanda yed-i Emin sıfatını taşıyordu. 3794 Sayılı değişik SerPK ile kurucunun fon malvarlığının korunması ve denetlenmesine ilişkin sorumluluğu devam etmekle birlikte, yönetim fonksiyonu ve saklama fonksiyonu birbirinden ayrılmıştır.

#### **4.3.1. Kurucu**

SerPK 'nın 37. maddesinde, Fonun; o fona yatırım yapan tasarruf sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetim, temsil ve saklanmasından kurucuyu sorumlu tutulmuştur. Ancak fon yönetim ve saklama hizmetinin SPK tarafından farklı kurumlarla yürütülmesine karar verilebileceği hüküm altına alınmıştır<sup>144</sup>. Fon portföyün kurucu tarafından yönetilmiyor olması, bu sorumluluğu ortadan kaldırmamaktadır.

<sup>143</sup> Kont, a.g.e., s.7, Sumer, a.g.e., s.128, Rodoplu, a.g.e., s.91, Gökçe, a.g.e., s.87, Ertaş, Tuncel, Teker, a.g.e., s.11

<sup>144</sup> Kılıç, a.g.e., s.16, Erdoğan Moroğlu, Abuzer Kendigelen, **Türk Ticaret Kanunu ve İlgili Mevzuat**, Geliştirilmiş, 8.b.İstanbul:Beta Yayınları, 2004, s.1212

Çünkü, fonla ilgili her türlü işlemlerinden(Ortaklıkların, üçüncü kişilere ve kamu kurum ve kuruluşlarına karşı) kurucu sorumludur.<sup>145</sup>

Yatırım fonunun portföyü, kurucu tarafından atanan bir **yönetici** tarafından yönetilir. Kurucu tarafından atanan yönetici, SPK'dan portföy yöneticiliği belgesi almış aracı kurumlar ile portföy yönetimi şirketlerinin yöneticileri olabilir. Yönetici, kurucu ile yapacağı portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde fonun varlıklarını yönetmekle görevlidir. Kurucu, portföy yöneticisinin faaliyetlerinin mevzuat ve fonun amaç ve ilkelerine uygunluğunu gözetmekle yükümlü olup, fon adına yaptığı bütün işlemlerden sorumludur.

Fon portföyünün kurucu tarafından atanan bir yönetici tarafından yönetilmesi ile fon portföyünün kurucu tarafından suistimalinin önüne geçilmesi diğer bir ifade ile kurucunun değil, bu fona katılanların menfaatleri doğrultusunda yönetilmesi ve kurucu ile fon arasındaki menfaat çatışmalarının önlenmesi amaçlanmıştır.<sup>146</sup>

SerPK düzenlemesine göre, kurucu ile fona katılanlar arasındaki ilişki kolektif yatırım sözleşmesine dayanmakla birlikte, özel hükümler dışında, bu ilişkiye vekalet akdi hükümleri uygulanacaktır. Dolayısıyla, kurucunun SPK'daki özel hak ve yükümlülükler dışındaki hak ve borçları vekalet akdine dayanmaktadır. Kurucunun başlıca yükümlülükleri aşağıda belirtilmektedir.<sup>147</sup>

- Fonun katılma belgesi sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetilmesini sağlamak,
- Fon varlığının, korunması, saklanmasını yerine getirmek,
- Talep halinde katılma belgelerini satın almak,
- Riskin dağıtılmasını gerçekleştirmek,
- Öngörülmiş ise katılma belgesi sahiplerine kar dağıtmak,
- Fon portföyündeki hisse senetlerine ait oy haklarını temsilciler veya yetkili kılacağı diğer kişiler vasıtasıyla kullanmak,
- Hesap raporu hazırlamak, SPK'ya sunmak ve özetini ilan etmek,
- Vekalet akdinden çıkarılabilecek ve SPK'ya aykırı olmayan diğer yükümlülükler.

---

<sup>145</sup> Kont, a.g.e., s.7

<sup>146</sup> Gökçe, a.g.e., s.88, Ertaş, Tuncel, Teker, a.g.e., s.11

<sup>147</sup> Tevfik, a.g.e., s.35, Öztürk, a.g.e., s.52-53, Tezcan, a.g.e., s.51, Gökçe, a.g.e., 88

Kurucunun yatırım fonuna karşı sahip olduğu haklar ise,

- Fonun kurulması, katılma belgelerinin halka arzı için yapılacak masraflar, reklam, pazarlama ve sigorta giderlerini talep etmek,
- Fon içtüzüğünde gösterilen yönetim ücretini ve yönetim giderlerini istemek,
- Portföyde bulunan kıymetlere bağlı mali ve yönetsel hakları kullanmak olarak özetlenebilir.

#### **4.3.2. Yed-i Emin (Saklayıcı)**

Kurucu ile yapacağı sözleşme çerçevesinde, fonun portföyündeki varlıkları muhafaza eder ve portföy yöneticisinin verdiği talimatlar doğrultusunda portföy hareketlerini yürütür ve portföydeki varlıkların faiz ve temettü gelirlerini tahsil ederek katılma belgesi sahiplerine aktarılmasına aracılık eder.<sup>148</sup>

Yatırım Fonu Tebliği'nde İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. ile İstanbul Altın Borsası ve/veya SPK tarafından yetkilendirilen diğer kuruluşlar saklayıcı kuruluşlar olarak belirlenmiştir.

#### **4.3.3. Tasarruf Sahipleri**

Katılma belgelerini satın alarak fona iştirak eden gerçek veya tüzel kişilerdir.<sup>149</sup> Katılma belgesi sahiplerinin de fona karşı kar payı alma hakkı, katılma belgelerinin geri satın alınmasını talep hakkı ve tasfiye payını talep etme, bilgi alma hakkı vardır.<sup>150</sup> Öte yandan yatırımcıların Kolektif Yatırım Sözleşmesinden kaynaklanmamakla birlikte, Yatırım Fonu Tebliği madde 38'e istinaden, bir banka nezdinde açılacak hesap üzerine, sahibi bulunduğu yatırım fonu paylarını karşılık göstermek suretiyle, katılma belgesi karşılığı ödeme yapılmak üzere çek keşide etme hakları vardır.<sup>151</sup> Yani, fon içtüzüklerinde hüküm bulunmak kaydıyla, kurucular tarafından, bir banka nezdinde, katılma belgesi sahipleri adına katılma belgeleri karşılığında ödeme yapılmak üzere açılacak hesaplar üzerine, çek keşide etme olanağı sağlanabilir.

<sup>148</sup> Kont, a.g.e., s.7, Gökçe, a.g.e., s.90

<sup>149</sup> Gökçe, a.g.e., s.90, Ertaş, Tuncel, Teker, a.g.e., s.12, Kont, a.g.e., s.7

<sup>150</sup> Tefik, a.g.e., ss.36-37, Gökçe, a.g.e., s.90

<sup>151</sup> Emre Haykır, **Yatırım Fonlarında Çıkar Çatışmaları, Kurucunun Hukuki Sorumluluğu Düzenleme Önerileri, Yeterlilik Etüdü**, İstanbul: SPK Yayınları, 2005, ss.12-13

#### **4.4. Yatırım Fonlarının Kuruluşu ve Faaliyet Şartları**

##### **4.4.1. Fon Kurabilecekler**

Değişik 3794 sayılı SerPK çıkarılmadan önce, yatırım fonu kurma ve işletme yetkisi sadece bankalara verilmişti. Bunda hiç kuşkusuz, Türkiye'de gelişmiş bir sermaye piyasasının olmaması, sigorta ve emekli sandığı gibi mali aracı kurumların zayıflığı, bankaların sermaye yapılarının güçlü olması ve dağıtım kanallarının çokluğu gibi nedenler etkiliydi.

1992 yılında çıkarılan Değişik 3794 sayılı SerPK ile yatırım fonu kurmada ve işletmede bankaların tekeli ortadan kalkmıştır.<sup>152</sup>

Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyet şartları, SerPK'nın 38. maddesinde belirtilmiştir. Buna göre, kurucunun yatırım fonu içtüzüğü hazırlayarak, bu tüzüğün noter onaylı bir örneği ve SPK'ca belirlenecek diğer belgelerle birlikte, SPK'ya başvurması gerekmektedir.<sup>153</sup> Fon kurabilecekler, Seri VII, No:10 Sayılı Yatırım Fonu Tebliği'nde belirlenmiş esaslara uyan ve SPK'nın gerekli gördüğü nitelikleri taşıyan;

- Bankalar,
- Aracı Kurumlar,
- Sigorta şirketleri,
- Kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları,
- 506 sayılı Kanun'un geçici 20.maddesi uyarınca kurulmuş sandıklardır.

Yatırım fonu kurmak için, SPK'ya başvuranın, banka veya sigorta şirketi olması halinde Hazine ve Dış ticaret Müsteşarlığı'nın görüşü alınır.<sup>154</sup> 506 sayılı Kanun'un geçici 20.maddesi uyarınca kurulmuş sandıkların başvurması halinde ise Vakıflar Genel Müdürlüğü'nün görüşü alınmaktadır.<sup>155</sup>

##### **4.4.2. Kurucunun Nitelikleri**

Tebliğ hükümlerine fon kurucularında bazı nitelikler aranmaktadır. Yatırım Fonu Tebliği'nin 10. maddesine göre bu nitelikler aşağıdaki şekildedir.

---

<sup>152</sup> Kont, a.g.e., s.7, Yuca, a.g.e., s.15

<sup>153</sup> Tekinalp, Çamoğlu, a.g.e., ss.588-589

<sup>154</sup> İnam, a.g.e., s.181, Civan, a.g.e., s.53, Sumer, a.g.e., s.129

<sup>155</sup> Ünal, a.g.e, s.782

- Aracı kurumların, SerPK'nın 30. maddesinin b bendinde tanımlanan (Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım ve satımı)sermaye piyasası faaliyeti için SPK'dan izin almış olmaları,
- Aracı kurumların öz sermayelerinin, "Aracı kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine ilişkin Esaslar Tebliği" olan Seri: V, No:34 sayılı Tebliği'nin<sup>156</sup> 7. maddesi kapsamında hesaplanan tutardan az olmaması,
- Banka ve sigorta şirketlerinin kendi mevzuatlarına göre sahip olmaları gereken asgari ödenmiş sermayeye sahip olmaları,
- Kurucuların kendi özel mevzuatları ve sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde faaliyetlerinin tamamen veya belirli faaliyet alanları itibariyle sürekli veya son bir yıl içinde 1 ay veya daha fazla süreyle geçici olarak durdurulması kararı verilmemiş olması,
- Kurucuların yetkililerinin müflis olmamaları ve yüz kızartıcı suçlardan dolayı veya kendi özel mevzuatları ve sermaye piyasası mevzuatına aykırılıktan dolayı mahkûmiyet kararlarının bulunmamış olması gerekmektedir.

#### 4.4.3. Fon Kurma Limiti

Yatırım Fonu Tebliği'nin 11. maddesine göre; Banka, aracı kurum ve sigorta şirketlerinin kurabilecekleri fonların, içtüzüklerinde belirtilen fon meblağlarının toplamı, SPK'ya gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan, çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve değer artış fonunun toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutarın on katını, diğer kuruluşlarda genel kurulca onaylanan son mali tabloda yer alan öz kaynaklar toplamını aşamaz. Aşağıda sözel olarak belirtilen fon meblağının bulunması formülü verilmektedir.<sup>157</sup>

$$[(\text{Çıkarılmış/Ödenmiş Sermaye} + \text{Yedek Akçeler} + \text{Değer Artış Fonu}) - \text{Zararlar}] \times 10$$

Fonların kuruluşta asgari fon tutarı 2007 yılı için 3.250.000 YTL'den az olamaz. Bu tutar her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı dikkate alınarak belirlenir.<sup>158</sup>

<sup>156</sup> RG. 26.06.1998/23384

<sup>157</sup> Civan, a.g.e., s.59, İlker Parasız, **Para (Banka ve Finansal Piyasalar)**, Geliştirilmiş, 8.b.Bursa:Ezgi Kitapevi, 2005, s.254, Nur Keyder, **Para(Teori-Politika-Uygulama)**, Geliştirilmiş, 10.b. Ankara:Seçkin Yayınları, 2005, s.189

<sup>158</sup> TSPAKB, **Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları** [http://www.tspakb.org.tr/egitim/egitimnotlari/menkul\\_diger\\_arac\\_temel.pdf](http://www.tspakb.org.tr/egitim/egitimnotlari/menkul_diger_arac_temel.pdf) Erişim Tarihi:13.12.2007 s.41

#### 4.4.4. Fon İçtüzüğü ve Fon Kuruluşu İçin Gerekli Belgeler

Kuruluş izni için, kurucunun hazırlayacağı fon içtüzüğü taslağı ve Yatırım Fonu Tebliğı'nin 16. maddesinde belirtilen bilgi ve belgelerle SPK'ya başvurusu gerekmektedir.

Bu bakımdan öncelikle fon içtüzüğü hakkında bilgi verilecek ardından da SPK'ca istenilecek bilgi ve belgeler hakkında açıklamalar yapılacaktır.

##### 4.4.4.1. Fon İçtüzüğü

Yatırım fonlarının kurulabilmesi için kurucular tarafından SerPK ve Yatırım fonu Tebliğı'nde belirtilen şartlara uygun bir şekilde fon içtüzüğünün hazırlanması gerekmektedir. İnançlı mülkiyet esasına dayalı kurulan yatırım fonlarında, tasarruf sahipleri satın aldıkları katılma belgeleriyle, fonun mülkiyetini kurucuya devrederler. Bu intikal, inanç sözleşmesi olan fon içtüzüğü ile gerçekleşir. Kurucu, devredilen bu fon varlığını fon içtüzüğüne göre yönetmek ve işletmek zorundadır.

Kurucu ve yatırımcıların "karşılıklı sorumluluk" prensibi çerçevesinde çıkarlarını düzenleyen fon içtüzüğü vekalet sözleşmesi niteliğinde olup, bu sözleşmeyle tarafların hak ve yükümlülükleri saptanır. Fon içtüzüğünün en önemli yönü katılma belgesi sahiplerinin herhangi bir müdahalesi olmadan hazırlandığı için tek taraflı olabileceğidir.<sup>159</sup>Fon içtüzüğünün tek taraflı olmasının önüne geçmek ve de yatırımcıyı korumak adına SPK tarafından Yatırım Fonu Tebliğı'nin 17. maddesinde fon içtüzüğünde bulunması gereken asgari şartlar belirtilmiştir. Bu şartlar aşağıdaki şekildedir;

- a) Fonun adı, türü ve tipi,
- b) Kurucunun unvanı ve adresi,
- c) Saklayıcı kuruluşun unvanı ve adresi,
- d) Fon tutarı, pay sayısı ve fon süresi,
- e) Fon türü ve tipi çerçevesinde yatırım yapılacak varlıklar ve portföy yönetim ilkeleri,
- f) Katılma belgelerinin satışına ve geri satın alımına ilişkin usul ve esaslar,
- g) Portföyün yönetimine ve saklanmasına ilişkin esaslar,
- h) Portföyün değerlemesine ilişkin esaslar,

---

<sup>159</sup> Rodoplu, a.g.e., s.96

- i) Fon varlıklarından yapılabilecek harcamalara ilişkin esaslar,
- j) Fon gelir ve gider farkının katılma belgesi sahiplerine aktarılmasına ilişkin esaslar,
- k) Fona katılma ve fondan ayrılma şartları,
- l) Fonun tavsiye şekli, fon içtüzüğünde yer almalıdır.

Söz konusu fonun, özel fon, endeks fon, serbest yatırım fonu, garantili yatırım fonu, yahut koruma amaçlı yatırım fonu olması halinde ise içtüzük esasları SPK'ca belirlenmektedir.

Hazırlanan, fon içtüzüğü SPK tarafından uygun görüldüğü takdirde, notere onaylatılır ve bunu takiben SPK'ca verilen izin belgesi tarihinden itibaren 6 işgünü içinde kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve Türk Ticaret Sicili Gazetesi'ne ilan olunur.

Kurucu içtüzük değişikliği için SPK'ya başvurduğu takdirde, SPK eğer yaptığı incelemeler doğrultusunda, açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçekleri doğru bir şekilde yansıtmadığı kararına varırsa içtüzük değişikliğine izin vermez. İchtüzük değişikliğini onayladığı takdirde ise, içtüzük değişikliğinde tescile mesnet belgenin verilmesinden itibaren 6 işgünü içinde içtüzükle ilgili değişiklik ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan olunur.

Önceden bilgi sahibi olunmasının gerekli olduğu ve tasarruf sahiplerinin yatırım yapma kararlarını etkileyebilecek içtüzük değişikliklerinde, ayrıca Türkiye genelinde yayın yapmakta olan en az iki gazetenin Türkiye baskısında ilan ettirilir. Değişikliklerin gazetede yayımlanmasını takiben 6 işgünü içinde SPK'ya gönderilmesi zorunludur.

#### **4.4.4.2. Fon Kuruluşu için Gerekli Bilgi ve Belgeler**

Fon kuruluşunda aranacak bilgi ve belgeler Yatırım Fonu Tebliği'nin 16. maddesinde belirtilmiş olup, bu bilgi ve belgeler iki kısımda incelenebilir.

Birincisini; Yatırım fonu kuruluşuna dair kurucunun yetkili organ kararının noter tarafından onaylanmış örneği oluşturur. Yetkili organ kararında bulunacak asgari unsurlar ise şunlardır; Fonun adı, fonun tutarı, fon kurulu üyeleri ve denetçisi, yönetici.

Burada unutulmaması gereken, fonun Garantili Yatırım Fonu olması halinde, yetkili organ kararında yukarıda belirlenen hususlara ilave olarak, Garantörün unvanının da bulunması gerekmektedir.

İkincisini ise; Kurucunun;

- Başvuru tarihi itibarıyla ortaklık yapısı,
- Genel kurulca onaylı son tarihli mali tabloları ve genel kurul toplantı tutanağı,
- Bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloları,
- Faaliyet raporu,
- Kurucu yetkilileri, fon kurulu üyeleri ve denetçinin imza sirküleri,
- Kurucunun yetkileri hakkında adli sicilden alınacak belgeler,
- Fon kurulu üyelerinin ve fon denetçisinin sermaye faaliyet izinlerinin birinin veya birden fazlasının sürekli veya geçici kaldırılmasında yahut borsa üyeliğinden çıkarılmış kuruluşlarda sorumluluğu tespit edilmiş kişilerden olmadıklarına dair noter tarafından onaylanmış beyanları ve özgeçmişleri,
- SPK'ca istenecek diğer bilgi ve belgeler oluşturmaktadır.

#### **4.5. Yatırım Fonlarının Yönetim Yapısı**

Fonun organizasyonuna ilişkin hükümler Yatırım Fonu Tebliği'nin 12., 13. ve 14. maddelerinde düzenlenmiştir. Yatırım fonlarının yönetim yapısını aşağıdaki gibi sınıflandırmak mümkündür,<sup>160</sup>

- Kurucu ve Yönetici
- Fon kurulu ve Denetçiler
- Fon Hizmet Birimi
- Saklama Hizmetine ilişkin esaslar

##### **4.5.1. Kurucu ve Yönetici**

Fon, kurucu ile yönetici arasında yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde kurucunun atayacağı yönetici tarafından yönetilir.

Kurucu ve yönetici arasında portföy yöneticiliğine ilişkin yapılacak sözleşmenin bir örneğinin, sözleşmenin yapıldığı tarihten itibaren 6 işgünü günü içinde SPK'ya

---

<sup>160</sup> Gökçe, a.g.e., s.91, Ertaş, Tuncel, Teker, a.g.e., s.18

gönderilmesi zorunludur. Sözleşmede bulunması gereken asgari hususlar Yatırım Fonu Tebliği'nin 13. maddesinde belirtilmektedir. Buna göre;

- Yönetici kuruluşun unvanı ve adresi,
- Fonun ve kurucunun unvanı ve adresi,
- Sözleşmenin süresi,
- Portföy yönetimi hizmetinin kapsamı ve hizmetin sunulmasına yönelik ilkeler,
- Yöneticinin alacağı ücretin tutarı ve ödeme koşulları,
- Portföy yönetim hizmeti sunmakla mükellef şahıslar ve görev tanımları ile bunların değişmesi durumunda uyulacak kurallar,
- Portföy yönetimine ilişkin varsa fonun menkul kıymet türleri ve risk tercihleri,
- Fon portföyüne alım satımlarda, fon kurulunun teyidinin aranıp aranmayacağı ve yapılan işlemler hakkında fon kurulunun bilgilendirilmesine ilişkin esaslar,
- Fon portföyü ile ilgili nakit hareketlerine ilişkin esaslar,
- Muhasebe işlemlerine ilişkin esaslar,
- Sözleşmenin fesih şartları,

Ayrıca, yönetici nezdinde, fonun sağlıklı bir şekilde yönetilebilmesi amacıyla fon yönetiminde görev alacak, fonun yatırım yapabileceği varlıklar konusunda yeterli bilgiye ve sermaye piyasası alanında en az beş yıllık tecrübeye sahip yeterli sayıda uzman personelin bulunması, fon yönetiminin gerektirdiği ve fonun amacına uygun mekan ve teknik donanımın da kurulmuş olması gerekmektedir. Garantili yatırım fonları, koruma amaçlı yatırım fonları ve serbest yatırım fonlarının yönetimini üstlenen yönetici şirketin yöneticilerinden ve fon kurulu üyelerinden en az birer kişinin ve söz konusu fonların yöneticilerinin tümünün sermaye piyasası ileri düzey lisans belgesi ile türev araçlar lisans belgesine sahip olmaları, kurucu ile yönetici şirketin risk yönetimini de içeren iç kontrol sistemini oluşturmaları gerekmektedir.

Bu noktada, Seri VII, No:29 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ"<sup>161</sup> ile gelen iç kontrol sistemine değinecek olursak; İç kontrol sistemi fonun faaliyetlerinin daha verimli, etkin ve güvenilir şekilde yürütülmesi amacıyla uygulanan esas ve usullerdir. İç kontrol sistemine ilişkin tüm esas ve usuller yazılı hale getirilmek zorundadır. Fon faaliyetlerinin iç kontrol esas ve usullerine uygun olarak işleyişi, fon denetçileri tarafından denetlenmektedir.

---

<sup>161</sup> RG. 22.9.2006 /26297

#### **4.5.2. Fon Kurulu ve Denetçi**

Kurucu, kendi adına fonla alakalı işlemleri yürütmek üzere her bir fon için aşağıdaki niteliklere sahip içeriden veya dışarıdan en az üç kişiden oluşan bir fon kurulu ve en az bir denetçi atar. Yatırım Fonu Tebliği'nin 12. maddesinde fon kurulu üyeleri ve denetçilerinin sahip olması gereken nitelikler belirtilmiştir. Buna göre;

- Yüksek öğrenim görmüş olmaları,
- Sermaye piyasası alanında en az beş yıllık tecrübeye sahip olmaları,
- Faaliyet izinlerinden birinin veya birden fazlasının sürekli veya geçici olarak kaldırılmış yahut borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda sorumluluğu tespit edilmiş bulunan kişilerden olmamaları gereklidir.

Fon denetçisi, fon faaliyetlerinin iç kontrol esas ve usullerine uygun yapılp yapılmadığını denetler. Tespit ve denetleme sonuçlarını içeren raporları yılda en az bir kere kurucunun yönetim kuruluna ve fon kuruluna iletir. Bu raporların kurucu nezdinde en az beş yıl saklanması zorunludur. Fon denetçisi, eğer fonun mali durumunu zayıflatacak veya olağandışı sonuçlar doğuracak bir durumu tespit etmesi halinde ise bir denetim raporu hazırlar. Bu raporu en kısa sürede kurucunun yönetim kuruluna sunar ve aynı gün söz konusu olan bu raporun bir örneğini SPK'ya gönderir.

#### **4.5.3. Fon Hizmet Birimi**

Fonla ilgili işlemlerin düzgün yürümesi amacıyla oluşturulur. Fon hizmet biriminde fon kurulu üyeleri ve denetçilerin sahip olması gereken aynı özellikleri taşıyan ve tam zamanlı görev yapabilecek fon yönetim müdürleri ve fonun yatırım ve yönetim amacına uygun şekilde mekân, teknik donanım, muhasebe sistemi ile yeterli sayıda personel bulunması gerekir.

Seri VII, No:10 Sayılı Yatırım Fonu Tebliği ve ardından çeşitli tarihlerde bu tebliğde değişiklik yapılmasını öngören tebliğlerle sektörü daha kuvvetli hale getirmek amacıyla, fon yönetiminin daha sıkı düzenlemelere tabi tutulduğu görülmektedir.

#### **4.5.4. Saklama Hizmeti**

Fon portföyündeki varlıklar, esasları İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. tarafından belirlenen bir sözleşme çerçevesinde saklayıcı nezdinde saklanır. Fon

portföyündeki varlıkların SPK tarafından belirlenmiş bir kuruluştaki saklanması halinde buna ilişkin sözleşme esaslarını SPK belirler.

Fon portföyündeki kıymetli madenlerin İstanbul Altın Borsasında saklanması zorunludur. Kıymetli madenlerin saklanmasına ilişkin sözleşmenin esasları İstanbul Altın Borsası tarafından belirlenir. Sözleşmenin bir örneğinin yapıldığı tarihten itibaren 6 işgünü içinde SPK'ya gönderilmesi zorunludur.

#### **4.6. Yatırım Fonlarında Yönetim İlkeleri**

MKYF'nın temelini bilindiği gibi riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esasını oluşturur. İnançlı mülkiyet esasını, fon mülkiyetinin kime ait olduğuna açıklık getiren bir ilkedir.<sup>162</sup>

Fonun yönetimi esnasında portföye tahsis edilen mali gücün kötüye kullanılması bu suretle de küçük tasarruf sahiplerinden katılma belgeleri karşılığında alınan paralarla oluşturulan portföyün tehlikeye maruz kalmasını önlemek açısından en güç ve teknik sorunların başında fonun yönetimi gelmektedir.

Rodoplu'nun da belirttiği gibi "Fon yönetimi basiretli, dürüst, ahlak sahibi bir iş adamı gibi hareket etmek zorundadır. Kişi mal sahibi olduğunda, malını kendi yararına nasıl yönetiyorsa fon yönetiminin de aynı ilkeyi benimsemesi gerekir."<sup>163</sup>

Yatırım fonlarında yönetim ilkeleri; Fon mal varlığına ilişkin ilkeler, fon portföy yönetimine ilişkin ilkeler ve fon portföyüne ilişkin sınırlamalar olmak üzere üç bölümde incelenmiştir.

##### **4.6.1. Fon Mal Varlığına İlişkin İlkeler**

Yatırım fonları tüzel kişiliğe sahip olmamasına rağmen, fon malvarlığının kurucunun mal varlığından bağımsız olduğunu daha önce belirtmiştik.<sup>164</sup> Yatırımcının korunması açısından gösterilmesi gereken özen dolayısıyla fonun malvarlığının kurucu tarafından Kanun, tebliğ ve fon içtüzüğünden kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesi dışında hiçbir amaçla kullanılamayacağı hükme bağlanmıştır. Bununla

---

<sup>162</sup> Kılıç, a.g.e., s.19

<sup>163</sup> Rodoplu, a.g.e., s.28

<sup>164</sup> Bu çalışma, s.38 bkz.

beraber yine çok önemli olan bir nokta da, fon malvarlığının rehnedilememesi, teminat olarak gösterilememesi ve üçüncü kişiler tarafından haczedilememesidir.<sup>165</sup>

#### 4.6.2. Fon Portföy Yönetimine İlişkin İlkeler

Fonların verimli ve tasarruf sahiplerinin haklarını zedelemeyecek biçimde yönetilmeleri amacıyla getirilen ve gelişmiş sermaye piyasalarından örnek alınarak hazırlanan düzenlemeler arasında fon portföy yönetimine ilişkin ilkeler vardır.<sup>166</sup> Kanun koyucu tarafından öngörülen bu zorunlu ilkelerin amacı yatırımcıların haklarının korunması ve yönetici kurum ve pay hâkimiyeti sahibi bulunanlarla ile tepe yöneticilerinin çıkarlarına hizmet etmek üzere kullanılmasını engellemektir.<sup>167</sup>

Yatırım Fonu Tebliği'nin 41. maddesinde fon portföy yönetim ilkeleri aşağıdaki şekilde düzenlenmiştir.

- Yönetici, yönettiği her fonun çıkarını ayrı ayrı gözetmek zorundadır. Yönetimindeki yatırım fonları yada diğer müşterileri arasında müşterilerinden biri yada yatırım fonlarından biri lehine diğerleri aleyhine sonuçlanacak işlemlerde bulunamaz. Yönetici yatırım kararlarını objektif bilgi ve belgelere dayandırmak ve sözleşmede belirlenen yatırım ilkelerine uyma zorundadır. Bu bilgi ve belgelerin, alım satım kararlarına esas teşkil eden araştırma ve raporların en az beş yıl boyunca yönetici nezdinde saklanması zorunludur.
- Fon portföyüne varlık alım satımlarında rayiç bedel ile işlem yapılması zorunludur. Rayiç bedel borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, borsada işlem görmeyen varlıklar içinse işlem gününde fon lehine alımda en düşük, satışta en yüksek fiyattır.
- Borsada işlem gören varlıkların alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur. Ancak garantili yatırım fonları ve koruma amaçlı yatırım fonları tarafından portföye alınan ters repo ve sermaye piyasası araçları bu hüküm kapsamında değerlendirilmez. Fon adına katılma belgelerinin alım satımı sebebiyle, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'ndan aynı gün valörü ile aynı gün valörlü işlem saatleri dışında fon portföyüne alım veya fon portföyünden satım zorunluluğu varsa, İMKB'ce belirlenen işlem kurallarına uymak zorunludur.

---

<sup>165</sup> Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası**, 1.Cilt:Taraflar, İstanbul:Beta Yayınları, 1999, s.205, İnam, a.g.e., s.184, Civan, a.g.e., s.63, Sumer, a.g.e., s.130, Şakar, a.g.e., s.79

<sup>166</sup> Tanör, a.g.e., s.205

<sup>167</sup> Tekinalp, a.g.e., s.135

Yönetici, fon portföyüne hisse senedi alım satım işlemlerinde, işlemi yapan aracı kuruluşun, fonu temsil eden müşteri numarasıyla İMKB'de işlem yapmasını temin etmek zorundadır.

- Yönetici fon adına yaptığı alım satım işlemlerinden dolayı kendisine herhangi bir menfaat sağlıyorsa bu durumu kurucuya açıklaması gerekmektedir.
- Yönetici, herhangi biçimde kendisine ve üçüncü kişilere menfaat sağlama amacıyla fon portföyündeki varlıkların alım satımını yapamaz. Vereceği emirlerde gerekli özen ve dikkati göstermek zorundadır. Fon adına yapılacak tüm alım satımlarda sözleşmede gösterilen genel fon stratejilerine ve kurucunun genel kararlarına uyulur.
- Fon portföyünün önceden belirlenen bir getiri sağlayacağına dair yazılı veya sözlü bir garanti verilemez.
- Kurucu, fon kurulu üyeleri, yönetici ve fonların yönetimi ile ilgili olarak meslekleri sebebiyle ya da görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlar, bu bilgileri kendileri veya üçüncü bir tarafın menfaati doğrultusunda kullanamazlar.

#### **4.6.3. Fon Portföyüne İlişkin Sınırlamalar**

Fon portföyüne ilişkin sınırlamalardaki amaç da yine portföydeki mal varlığının, kurucunun yararına kullanılmasının bu suretle de yatırımcıların zarara uğramasının önüne geçmektir.

Portföy seçimi, her yatırım sınıfında yapılacak yatırım tutarı ile bu sınıf içindeki menkul kıymetlere yapılacak yatırım tutarının belirlenmesi işlemidir. Öncelikle portföydeki hisse senedi, sabit getirili menkul kıymet, repo ve nakit oranları belirlenir. Bu oranlar belirlendikten sonra, hisse senetlerinin sabit getirili menkul kıymetlerin neler olacağı saptanır. Portföy seçimi yapılırken portföye getirilen bazı sınırlamalar da göz önüne alınır.<sup>168</sup>

Yatırım Fonu Tebliği'nin 42.maddesinde fon portföyüne ilişkin sınırlamalar aşağıdaki şekilde belirtilmiştir.

a) Yatırım fonlarının portföy değerlerinin %10'undan fazlası bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılmaz.

---

<sup>168</sup> Tefik, a.g.e., s.73

b)Yatırım fonu tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9 'undan fazlasına, bir yöneticinin yönetimindeki bir kurucuya ait yatırım fonları ise toplu olarak, hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %20 'sinden fazlasına sahip olamazlar.

c)Fon portföyüne borsaya kote edilmiş varlıkların alınması esastır. Ancak garantili yatırım fonları ve koruma amaçlı yatırım fonları tarafından portföye alınan ters repo ve sermaye piyasası araçları bu hüküm kapsamında değerlendirilmez. Kurucunun ve yöneticinin borsa dışında halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlerin, borsaya kote edilmesi şartıyla, ihraç miktarının azami %10'u ve portföyün azami %5'i oranında yatırım yapılabilir.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından düzenlenen ihalelerden ve T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan halka arzlardan ihale veya ihraç fiyatlarıyla fon portföyüne menkul kıymet alınabilir. Bu duruma konu olan menkul kıymetlerin İMKB'ye kote ettirilmeleriyle birlikte alış fiyatları tescil ettirilir Bu menkul kıymetler a bendinde yer alan sınırlamalar kapsamında değerlendirilmez.

d)Fon portföyüne kurucunun ve yöneticinin hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetleri satın alınamaz.

e)Fon kurucusu ile yöneticinin; Sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olan kamu kuruluşları dışında kalan hissedarlarının, yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, genel müdür ve genel müdür yardımcılarının, ayrı ayrı ya da birlikte sermayesinin %20'sinden fazlasına sahip oldukları ortaklıkların menkul kıymetlerinin toplamı, fon portföyünün %20'sini aşamaz.

f)Kurucunun ve yöneticinin doğrudan ya da dolaylı iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlerin toplamı, fon portföyünün %20'sini aşamaz. Özel fonlarda, içtüzüğünde katılma belgesi yatırımcısı olarak tanımlanmış şirketlerin ihraç ettikleri menkul kıymetlerin toplam değeri fon portföy değerinin azami %25'i, bunlardan tek bir şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin toplam değeri ise fon portföyünün azami %5'i olabilir.

g)Kurucunun, yöneticinin ve bunların doğrudan ve dolaylı iştiraklerince ortağı oldukları yatırım ortaklıklarının hisse senetleri hariç olmak ve içtüzüklerinde belirtilmek koşuluyla; farklı türlerdeki yatırım fonlarının katılma belgeleri, borsa yatırım fonu

katılma belgeleri ve yatırım ortaklıklarının hisse senetleri fon portföyünün %10'una kadar portföye alınabilir. Portföye alınan yatırım fonu katılma belgelerinin veya borsa yatırım fonu katılma belgelerinin toplam tutarı, bu belgeleri çıkaran fonun toplam pay sayısının %20'sini aşamaz. Bir kurucuya ait olan ve/veya aynı yöneticinin yönetimindeki yatırım fonları toplu olarak, hiçbir yatırım fonu veya borsa yatırım fonunun toplam pay sayısının %30'undan fazlasına sahip olamazlar.

h)Portföydeki varlıkların değerinin fiyat hareketleri ve rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle, fon içtüzüklerinde ve Yatırım Fonu Tebliği'nde belirtilen asgari sınırların altına inmesi veya azami sınırların üzerine çıkması halinde oranın en geç 30 gün içinde içtüzükte ve Tebliğ'de belirtilen sınırlara getirilmesi zorunludur. Belirtilen süre içinde elden çıkarmanın imkânsız olması veya büyük zarar doğuracağıının belirlenmesi halinde süre SPK tarafından uzatılabilir.

ı)Fon açığa satış ve kredili işlem yapamaz.

j)Yatırım fonları, Seri: V, No:18 sayılı "Kredili Menkul Kıymet Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ<sup>169</sup>"inin 26.maddesinde belirtilen esaslar çerçevesinde yapılacak bir sözleşme ile 90 günü aşmamak ve mevzuatta belirtilen teminatları almak kaydıyla herhangi bir anda portföylerindeki menkul kıymetlerin piyasa değerlerinin en fazla %25'i tutarındaki menkul kıymetlerini ödünç verebilir veya aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilirler.

Yatırım fonunun taraf olduğu ödünç verme ve alma sözleşmelerine, fon lehine tek taraflı olarak sözleşmenin fesih edilebileceğine ilişkin bir hükmün konulması mecburidir.

Yatırım fonları İstanbul Altın Borsası Kıymetli Madenler Ödünç Piyasasında portföylerindeki kıymetli madenlerin piyasa değerlerinin en fazla %25'i tutarındaki kıymetli madenleri ödünç verebilir veya aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilirler. Kıymetli maden ödünç işlemleri ile kıymetli maden ödünç sertifikası alım-satım işlemleri söz konusu piyasadaki işlem esasları ve teminat sistemi çerçevesinde yapılır.

k)Endeks fonlarda, baz alınan endeksin kapsamının değiştirilmesi, portföyde bulunan menkul kıymetlerle ilgili olarak temettü ödemesi, faiz ödemesi ve bedelli hisse senedi ihracı, tutar artırım ve nakit girişleri nedeniyle portföyün büyümesi, katılma

---

<sup>169</sup> RG. 27.12.1994 /22154

belgesi geri dönüşleri ve diğer nedenlerle oluşacak nakit ihtiyaçlarının karşılanması ve endeksi izlemeyi etkileyecek diğer hususların ortaya çıkması nedenleriyle portföyde değişiklik yapılması zorunlu olduğunda, söz konusu değişiklikler, içtüzükte belirlenen esaslar çerçevesinde portföye yansıtılır.

l) Özel Fonlar için bu maddenin birinci fıkrasında yer alan ; (d) ve (e) bentleri, iştirak fonları için (e) ve (f), fon sepetleri için (f) ve (g) bentleri uygulanmaz. Endeks fonlar hakkında (a), (d), (e), (f) bentleri ile (b) bendinde yer alan %9'luk sınırlama, söz konusu menkul kıymetlerin baz alınan endekse dahil olması durumunda uygulanmaz. Bu maddenin (b) bendinde yer alan %20'lik sınırlamanın hesaplanmasında ise, endeks fonların portföylerinde yer alan hisse senetleri baz alınan endekse dahil olması kaydıyla dikkate alınmaz.

m) Fonlar hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde yönetimlerine katılma amacı güdemezler ve yönetimde temsil edilemezler.

n) Fon portföy değerinin en fazla %20 'si nakit değerlendirilmek üzere yapılan İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdindeki borsa para piyasası işlemlerinden oluşur.

o) Borsa yatırım fonu katılma belgelerinin birincil piyasa işlemleri kapsamında yapılan hisse senetleri ve/veya katılma belgesi işlemleri sonucunda, fonun portföy yapısında bu maddenin (a), (b), (d), (e), (f) ve (g) bentleri hükümlerine aykırı durumların ortaya çıkması halinde, birincil piyasa işlemlerine yönelik olarak gereken emirlerin yetkilendirilmiş katılımcıya iletilmesi ve söz konusu aykırılıkların aynı iş günü içerisinde ortadan kaldırılması şartıyla, bu maddenin ( a), (b), (d), (e), (f), ve (g) bentleri uygulanmaz.

Serbest yatırım fonları ise bu maddede yer alan portföy sınırlamalarına tabi değildir.

#### **4.7. Fonun Geliri**

Fon elde ettiği tüm geliri fon portföyüne yansıtılmaktadır ve tasarruf sahipleri üç yoldan fon yatırımlarından para kazanabilmektedir. Bunları sıralayacak olursak;<sup>170</sup>

---

<sup>170</sup> SPK, Yatırımcıyı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, Ankara, 2007, s.16

- İlk olarak fon sahip olduğu menkul kıymetlerden kar payı ve faiz geliri elde eder ve bu gelir portföy değerine yansır.
- İkinci olarak, fonun sahip olduğu menkul kıymetlerin fiyatı artabilir. Eğer fon, fiyatı yükselen bu menkul kıymeti satarsa, sermaye kazancı elde eder. Elde edilen bu sermaye kazancı fon portföy değerine yansır.
- Son olarak eğer yatırım fonu fiyatı yükselen menkul kıymeti satmıyor elinde tutuyorsa, bu değer artışı katılma belgelerine yansıtacağından, katılma belgesi satıldığı takdirde, katılma belgesi için başlangıçta ödenen fiyat üzerinde bir bedel elde edilmiş olur. Tasarruf sahipleri katılma belgelerini sattıklarında, yatırım fonlarının portföyünde o ana kadar gerçekleşen değer artışlarından /azalışlarından paylarını alırlar. Ülkemizde yatırım fonlarının yıl sonlarında ayrıca kar payı dağıtmaları söz konusu değildir.

#### **4.8. Fon Giderleri**

Yatırım fonları yatırımcıya iki farklı şekilde maliyet getirmektedir.

- i. Alım satım nedeniyle yatırımcılardan kesilen komisyonlar,
- ii. Fonun işletilmesi sırasında fon varlığından yapılan harcamalardır.

Fonlar komisyon uygulayıp uygulama konusunda serbestirler. Ancak komisyon uygulaması halinde alım satım komisyonunun nasıl hesaplandığı fon içtüzüğü ve izahnamede yer almalıdır.

Fon malvarlığından yapılan harcamalar ise birim pay fiyatını ve fonun getirisini azaltmaktadır. Bu harcamalar fonun büyüklüğü ile orantılıdır. Yani portföy büyüklüğü büyüdükçe fon harcamaları da artmaktadır. Harcamanın büyüklüğünü ölçmede kullanılan yöntem toplam harcama tutarının fonun portföy büyüklüğüne bölünmesi olarak ifade edilen 'gider oranı' yöntemidir. Bir Fonun gider oranı arttıkça, getiri üzerindeki olumsuz etki de o kadar fazla olmaktadır.

Yatırım fonlarının varlıklarından karşılayabileceği harcamalar aşağıda verilmiştir.<sup>171</sup>

---

<sup>171</sup> SPK, **Menkul Kıymet Yatırım Fonu- Tanıtım Rehberi**  
<http://www.spk.gov.tr/digermenuler/handle.aspx?action=showheaders&id=1> Erişim Tarihi:03.01.08

- Fon Yönetim ücreti: Fon giderleri arasındaki en büyük payı oluşturur. Fon kurucusuna fonun yönetimi karşılığında ödenen ücrettir. Her gün için fon toplam değerinin belirli bir oranı olarak hesaplanmaktadır. Fon yönetim ücreti oranına fon içtüzüğü ve izahnamelerde yer verilmektedir.
- Aracılık Komisyonları: Yatırım fonlarının menkul kıymet alım satımı nedeniyle aracı kuruluşlara ödedikleri komisyonlardır. Uygulanacak komisyon oranı izahnamede belirtilmelidir.
- Noter Ücretleri: Fonların mevzuat gereği notere imzalatmak zorunda olduğu belgelerden kaynaklanan harcamalardır.
- Tescil ve İlan Giderleri: Fonların ticaret siciline tescil edilen belgeleri ve günlük gazetelerde yayımladıkları yatırımcı duyularının masraflarıdır. Ancak reklam amacıyla verilen ilanlar fon varlıklarından değil fon kurucusu tarafından karşılanır.
- Sigorta Ücretleri: Portföydeki varlıkların veya bunları temsil eden belgelerin nakil veya nakile bağlı sigorta ücretleri de fon varlıklarından karşılanmaktadır.
- Bağımsız Denetim Ücreti: Fonların 6 aylık ve yıllık mali tablolarının bağımsız denetim kuruluşlarınca denetlenmesi sonucu denetim kuruluşuna ödenen ücretlerdir.
- Saklama Ücreti: Fon varlıklarının saklanması karşılığında saklamacı kuruluşa ödenen ücretlerdir.
- Fonun Yükümlüsü Olduğu Vergiler: Fonun ödemekle yükümlü olduğu vergilerde yine fon varlıklarından karşılanmaktadır.

#### **4.9. Yatırım Fonlarına Ait Temel Bilgi Kaynakları**

Bilgi alma hakkı kamuyu aydınlatma ilkesinin bir sonucudur. Yatırım fonlarının sahip olduğu özelliklerden ötürü yatırımcılar, fonun yönetimine katılamamaktadırlar. Dolayısıyla da, yatırımcı katılma belgesi karşılığında fon kurucusunun yönetimine devrettiği parasının nasıl yönetildiği hakkında bilgi sahibi olmak ister, bilgi alma tasarruf sahiplerine bir hak olarak tanınmıştır.

Vekalet akdinde, vekalet verenin bilgi alma hakkı, yatırım fonu katılma belgesi sahiplerinin bilgi alma hakkından daha geniştir. Borçlar Kanununa göre vekalet veren her an vekilden bilgi ve hesap vermesini isteyebilir. Ancak, yatırım fonlarında, yatırımcının gerçek amacının fon portföyünün yüksek getiri getirmesi, fon yönetimine müdahale imkanının olmaması, fon malvarlığının idaresine ilişkin hususların ticaret

sicilini de tescil edilerek yayımlanan içtüzüklerde ayrıntılı olarak yer alması hususları birlikte değerlendirildiğinde anılan kanun hükmündeki kadar geniş bir bilgi ve hesap verme pratik olarak uygulanmaz.<sup>172</sup>

Katılma belgesi sahipleri katılma belgelerinin halka arzı sırasında ya da sonrasında ihtiyaçları olduğu bilgileri aşağıda açıklayacağımız belgelerden elde edebilirler.<sup>173</sup>

#### **4.9.1. İçtüzük**

Fon içtüzüğü katılma belgesi sahipleri ile kurucu, saklayıcı ve yönetici arasında fon portföyünün yönetilmesi ve saklanması konu alan bir sözleşmedir.

İçtüzükte fonun adı, adresi, fona katılma ve ayrılma şartları, katılma belgelerinin satışına ve geri alışlarına ilişkin esaslar vb. bilgiler yer alır.

#### **4.9.2. İzahname**

İzahname, katılma belgelerinin halka arzı sırasında hazırlanır. Fonun satış dökümanıdır. İzahnamelerde fona ait temel bilgiler; fonun kurucusu, kurucu ve fonun adresi, fon katılma belgelerinin alınıp satılacağı yerler, fon yöneticilerinin kimler olduğu, sermaye piyasası alanında tecrübeleri, fonun yatırım stratejisi, yatırım sınırlamaları, yaptığı harcanmalar, v.b. bulunur.

İzahnameler SPK tarafından onaylandığı takdirde, kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde kurucunun merkezine bulunduğu yer ticaret siciline tescil ve TTSG 'de ilan ettirilir. İzahnameler ayrıca yatırımcıların incelemesi için katılma belgelerinin alım satımının yapıldığı yerlerde hazır bulundurulur.

#### **4.9.3. Sirküler**

Sirküler de izahname gibi katılma belgelerinin halka arzı sırasında hazırlanır ve fona ait temel bilgileri; fonun kurucusu, kurucu ve fonun adresi, fon katılma belgelerinin alınıp satılacağı yerler, vb. içerir .

---

<sup>172</sup> Haykır, a.g.e., ss.13, 14

<sup>173</sup> SPK, **Menkul Kıymet Yatırım Fonları-Tanıtım Rehberi**

[www.spk.gov.tr/digermenuler/handle.aspx?action=showcontent&id=11](http://www.spk.gov.tr/digermenuler/handle.aspx?action=showcontent&id=11) Erişim Tarihi:05.01.2008

Sirküler, İzahnamenin tescilini takiben 10 işgünü içinde Türkiye genelinde yayınlanan en az iki günlük gazetenin Türkiye baskısında ilan edilir.

İzahname ve sirkülerlerle açıklanan konularda satış öncesi veya satış tarihinden itibaren ortaya çıkan değişikliklerin ve yeni hususların, fon kurucusu tarafından bu değişikliğin meydana geldiği tarihte SPK'ya bildirmesi zorunludur.

#### **4.9.4. Fonun Finansal Tabloları**

Fonlar, günlük, aylık ve yıllık raporlar düzenlerler. Yıllık rapor, bir önceki yılla karşılaştırılmalı olarak hazırlanmış bağımsız denetimden geçmiş fon bilanço ve gelir tabloları ile fon portföy değeri ve fon toplam değeri tablolarını içerir.

Yatırım fonlarının bir önceki yılla karşılaştırılmalı olarak düzenlenmiş bilânço ve gelir tablosu, fon toplam değeri tablosu, fon portföy değeri tablosu ve fon toplam değeri tablosu ile bu tablolara ilişkin bağımsız denetçi raporları TTSG'nde ilan edilir ve katılma belgelerinin alınıp satıldığı yerlerde müşterilere açıklanır.

Fonların altı aylık(Ocak-Haziran dönemi)bilanço ve gelir tablosu, fon portföy değeri tablosu ile bu tablolara ilişkin bağımsız denetçi raporunun özeti ise katılma belgelerinin alınıp satıldığı yerlerde yatırımcılara açıklanır.

#### **4.9.5. Aylık Raporlar**

Aylık raporlar her ayı takip eden 15 gün içinde, ay içersindeki menkul kıymet ve katılma belgesi hareketleri ile fonun geçmiş performansına ilişkin bilgileri içerecek şekilde hazırlanır. Söz konusu rapor fon kurucusunun merkezinde ve katılma belgesinin satışı yapılan yerlerde yatırımcıların incelenmesi için hazır bulundurulur.

#### **4.9.6. Günlük Gazete ve Periyodik Dergiler**

Pek çok günlük gazetede düzenli olarak yatırım fonu katılma belgelerinin fiyatı ilan edilmektedir. Periyodik ekonomi dergilerinde ise yatırım fonlarının dönemsel getirilerini karşılaştırılmalı olarak bulmak mümkündür. Ayrıca, gazete ve dergilerde, fonlarla ilgili haberlere (kurulan/katılma belgeleri halka arz edilen fonlar, fon portföy yöneticileri ile ilgili bilgiler v.b. ) de yer verilmektedir. SPK'nın altı aylık bülteninde ise bütün yatırım fonlarının son ay itibariyle portföy yapısı ve aylar itibariyle portföy dağılımı hakkında ayrıntılı bilgiler yer almaktadır.

Son dönemlerde internet kullanımının da yaygınlaşması ile birlikte, fon kurucuları internet sitelerinde kurucusu oldukları fonlara ilişkin olarak "sürekli bilgilendirme formu" adı verilen internet sayfalarını oluşturmak, yukarıda sayılanlara ilave olarak güncel bilgileri bu sayfada yayımlamakla yükümlü tutulmuşlardır.<sup>174</sup>

Ayrıca SPK'nın web adresinden de temel bilgiler elde edilebilmektedir.

#### **4.10. Yatırım Fonu Katılma Belgeleri**

##### **4.10.1. Katılma Belgeleri Tanımı**

Katılma belgeleri, Yatırım Fonu Tebliği'nin 35. maddesinde belirtildiği üzere; belge sahibinin kurucuya karşı sahip olduğu hakları ve fona ne kadar pay ile katıldığını belirten kıymetli evrak niteliğindeki senetlerdir.<sup>175</sup>

Katılma belgeleri, şirketlerin hisse senetlerine benzetilebilir.<sup>176</sup> Ancak, hisse senetleri sahipleri şirket yönetimine katılabilirken, inançlı mülkiyet esasına dayalı fonu yönetme/yönetme yetkisini kurucuya devreden katılma belgesi sahiplerinin fon yönetimine katılmaları söz konusu değildir.

Katılma belgelerinin kıymetli evrak niteliğinin bulunması, bu evrakların kendiliğinden menkul kıymet niteliği kazanmaları için de yeterli olmamaktadır.<sup>177</sup> Nitekim Yatırım Fonu Tebliği'nde, kıymetli evrak niteliğindeki katılma belgelerinin kaydi değer olarak tutulacağı yani kağıda basılmadan, bilgisayar ortamında düzenlenerek saklanacağına yer verilmiştir.<sup>178</sup> İçtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A Tipi fonların katılma belgelerinin menkul kıymet sayılacağı hususu ise açıkça belirtilmiştir. Yani, katılma belgeleri esas itibarıyla kıymetli evrak niteliğine sahip bir senetken, A tipi fonlar içtüzüğünde katılma belgelerinin kurucu dışında alım satımının aracı kuruluşlarca yapılabileceğinin belirtilmesi kaydıyla menkul kıymet sayılmaktadırlar.

---

<sup>174</sup> Murat Parmakçı, **Türkiye'de Yatırım Fonları Piyasasının Yapısal Özellikleri**, Gazi Üniversitesi, S.B.E., Y.L Tezi, Ankara, 2005, s.21

<sup>175</sup> Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Geliştirilmiş:4.b., Bursa:Ekin Yayınevi, 2007, s.139

<sup>176</sup> Ünal Tekinalp, Reha Poroy, **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**, Geliştirilmiş:18.b. İstanbul: Arıkan Yayınevi, 2007, s.6, Civan, a.g.e., s.60, Kırman, a.g.e., s.31

<sup>177</sup> Kırman, a.g.e., s.31

<sup>178</sup> Karşlı, a.g.e., s.184, Celal Göle, **Bankacılar İçin Kıymetli Evrak Hukuku Bilgisi ve Ticari Senetler**, Geliştirilmiş, 13.b. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Yayın No:419, 2005, ss.36, 37

#### 4.10.2. Katılma Belgelerinin Fiyatları ve Pay Değeri

Katılma belgelerinin itibari değeri yoktur ve temsil ettiği değer tam olarak olarak nakden ödenmesi şartıyla satılabilir. Fon pay değeri tedavüldeki katılma belgelerinin kapsadığı pay sayısına bölünmesiyle elde edilir.

2001 yılı öncesinde, katılma belgelerinin pay değerlerinin hesaplanmasında uygulanan yöntemde, bugünün pay değerleri bir önceki günkü ağırlıklı fiyat ortalamalarını yansıtmaktaydı. Bu durum, o gün içinde borsanın düşüşe geçmesi halinde katılma belgesi sahiplerini, bugüne oranla daha yüksek fiyattan değerlendirilmiş olan paylarını satma yönünde karar almaya zorlamakta ve böylece borsadaki düşüş hızlanmakta hem de katılma belgelerini arz edildikleri anda ödemek zorunda olan yatırım fonları bundan ötürü zarar etmekteydi. Borsanın yükselişi durumunda ise, payların değeri bugünkü değerinden düşük olduğundan, katılma belgesi sahipleri paylarını tutma yönünde bir eğilim göstereceğinden, bu durum sürekli yükseliş trendinde olan borsa evresinin uzamasına neden olmaktadır. Özetle piyasada otomatik istikrarlaştırıcı bir fonksiyon üstlenmesi gereken yatırım fonları, piyasanın yükseliş ve düşüş evrelerini daha da uzatmak gibi tam ters bir etki yapıyordu<sup>179</sup>

Nitekim, Katılma belgelerinin pay değerinin hesaplanmasında Seri VII, No:16 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ"<sup>180</sup> ile yeni bir düzenleme getirilmiştir. En son olarak da Seri VII, No:33 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" ile bu konuyla ilgili son düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeyle, A tipi fonlarda ve likit fonlar dışındaki B tipi fonlarda, katılma payı alım satımlarında içtüzük hükümleri uyarınca verilen alım satım emirlerinin, emrin verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirileceği ve de içtüzüklerinde hüküm bulunma koşuluyla aynı gün içinde iki fiyat açıklanabileceği hükme bağlanmıştır.

Ayrıca diğer fon türlerinden farklı olarak, serbest yatırım fonlarının pay fiyatları ayda bir kere hesaplanmak ve fon yatırımcılarına bildirilmek zorundadır. Garantili yatırım fonları ve koruma amaçlı yatırım fonlarının pay fiyatları ise en az ayda iki kere hesaplanmak ve ilan edilmek zorundadır.

---

<sup>179</sup> Kont, a.g.e., ss.8-9

<sup>180</sup> RG. 09.09.2000/24165

Katılma belgesinin fiyatı, kurucu tarafından her iş günü itibariyle aşağıdaki prosedür takip edilerek hesaplanmaktadır<sup>181</sup>

- Değerleme gününde, portföyde bulunan varlıkların işlem gördükleri, alınıp satıldıkları borsalarda oluşan fiyatlar dikkate alınarak fon portföy değeri hesaplanmaktadır.
- Fonun portföy değerine alacakları eklemek ve borçları düşülmek suretiyle fonun toplam değeri belirlenmektedir.
- Fonun toplam değeri, değerlendirme gününde tedavülde olan pay sayısına bölünerek birim katılma belgesi fiyatına ulaşılmaktadır.

Bu işlemlerin yapılması esnasında fonun portföyünde bulunan varlıklardan elde edilen faiz, temettü, alım satım kazancı ve günlük değer artışları aynı gün fona gelir olarak kaydedilmekte dolayısıyla katılma belgelerinin her gün için hesaplanan pay fiyatına yansıtılmaktadır. Bu nedenle, belli bir tarihte fondan ayrılan yatırımcı o güne kadar fonun kazancından yahut zararından kendi payına düşen miktarı almış olmaktadır.<sup>182</sup>

Fiyatlama ilkesi olarak B tipi likit fonlar için "tarihi fiyatlama", bu fonların dışındaki fonlar yani A tipi fonlar ve likit fonlar dışındaki B tipi fonlar içinse "ileri fiyatlama" yöntemi uygulanmaktadır.<sup>183</sup> B Tipi Likit Fonlar için uygulanan tarihi fiyatlama yönteminde, katılma belgesi satın almak veya elden çıkarmak isteyen yatırımcılar, kurucunun izahnamede ilan edeceği katılma belgesinin alım satımının yapılacağı yerlere iş günleri içerisinde başvurarak, içtüzükte belirtilen esaslara göre belirlenen fiyat üzerinden alım ve satımda bulunabilir.

A Tipi Fonlar ve B Tipi Likit Fonlar dışındaki B Tipi Fonlar için uygulanan ileri fiyatlama sisteminin genel ilkeleri aşağıda ifade edildiği gibidir.

#### **4.10.2.1. Alım Talimatları**

Yatırımcıların İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 12'ye( bu saat içtüzükte belirtilmesi şartıyla piyasaların kapanma saatine kadar uzatılabilir. Örn:14.00, 15.00 gibi.Aşağıdaki saatler için de aynı durum geçerlidir.) kadar verdikleri

<sup>181</sup> SPK, **Menkul Kıymet Yatırım Fonları-Tanıtım Rehberi**  
[www.spk.gov.tr/kyd/yf/mkyf\\_tanitimrehberi.html](http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/mkyf_tanitimrehberi.html) Erişim Tarihi:12.01.08

<sup>182</sup> Ertaş, Tuncel, Teker, a.g.e., s.16

<sup>183</sup> Öztürk, a.g.e., s.45

katılma belgesi alım talimatları, talimatın verilmesini izleyen ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir.

İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 12'den sonra iletilen talimatlar ilk pay fiyatı hesaplanmasından sonra verilmiş kabul edilir ve izleyen hesaplamada bulunan pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın kapalı olduğu günlerde verilen talimatlar ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir.

Alım talimatının verilmesi esnasında, talep edilen katılma belgesi bedelinin kurucu tarafından tahsis edilmesi esastır. Kurucu, talimatın verilmesi sırasında, alış işlemine uygulanacak fiyatın kesin olarak bilinmemesi sebebiyle, katılma belgesi karşılıklarını en son ilan edilen satış fiyatına en fazla %20 ek marj uygulayarak tahsil edebilir. Ayrıca, katılma belgesi karşılıklarını işlem günü tahsil etmek üzere en son ilan edilen fiyata marj uygulanmak suretiyle bulunan tutara denk kıymeti teminat olarak kabul edebilmektedir. Alım talimatının karşılığında tahsil edilen tutar o gün için yatırımcı adına nemalandırılmak üzere yukarıda belirtilen esaslar çerçevesinde, katılma belgesi alımında kullanılmaktadır.

#### **4.10.2.2. Satım Talimatları**

Yatırımcıların İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 12'ye kadar verdikleri katılma belgesi satım talimatları, talimatın verilmesini izleyen ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir.

İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 12'den sonra iletilen talimatlar ilk fiyat hesaplamasından sonra verilmiş kabul edilir ve izleyen hesaplamada bulunan pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın kapalı olduğu günlerde iletilen talimatlar ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir.

Katılma belgesi bedelleri; iade talimatının, İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın işlem yaptığı yani açık olduğu günlerde saat 12'ye kadar verildiğinde, emrin verilmesini izleyen 1.veya 2. işlem gününde, İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 12'den sonra verildiğinde ise, emrin verilmesini izleyen 2. veya 3. işlem gününde yatırımcılara ödenmektedir.

### 4.10.3. Katılma Belgelerinin Alımı ve Satımı

Katılma belgelerinin alım satımına ilişkin esaslar Yatırım Fonu Tebliği'nin 37. maddesinde belirtilmektedir. Buna göre; Katılma belgesi sahipleri, belgelerini fon içtüzüklerinde belirlenen esaslara göre fona iade etmek suretiyle paraya çevirebilirler. Ayrıca, içtüzüğünde hüküm bulunma şartı ile kurucunun talebi ve borsanın uygun görmesi üzerine menkul kıymet niteliği verilen fonların katılma belgeleri borsada işlem görebilirken, özel fonların ve serbest yatırım fonlarının katılma payları borsada işlem göremez ve özel fonların katılma paylarından fona geri dönenler ancak başlangıçta içtüzükte belirlenen kişi ve kuruluşlara satılabilir.

Fon içtüzüklerinde hüküm bulunmak şartıyla ve de kuralları belirlenmiş olmak koşuluyla katılma paylarının tasarruf sahipleri tarafından alım ve satımlarında komisyon uygulanabilir. Elde edilecek komisyon tutarı, fona, kurucuya, yöneticiye veya katılma paylarının alım satımına aracılık eden kuruluşa gelir olarak kaydedilir.

Borsada işlem görmeyen katılma belgelerinin, aracılık amacıyla borsa dışında alım satımı mümkündür. Bunun için fon içtüzüğünde hüküm bulunması ve kurucu dışında alım satıma aracılık eden aracılık edecek kuruluşların belirtilmesi gerekmektedir.<sup>184</sup> Serbest yatırım fonları, garantili yatırım fonları ve koruma amaçlı yatırım fonlarında uygulamada, katılma paylarının satışına aracılık edecek olan kurumların, bu konuda yeterli bilgi ve deneyime sahip satış personeli bünyelerinde bulundurmaları ve fon satışlarının bu personel tarafından yerine getirilmesi gerekmektedir. Serbest yatırım fonlarının katılma belgelerinin alım satımında yetkili olan kuruluşlar, satış yapılan yatırımcıların Yatırım Fonu Tebliği'nde belirlenen nitelikte yatırımcı vasıflarına sahip olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek ve düzenli olarak tutmakla yükümlüdürler.

Unutulmaması gereken bir diğer husus da, kurucu tarafından katılma belgelerinin fon adına alım satımının yapılmasıdır. Kurucu borsada işlem gören katılma belgelerini ve özel fon katılma belgelerini kendini adına alıp satamaz. Bunlar dışında kalan katılma belgelerinin ise günlük olarak geri dönen miktarının azami %10'u kurucu tarafından kendi portföyüne alınabilir. Bu şekilde alınabilecek katılma belgelerinin toplamı, fonun toplam pay sayısının %10'nu aşamaz. Aracılık amacıyla katılma belgelerinin borsa

---

<sup>184</sup> Tanör, a.g.e., s.205

dışında alım satımı için, kurucu ile alım satımı gerçekleştirilecek kuruluşlar arasında alım/satım aracılık sözleşmesi yapılması zorunludur.

#### **4.11. Yatırım Fonlarında Denetim**

Yatırım Fonu Tebliği'nin 12. maddesine göre yatırım fonunun kurucusu, her bir fon için belirli özellikleri taşıyan en az bir denetçi tayin etmek zorundadır. Yatırım fonları ayrıca, bağımsız dış denetim şirketleri tarafından denetlenmektedir. Yıllık denetim raporunun SPK'ya gönderilmesi zorunludur.

SPK yatırım fonlarını her an denetleme yetkisine sahiptir. Fonun kurucusu, yöneticisi ve saklayıcısının fona ilişkin bütün hesap ve işlemleri SPK'nın denetimine tabidir.<sup>185</sup>

#### **4.12. Fonun Sona Ermesi**

İnançlı mülkiyete tabi bir yatırım fonunun kendine özgü bir müessese olduğu kuşkusuzdur. Bu nedenle yatırım fonunun sona erme biçiminin yasada düzenlenmesi bir zorunluluktur.<sup>186</sup>

Yatırım fonunun sona ermesi, kurucunun iflası veya tasfiyesi nedeniyle sona ermesi halinde, SPK fonu uygun göreceği başka bir kuruluşa tasfiye amacıyla devreder. Saklayıcı kurumun iflası halinde ise kurucu fon varlığını SPK'ca uygun görülecek başka bir kuruluşa devreder.

İflas veya tasfiye durumları dışında fonun başka bir kuruluşa devri ancak SPK'nın uygun görüşünün alınmasıyla mümkündür.

Fon mal varlığı, fon içtüzüğündeki ilkelere göre tasfiye edilir ve tasfiye bakiyesi katılma belgesi sahiplerine payları oranında dağıtılır. Fesih anından sonra hiçbir katılma belgesi ihraç edilemez ve geri alınamaz.<sup>187</sup>

İflas ve tasfiye dışında fonun sona erme nedenleri Yatırım Fonu Tebliği'nin 53. maddesiyle hükme bağlanmıştır. Buna göre;

- Fon içtüzüğünde süre belirtilmişse, bu sürenin sona ermesi,

---

<sup>185</sup> İnam, a.g.e., s.188

<sup>186</sup> Reisoğlu, a.g.e., s.27

<sup>187</sup> Civan, a.g.e., s.68, İnam, a.g.e., s.189, Reisoğlu, a.g.e., s.27, Rodoplu, a.g.e., ss.100-101, Şakar, a.g.e., s.85, Tanör, a.g.e., s.211

- Fon süresiz ise kurucunun Kurul'un uygun görüşü alındıktan sonra 6 ay öncesinden feshi ihbar etmesi,
- Kurucunun fon kurma koşullarını yitirmiş olması,
- Kurucunun mali durumunun zayıflaması, fonun kendi maliyetlerini karşılayamaz halde olması ve benzer nedenlerle fonun devamının yatırımcılara fayda sağlayamayacağına SPK tarafından tespit edilmiş olması hallerinde, yatırım fonu sona erer.

#### 4.13. Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi

Ülkemizde, sermaye piyasalarının oluşturulması ve geliştirilmesi amacıyla çalışmaların başlatıldığı 1982 yılından bu yana, piyasanın gelişmesini teşvik etmek amacıyla, yatırım fonlarında çeşitli vergi teknikleri uygulanmıştır.

Hızla küreselleşen ekonomik düzenin giderek güçlenmekte olduğu günümüzde, vergilendirme ve vergiye ilişkin kuralların ve temel prensiplerin, uluslararası uygulamalarla, uyumlu hale getirilmesi bu bakımdan büyük önem taşımaktadır.

Özellikle, küçük yatırımcıların tasarrufları ağırlıklı olmak üzere ekonomik anlamda kullanılabilirliği olan büyük fonların oluşturulması ve ekonomiye aktarılmasına imkan veren yatırım fonlarının ve bunlardan sağlanan gelirlerin vergi yükü, ekonomik konjunktür açısından son derece önem arz etmektedir.<sup>188</sup>

KVK uygulamasında, kanunun 2. maddesi gereğince SPK'nın düzenleme ve denetimine tabi olan yatırım fonları sermaye şirketi sayılmaktadırlar. Bu nedenden ötürü, Kurumlar Vergisi mükellefi olan yatırım fonları, sermaye piyasalarını teşvik amacıyla getirilen düzenlemelerin birçoğundan yararlanmaktadır. GVK açısından bakıldığında ise, yatırım fonu katılma belgesi sahiplerinin bu belgeleri elden çıkarmaları dolayısıyla sağladıkları gelirler bağlamında bir vergilendirme söz konusudur.<sup>189</sup>

Ülkemizde finansal araçlardan elde edilen gelirlerde kural olarak yıllık safi kazancın beyan esası ile vergilendirilmesi geçerlidir. Ancak GVK'ya 5281 sayılı Kanunun<sup>190</sup> 30'uncu maddesiyle eklenen ve 01.01.2006 tarihinde yürürlüğe giren ve 31.12.2015 tarihine kadar geçerli olacak geçici 67. madde ile vergilendirme tekniği

<sup>188</sup> Kırman, a.g.e., s.13

<sup>189</sup> M.Aykut Kelecioğlu, **Yatırım Fonlarından Elde Edilen Gelirlerin ve Genel Anlamda Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi**, Vergi Sorunları Dergisi, Sayı:29, İstanbul, 2006, s.56

<sup>190</sup> RG. 31.12.2004/25687

açısından stopaj adı verilen kesinti yoluyla vergilendirmesine yönelik yeni bir düzenlemeye geçildi. Eski Gelir Vergisi düzenlemesinde, Kurumlar Vergisinden istisna olan portföy kazançlarının bu kısmı için A Tipi Yatırım Fonları, GVK'nın 94. maddesine göre %0 stopaja tabi idiler. Yeni düzenleme ile A Tipi Fonların bu ayrıcalığı son bulmuştur.

Özet olarak şunu söyleyebiliriz ki; Geçici 67. madde ile farklı finansal araçlar üzerindeki vergi yükü kaldırılarak bütün araçlar üzerindeki yükler eşitlenmiş, kolektif yatırım araçlarının teşvik edilmesi yönündeki politika önemli ölçüde terk edilmiş, sermaye ve para piyasası araçlarındaki vergi yükü eşitlenmiştir.<sup>191</sup>

Kurumlar vergisi açısından bakıldığında ise hem eski KVK'ya hem de yeni 5520 sayılı KVK<sup>192</sup>ya göre yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan yani işletmiş oldukları portföylerden elde ettikleri gelirler için kurumlar vergisi ödememektedirler.

Vergilendirme konusunu maddeler halinde özetleyecek olursak;

- KVK açısından yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden müstesnadır.
- 1 Ekim 2006 tarihinden itibaren Menkul Kıymet Yatırım Fonu katılma belgelerinin ilgili olduğu fona iadesi gelirlerine %10 stopaj uygulanılmaya başlandı. Önceden bu vergilendirme işlemi, yatırım fonu bünyesinde yapılıyordu. Bu uygulamayla yatırımcı adına vergi kesilmesi ve yatırımcı adına vergi idaresine yatırılması gerçekleşti. Konuyla ilgili yabancı yatırımcılara uygulanan stopaj oranı da %0'dır.<sup>193</sup>
- GVK'nın Geçici 67. maddesinde 5527 sayılı yasa<sup>194</sup> ile yapılan değişiklikle Menkul Kıymet Yatırım Fonu (A ve B Tipi) portföy işletmeciliğinden doğan kazançları üzerinden stopaj oranı 1 Ekim 2006 tarihine kadar %10, bu tarihten itibaren %0 olarak belirlenmiştir.
- Tam mükellef ve dar mükellef gerçek kişiler için yatırım fonu katılma belgelerinin alım satımının vergilendirilmesinde; Geçici 67.md uyarınca

---

<sup>191</sup> TSPAKB, **Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları**  
[www.tspakb.org.tr/egitim/egitimkilavuzlari.htm](http://www.tspakb.org.tr/egitim/egitimkilavuzlari.htm) Erişim Tarihi:18.01.08

<sup>192</sup> RG. 21.06.2006/ 26205

<sup>193</sup> Ali Türker Pirtini, **Sermaye Piyasası Kurumları ve Araçlarının Vergilendirilmesinde En Son Değişiklikler,**

[www.alomaliye.com/kasim\\_06/ali\\_pirtini\\_spk\\_arac.htm](http://www.alomaliye.com/kasim_06/ali_pirtini_spk_arac.htm) Erişim Tarihi:18.01.08

<sup>194</sup> RG.07.07.2006/26221

MKYF'nin (borsa yatırım fonları hariç)katılma belgelerinin ilgili fona iadesi tevfikata tabi değildir.Yine aynı maddeye göre bu gelirler için beyanname verilmez ve diğer gelirler nedeniyle beyanname verilmesi halinde de bu gelirler beyannameye dahil edilmez.Tam mükellef tüzel kişiler ise KVK'nın 25. md.'sine göre %30 oranında kurumlar vergisine tabidir.5281 sayılı Kanun ile KVK'ya eklenen Geçici 35. md uyarınca dar mükellef tüzel kişiler elde ettikleri, tamamı GVK'nın Geçici 67.md.'si kapsamında tevfikata tabi tutulmuş kazançları için yıllık veya özel beyanname verilmez.<sup>195</sup>

- Sürekli portföylerinin %51'i İMKB'de işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının 1 yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma belgelerinin elden çıkarılması stopaj kapsamı dışındadır.<sup>196</sup>

---

<sup>195</sup> Dow Jones İstanbul 20, **Yatırım fonları ve Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin 2006-2015 Yılı Vergilendirme Esasları**,

<http://www.djist.com/subs/vergilendirme.asp?lang=tr> Erişim Tarihi:19.01.08

<sup>196</sup> Ahmet Erol, **Tüm Yönleriyle Banka ve Finansçılar İçin Vergi**, Ankara:Yaklaşım Yayınları, 2007, s.254

**İKİNCİ BÖLÜM**  
**AVRUPA BİRLİĞİ'NİN OLUŞUMU VE AVRUPA BİRLİĞİ**  
**SERMAYE PİYASALARINA YÖN VEREN**  
**DÜZENLEMELER**

**1. AVRUPA BİRLİĞİ FİKRİNİN DOĞUŞU**

Günümüzde aşama aşama yürürlüğe konulmaya çalışılan "Avrupa bütünleşmesi" hareketinin kökenleri ve bu yolda yapılan düşünsel plandaki çalışmalar XIII. ve XIV. yüzyıllara kadar inmektedir. Bu yıllarda kimi yazar, düşünür, bilim ve siyaset adamının, birbirleriyle kıyasıya savaşıran krallıkları bir araya getirecek ve Avrupa Kıtası'nda kalıcı bir barışı sağlayacak çabalar içine girdikleri ve amatör planda bazı örgüt modelleri geliştirdikleri görülür. Pierre Dubois, Dante, Emeric Cruce, Abee de Saint, Jean Jacgues Rousseau ve İmmanuel Kant bu çerçevede tarih boyunca Avrupa Birliği amacına yönelik çalışmalar yürüten düşünür ve yazarların başında gelmektedir. Nitekim; Hugo 1848 yılında yazdığı bir yapıtında ilk kez "Avrupa Birleşik Devletleri'nden açıkça söz etmiştir.<sup>197</sup>Yine, 17. yy 'da Kardinal Emeric Cruce Avrupa'da bir "Avrupa Devletler Birliği'nin kurulmasını önerdiğini, bu fikri 18.yy'da "Federal Birlik "olarak J.J.Russou savunduğunu görmekteyiz.1815 yılındaki Viyana Kongresi sonunda kurulan Alman Gümrük Birliği ve İtalyan Birliği ise Avrupa'da artan birleşme fikri inancının imzalı bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır.<sup>198</sup>

Avrupa bütünleşmesine neden olan olayları üç başlık halinde toplamamız mümkündür.<sup>199</sup>

Bunlardan ilkinin Sovyet Sosyalist Cumhuriyet Birliği'nin yayılma politikaları oluşturmaktadır. Bilindiği gibi, iki büyük dünya savaşı yaşayan Avrupa hem siyasi hem ekonomik anlamda büyük tahribata uğramıştır. Aynı yıllarda, Doğu Avrupa'da siyasi emellerini gerçekleştiren SSCB'nin, savaş sonrası oluşan ortamdan yararlanarak Batı

---

<sup>197</sup> Avrupa Ekonomik Danışma Merkezi(EKO), **Türkiye-AB İlişkileri**, Ankara, 2001, s.1

<sup>198</sup> Turgay Berksoy, A. Kadir Işık, **Avrupa Birliği Üzerine Yazılar**, Ankara:SPK Yayınları, Yayın No:177, 2004, s.13

<sup>199</sup> Beyhan Dönmez, **Finansal Piyasaların Entegrasyonu Kapsamında Türk Bankacılık Sektörünün Avrupa Birliği Bankacılık Sektörüne Uyumu**, Gazi Üniversitesi, S.B.E, İktisat Teorisi Ana Bilim Dalı, Y.L.Tezi, Ankara, 1997, s.14, Berksoy, Işık, a.g.e., ss.13-14, Avrupa Ekonomik Danışma Merkezi (EKO), a.g.e., ss. 1-2, Ragıp Şahin, **Avrupa Birliği Bütçesi Fonları ve Türkiye'nin Tam Üyeliği**, Ankara: DPT Yayını, 1998, ss. 1-2

Avrupa'ya yayılabileceği düşüncesi Avrupa için büyük bir tehdit oluşturacağı düşünülmektedir. Bu tehlike, savaştan galip çıkmasına rağmen ABD'yi de tedirgin etmektedir.

İkinci neden; II. Dünya Savaşı sonrasında ABD'nin Marshall Planı çerçevesinde Avrupa Ekonomik İşbirliği Teşkilatı (OECE) aracılığıyla (daha sonra adı OECD olarak değiştirilmiştir) Avrupa'ya yardımda bulunmasıdır. Başlangıçta, zorunluluktan alınan ve de sevinç yaratan bu yardımlar daha sonra ekonomik anlamda bir bağımlılık korkusu yaratmıştır.

Son neden olarak da Avrupa'nın iki büyük devleti olan Fransa ve Almanya arasında yıllardır devam eden çekişmeler gösterilebilir. Bu iki devlet arasındaki gerginliğin Avrupa'da potansiyel bir savaş tehdidi oluşturacağından endişe edilmektedir.

Bütün bu gelişmeler Avrupalıları birbirine yakınlaştırmıştır ve Avrupa bütünleşmesi yolunda önemli adımlar atılmıştır.

## **2. AVRUPA BİRLİĞİ'NİN GELİŞİM SÜRECİ**

### **2.1. Avrupa Kömür Ve Çelik Topluluğu**

Fransa Dışişleri Bakanı Schuman'ın girişimleriyle, Federal Almanya, Fransa, Lüksemburg, Hollanda, Belçika, İtalya arasında 1951 yılında imzalanan Paris Antlaşması ile Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu kurulmuştur.

AKÇT Antlaşması Avrupa bütünleşmesi yolunda atılan ilk ve en önemli adımdır.<sup>200</sup>Bu anlaşma ile iki ezeli düşman olan Almanya ve Fransa başta olmak üzere, Lüksemburg, Hollanda, Belçika, İtalya aralarındaki çatışmanın en önemli nedenlerinden biri olan kömür ve çelik kaynaklarını, milli sınırların ötesinde ortak bir pazar içinde bir araya getirmişler ve kontrolü uluslarüstü bir organa devretmişlerdir.<sup>201</sup>

Bu ortaklık, demir ve çelik alanlarıyla sınırlı kalmasına rağmen, üye ülkelerin çıkarları ve bağımsızlıklarından bir miktar vazgeçerek, temel çıkarlarını bir araya

---

<sup>200</sup> Avrupa Ekonomik Danışma Merkezi(EKO), a.g.e., s.2, Aydın Argın, **Avrupa Topluluğu Tek Pazarına Uyum Açısından Türk Bankacılık Sisteminin Uyum Gereklere**, Ankara : T.B.B. Yayınları, 1993, s.13, Berksoy, Işık, a.g.e., s.16, Şahin, a.g.e., s.2, Meral Varış Tezcanlı, Oral Erdoğan, **Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İMKB**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1996, s.7

<sup>201</sup> Şahin, a.g.e., s.2

getirme suretiyle birleşme sağlayabilmeleri bakımından ileriki yıllarda gerçekleşecek olan geniş çaplı birleşmenin ön ayağı niteliğindedir.

Başarılı bir şekilde gerçekleşen bu birleşmeyi, başarısızla sonuçlanan "Avrupa Sanayi Topluluğu" ve "Avrupa Siyasi Birliği" izlemiştir. Başarısızlıkla sonuçlanan bu deneyimler, alt yapı olan ekonomiyi entegre etmeden, üst yapı olan siyasi ve onun uzantısı olan askeri entegrasyonun sağlanamayacağını göstermiştir.<sup>202</sup>Nitekim, AKÇT model olarak alınarak, kömür ve çelik sektörüyle sınırlı kalmayan ve daha çok sektörü kapsama alacak Roma Antlaşması gerçekleşmiştir.

## 2.2. Roma Antlaşması

AKÇT'ye üye olan altı ülke arasında 1957 yılında imzalanan ve 1958 yılında yürürlüğe giren Roma Antlaşması Avrupa Ekonomik Topluluğu ve Avrupa Atom Enerjisi Topluluğu anlaşmalarından oluşmaktadır.

Roma Antlaşması'nın ikinci maddesinde, AET'nin, ortak bir pazarın kurulması ve üye devletlerin iktisadi politikalarının tedricen birbirine yaklaştırılması yoluyla, kendi içinde ahenkli bir ilerlemeyi, sürekli ve dengeli bir gelişmeyi, yaşam düzeyinin yükseltilmesini ve üye ülkeler arasında daha sıkı ilişkilerin kurulmasını sağlamakla yükümlü olduğu ifade edilmiştir.<sup>203</sup> Bu hedefe ulaşmak için de ilk araç olarak üye ülkeler arasında bir gümrük birliğinin oluşturulması ardından da malların, hizmetlerin, sermayenin ve işgücünün serbestçe dolaşabileceği ortak bir pazarın kurulması öngörülmüştür.

Özetle; AET ile üye devletler, mal, sermaye, hizmet ve işgücünün serbest dolaşımını sağlayarak, ekonomik kaynaklarını ortak bir pazar içinde bir araya getirecekler, dış ticaret gibi konularda ise ortak politika oluşturacaklardır.

AAET ise sanayileşmenin beraberinde getirdiği enerji sorununa çözüm olarak; enerji ihtiyaçlarını petrolden karşılayan Avrupa ülkelerinin, petrole olan bağımlılığı azaltacak yeni bir enerji türü olan nükleer enerjiyi benimsemeleri ve bu enerjinin güvenli bir şekilde kullanılması amacıyla oluşturulmuştur.

---

<sup>202</sup> Avrupa Ekonomik Danışma Merkezi(EKO), a.g.e., s.2, Berksoy, Işık, a.g.e., s.17

<sup>203</sup> P.J.G.Kapteyn & P.Verloren Van Themaat, **Introduction to law of the European Communities**, Second Ed., Netherlands, Kluwer Law and Taxation Publishers, 1990, s.72

Başlangıçta ayrı ayrı organlara sahip olan bu üç topluluk yani ilk örgüt olan AKÇT ile AET ve AAET'nin yapısal organları 1965 'te imzalanan ve 1967'de yürürlüğe giren ve resmi adı "Avrupa Toplulukları için tek bir Konsey ve tek bir Komisyon kuran Antlaşma" olan Füzyon Antlaşması birleştirilmiştir.<sup>204</sup>

### 2.3. Beyaz Kitap ve Tek Avrupa Senedi

Tek pazarın oluşumunda iki temel düzenlemeden söz edilebilir. Bunlardan birincisi 1985 yılında yayınlanan "Beyaz Kitap" (White Paper), diğeri ise AET Antlaşması'nı değiştiren "1987 Tek Avrupa Senedi"(Single European Act)'dir.<sup>205</sup>

1970 ve 1980 'li yıllarda ortaya çıkan olumsuz gelişmeler (1973 ve 1982 petrol şokları vb.) ile belirginleşen dünya ekonomik krizi, tüm dünyada olduğu gibi Topluluğa üye ülkelerde de bazı ekonomik sıkıntılara yol açmıştır. Bu ortamda, Topluluk üyelerinin, sorunlara karşı koyabilmek amacıyla aldıkları önlemler, ticaretin önündeki engelleri arttırmıştır. Sonuç olarak, 1982 yılından itibaren, Topluluğun 1957'den başlayarak gösterdiği gelişmelerin durduğu hatta bu alanda gerilemelerin başladığı gözlenmiştir.<sup>206</sup> Bunun üzerine; 1985 yılında üye ülkeler arasındaki fiziki, teknik, mali engellerin kaldırılarak, kişilerin, malların, sermayenin ve hizmetlerin serbestçe dolaşımını sağlayacak tek bir pazarın kurulması ve 1992 yılının sonuna kadar Tek Pazar'ın oluşumunun tamamlanmasını taahhüt altına alan karar Avrupa Topluluğu Komisyonu tarafından onaylanarak "Beyaz kitap " adıyla yayınlanmıştır.

Beyaz Kitap üye ülkeler arasındaki ekonomik ve finansal entegrasyona yönelik olarak, teknik, mali engellerin kaldırılması öngörüsüyle; Üye ülkeler arasındaki farklılıkların giderilmesi, sürekli büyüyen bir iç pazar oluşumunun esas alınması, Ortak Pazar'da mal ve hizmetlerin serbest dolaşımıyla birlikte sermaye ve hizmetlerdeki serbesti ile en etkin ekonomik alanlara kanalize edilmesi hususlarına dikkat çekmektedir.<sup>207</sup> Aynı zamanda 1987 tarihli Avrupa Tek Senedi olarak bilinen antlaşmayı oluşturan bir dizi reformu doğurmuştur.<sup>208</sup>

---

<sup>204</sup> Şahin, a.g.e., s.2, Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., s.7, Avrupa Ekonomik Danışma Merkezi(EKO), a.g.e., s.3, Turgay Uzun, Serap Özen, **AB Sürecinde Türkiye, Siyasal, Ekonomik ve Toplumsal Dönüşüm (Sorunlar ve Tartışmalar)**, Ankara:Seçkin Yayınları, 2004, s.59

<sup>205</sup> Argın, a.g.e., s.2

<sup>206</sup> T.C.Başbakanlık ve Dış Ticaret Müşteşarlığı (DTM), **Avrupa Birliği ve Türkiye**, Geliştirilmiş, 6.b.Ankara, 2007, s.41

<sup>207</sup> Tezcanlı/Erdoğan, a.g.e., s.29

<sup>208</sup> Dönmez, a.g.e., s.16

Roma Antlaşmasına ilave edilen Avrupa Tek Senedinin 13/8A ek maddesi, 1992'de tek bir pazar oluşturmayı amaçlamaktadır. Tek Pazar'da malların, hizmetlerin, işgücünün ve sermayenin serbest dolaşımının önündeki tüm engeller kaldırılmış olacaktır.<sup>209</sup>Yani tek bir pazarın oluşturulması ile ilgili belli bir program ve takvim veren Beyaz Kitap, 1987 tarihli Tek Avrupa Senedi ile yasal düzenleme haline getirilmiştir.

Tek Avrupa Senedi'nde finansal hizmetlerin serbestçe yerine getirilmesi, finansal kuruluşların tanımı, faaliyet ve amaçları; sermayenin ve hizmetlerin serbest dolaşımı başlığı altında ele alınmaktadır. Bu yönüyle Roma Antlaşması'nda yapılan ilk revizyondur. Söz konusu senet, Topluluğun bütünleşme sürecinin ilerlemesi ile ilgili olarak dört önemli değişiklik getirmiştir.<sup>210</sup>

- İlk olarak, ulusal norm ve düzenlemelerin karşılıklı olarak tanınmasının kabulü ve gerekli standartların saptanmasıyla ulusal düzenlemelerin uyumsallaştırılması kolaylaştırılmıştır.
- İkinci olarak, oylamada nitelikli çoğunluk sistemi geliştirilerek daha süratli ve verimli karar alma süreci oluşturulmuştur.
- Üçüncü olarak, Avrupa Parlamentosu'na yasama prosedüründe daha geniş yer verilmiştir.
- Son olarak, Topluluğun ekonomik ve sosyal bütünleşmesinin önemine işaret edilerek bu amaçla ekonomik ve parasal birlik görüşünden hareketle topluluğun parasal gücünün artırılması, diğer tedbirlerin yanı sıra öncelikle hedeflenmiştir.

#### **2.4. Delors Raporu ve Maastricht Antlaşması**

Avrupa Topluluğu tek pazar sürecinin işlerlilik kazanması bakımından en büyük önceliği iktisadi ve parasal entegrasyon konusuna vermektedir. İktisadi entegrasyon, Serbest Ticaret Bölgesi(örn: Batı Avrupa'da kurulan ETFA(Avrupa Serbest Ticaret Alanı), Gümrük Birliği(örn:Belçika, Hollanda ve Lüksemburg arasında kurulan Benelüks gümrük birliği), Ortak Pazar (örn:Benelüks Ortak Pazarı), Ekonomik Birlik ve

---

<sup>209</sup> Argın, a.g.e., s.14

<sup>210</sup> Kadir Eser, **Tek Pazar Sürecindeki Avrupa Topluluğu'nda Finansal Bütünleşme Çabaları, Bankacılık Alanında Yapılan Son Düzenlemeler ve Türk Banka Sisteminin Uyum Sorunları**, Gazi Üniversitesi, S.B.E., İktisat Teorisi Ana Bilim Dalı, Y.L. Tezi, Ankara, 1990, s.33, Orhan Tur, **Avrupa Para Birliği Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi**, İstanbul: Beta Yayınları, 2000, ss.71-72

Ekonomik ve Parasal Birlik aşamalarından oluşur. Ekonomik ve Parasal Birlik Avrupa'nın ekonomik bütünleşme sürecindeki son aşamayı oluşturmaktadır.<sup>211</sup>

Ekonomik ve Parasal Birlik, ortak pazara ilave olarak milli paralar arasında kesin olarak tespit edilmiş sabit kurlar ve nihayet tek para biriminin kabulü anlamına gelmektedir. Bu amaca ulaşmak için de ortak para politikası, ekonomik politikaların yakınlaştırılması ve başta maliye politikası olmak üzere bir çok alanda uyumun sağlanması gerekmektedir.<sup>212</sup> Daha öncede belirttiğimiz gibi Avrupa bütünleşmesi sürecinde ekonomik entegrasyon tamamlanmadan, siyasi bütünleşme gerçekleştirilememektedir. Bu bakımdan, Parasal Birlik, Avrupa'da Tek Pazar'ın oluşması açısından ekonomik birliğin en önemli tamamlayıcı unsurudur.

1989 yılında Madrid Zirvesinde ekonomik ve parasal birlik hedefi, 1992 yılının sonunda tamamlanması beklenen Avrupa Tek Pazarı süreci doğrultusunda yeniden ele alınmak suretiyle Delors başkanlığındaki komisyon tarafından hazırlanan rapor üye ülkelerce kabul edilmiştir. Delors Raporu ekonomik ve parasal birliğin 1990 yılında başlatılmasına karar vermiş olup 1992 tarihinde imzalanan Maastricht Antlaşması ile ekonomik ve parasal birliğin aşamaları, bu süreçte izlenecek ekonomik ve parasal politikalar ve bunların gerektirdiği değişiklikler ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

Delors Raporuna göre Ekonomik ve Parasal Birlik üç aşamada gerçekleşecektir.<sup>213</sup>

1.aşama; Ekonomik ve parasal birliğin başlangıcını göstermektedir.1990 yılında başlamıştır. En önemli unsuru sermaye piyasası hareketlerinde tam liberalleşmenin sağlanması ve üye ülkelerin ekonomi ve maliye politikalarının birbirine yakınlaştırılmasıdır. Bu aşama 1993 yılında sona erecektir.

2.aşamada; Ekonomik ve parasal birliğin yapısı ve temel organları oluşturulacaktır. Bir Avrupa Para Enstitüsünün kurulması ve parasal birliğin tamamlanması ile birlikte bu kurumun Avrupa Merkez Bankası'na dönüşerek özerk bir şekilde Topluluk parasını yönlendirmesi öngörülmüştür.

---

<sup>211</sup> Eser, a.g.e., s.6, Can Fuat Gürlesel, Kerem Akin,Sadi Uzunoğlu, **Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası**, İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları, Yayın No: 10, 1997, ss.4-5, Avrupa Ekonomik Danışma Merkezi(EKO), a.g.e., s.6

<sup>212</sup> T.C.Başbakanlık ve Dış Ticaret Müsteşarlığı (DTM), a.g.e., s.202, Tur, a.g.e., s.72, Dönmez, a.g.e., s.6, Şahin, a.g.e., s.3

<sup>213</sup> Tur, a.g.e., s.72, Eser, a.g.e., s.6, T.C.Başbakanlık ve Dış Ticaret Müsteşarlığı (DTM), a.g.e., s.204, Dönmez, a.g.e., s.16, Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., s.45, Berksoy, Işık, a.g.e., ss.36-37, Gürlesel, Akin Uzunoğlu, a.g.e., s.7

3.aşamada ise; Maastricht Zirvesinde varılan karar uyarınca, üçüncü aşamaya, 1 Ocak 1999 yılında geçilmiştir. Avrupa Merkez Bankası'nın kurulmasını, sabit kuruna geçilmesini, tek bir topluluk parası kullanılmasını yani "Avro"nun hesap birimi olarak kullanılmaya başlanmasını ve Avro cinsinden devlet tahvili çıkarılmasını içermektedir.

AB anlaşması olarak da anılan Maastricht Antlaşması, dördüncü "Kurucu Antlaşma" olarak da kabul edilmektedir. Antlaşma; Avrupa Topluluklarından, Avrupa Topluluğu ve AB'ye geçişi sağlamış ve Ortak Dış ve Savunma Politikasına (ODSP) gidilmesi ile adalet ve iç işlerinde işbirliğini düzenleyici maddeleri sayesinde Topluluğa ekonomik birlikten siyasi birliğe geçiş yetkisini ve özelliğini kazandırmıştır.<sup>214</sup>

Antlaşma kapsamındaki konular aşağıdaki şekildedir;<sup>215</sup>

- Tek paraya geçilmesini sağlayacak ekonomik ve siyasal birliğin kurulması,
- AB vatandaşlarına yaşadıkları ülkenin belediyelerinde seçme ve seçilme hakkı veren bir Avrupa vatandaşlığı oluşturulması,
- Avrupa güvenliğini sağlayacak ve demokrasi ve insan hakları gibi ortak değerleri savunacak bir ortak dış ve güvenlik politikasının meydana getirilmesi;
- AB'nin iç güvenliğini sağlamak üzere hukuk ve iç işlerinde işbirliğinin sağlanması konuları ele alınmıştır. Ayrıca eğitim, kültür, sanayi politikası gibi belli politika alanları da anlaşma kapsamına dahil edilmiştir. Bu alanlarda oluşturulacak politikalar ve ilgili AB mevzuatı üye ülkeler arasında bağlayıcı olacaktır. Antlaşmanın getirdiği önemli bir yenilik de "yetki ikamesi " ilkesidir. Buna göre; ancak herhangi bir sorunun boyut ve niteliği nedeniyle, AB düzeyinde müdahalenin üye devletlerden daha etkin olacağı hallerde AB yetki kullanacaktır.

## 2.5. Amsterdam ve Nice Antlaşmaları

Amsterdam Antlaşması 1997 tarihinde Amsterdam Zirvesi'nde onaylanmış, 1999 yılında yürürlüğe girmiştir. Bu antlaşma, yasal açıdan, AB'yi yapılandıran önceki anlaşmaları yani 1957 tarihli Roma Antlaşması'nı, 1986 tarihli Tek Avrupa Senedi'ni ve 1992 tarihli Maastricht Antlaşmasını değiştirip tamamlamaktadır.

<sup>214</sup> T.C.Başbakanlık ve Dış Ticaret Müsteşarlığı (DTM), a.g.e., s.11

<sup>215</sup> İktisadi Kalkınma Vakfı (İKV), **AB Tarihçesi: Maastricht Antlaşması**  
<http://www.ikv.org.tr/abtarihce.php> Erişim Tarihi: 28.01.08

Amsterdam Antlaşması'nın en büyük hedeflerinden biri AB'nin Merkez ve Doğu Avrupa ülkelerine genişleme sürecini dikkate alarak, kurumsal ve siyasal yapısını güçlendirme olmuştur. Ancak genişleme konusunda temel kurumsal mekanizmaları oluşturmada bekleneni verememiş, buna rağmen ortak karar mekanizmasını daha kolay işler hale getirecek bazı önemli değişiklikler yapmıştır.<sup>216</sup> Örnek verecek olursak, Konsey ve Parlamento'nun uzlaşmaya varamadıkları konuların 3. kez Avrupa Parlamentosu önüne getirilmesi uygulamasından vazgeçilmiştir. Ayrıca ortak karar alma mekanizması sadece Avrupa Para Sistemi'nde değil işbirliği yapılan her alana genişletilmiştir. Maastricht Antlaşması'nda yer alan "demokrasinin ilkeleri"ve "temel hakları", Amsterdam Antlaşması'nda; özgürlük, demokrasi, insan hakları ve temel özgürlüklere saygı başlıklarıyla genişletilmiştir.

Yeni üyelerin katılması ile genişleyen AB'nin demokratik bir yapıda işlemesini sağlamak amacıyla kurumsal reformların yapılmasının öngörüldüğü, Şubat 2000'de başlayan Hükümetler Arası Konferans'ın Aralık 2000'de gerçekleştirilen Nice Zirvesi'yle sonuçlandırılmasının ardından Şubat 2001'de imzalanan Nice Antlaşması 2003 tarihinde yürürlüğe girmiştir.<sup>217</sup>

HAK'a Nice Anlaşması'ndan çok "Avrupa Anayasası" hazırlık çalışmaları damgasını vurmuştur. Nice Antlaşması ile AB 'de kurumsal reform süreci ve Avrupa Anayasası'na giden süreç hızlanmıştır. Sonuç olarak taslak Anayasa metni 2003 ve 2004 yıllarında yapılan Zirvelerin ana konusu olmuştur. 16-17 Haziran 2005 tarihinde gerçekleştirilen Avrupa Konseyi'nde, Fransa ve Hollanda 'da yapılan referandumlarda alınan olumsuz sonuçlara rağmen üye ülkelerde iç onay sürecinin devam etmesi ve önümüzdeki yıllarda tekrar ele alınması gerektiği vurgulanmışsa da 21-22 Haziran 2007 tarihinde Avrupa Konseyi Zirve toplantısı sonucunda, Anayasa yaklaşımından vazgeçilerek, öngörülen değişikliklerin mevcut Antlaşmalara derecelendirilmesi yaklaşımı benimsenmiştir<sup>218</sup>

---

<sup>216</sup> İktisadi Kalkınma Vakfı(İKV), **AB Tarihçesi: Amsterdam Antlaşması**  
<http://www.ikv.org.tr/abtarihce.php> Erişim Tarihi: 29.01.08

<sup>217</sup> Uludağ Sözlük- **Nice Antlaşması**  
[www.uludagsozluk.com/k/nice-antlasmasi](http://www.uludagsozluk.com/k/nice-antlasmasi) Erişim Tarihi: 29.01.08

<sup>218</sup> T.C.Başbakanlık ve Dış Ticaret Müsteşarlığı (DTM), a.g.e., ss.11-12

### 3. TÜRKİYE VE AVRUPA BİRLİĞİ İLİŞKİLERİNİN TARİHÇESİ

1958 yılında AET 'nin kurulmasının ardından, Türkiye 31 Temmuz 1959 yılında AT'ye ortaklık için başvuruda bulunmuştur. Ancak tam üyeliğin gereklerini yerine getirmek konusunda yeterli görülmediğinden tam üyelik koşulları gerçekleşinceye kadar geçerli olacak bir ortaklık antlaşması imzalanması önerilmiş ve 12 Eylül 1963 yılında taraflar arasında ortaklık kuran Ankara Antlaşması imzalanmıştır. 1 Aralık 1964 tarihinde yürürlüğe giren Ankara Antlaşması ile Türkiye ve AB arasındaki ilişkiler başlamıştır.<sup>219</sup>

Ankara Antlaşması, Türkiye'nin üyelik hedefine ilişkin üç devreden oluşan bir entegrasyon modeli öngörmüştür. Buna göre;<sup>220</sup>

**Hazırlık dönemi:** Taraflar arasındaki ekonomik farklılıkları azaltmaya yönelik olan bu dönem, Ankara Antlaşması'nın yürürlüğe giriş tarihi olan 1 Aralık 1964'ten başlar, 1 Ocak 1973 tarihinde Katma Protokol'ün yürürlüğe girmesiyle sona erer.

**Geçiş Dönemi:** Taraflar arasındaki sanayi ürünleri, tarım ürünleri ve kişilerin serbest dolaşımının sağlanması ve Gümrük Birliği'nin tamamlanması öngörülmüştür. Türkiye bu dönemde AB'den ithal ettiği sanayi ürünlerine uyguladığı gümrükleri 12-22 yıllık listeler dahilinde kademeli olarak azaltarak sıfırlamayı ve "OGT "denilen Topluluğun Ortak Gümrük Tarifesine uyum sağlamayı üstlenmiştir.

**Son Dönem:** 1970'li yılların başından itibaren ekonomik ve siyasal nedenlerden dolayı Türkiye ve AB ilişkileri istikrarsız bir süreç göstermiştir. 12 Eylül 1980 askeri darbesinden sonra ise ilişkiler tamamen askıya alınmıştır. 1987 yılında Türkiye Ankara Antlaşması'nda öngörülen dönemlerin tamamlanmasını beklemeden, üyelik başvurusunda bulunmuştur. AB üyelik başvurusu ile ilgili görüşü 1989 yılında açıklanmış ve Ankara Antlaşması çerçevesinde ilişkilerin yürütülmesi önerisinde bulunmuştur. Türkiye bunun üzerine 1 Ocak 1996 Tarihinde Gümrük Birliği'ne geçiş sürecini tamamlamış ve Türkiye-AB ilişkilerinde son döneme girilmiştir.

<sup>219</sup> Avrupa Birliği Genel Sekreterliği, **Türkiye- AB İlişkileri**  
[www.abgs.gov.tr/index.php?p=4&l=1](http://www.abgs.gov.tr/index.php?p=4&l=1) Erişim Tarihi:02.02.08

<sup>220</sup> İktisadi Kalkınma Vakfı (İKV), AB Tarihçesi: **Ankara Antlaşması**  
[www.ikv.org.tr/abtarihce.php](http://www.ikv.org.tr/abtarihce.php) Erişim Tarihi:02.02.08

Türkiye ve AB ilişkilerinin dönüm noktasını, 1999 yılında gerçekleştirilen Helsinki Zirvesi oluşturmaktadır. Zirve'de Türkiye'nin AB'ye adaylık statüsü tescil edilmiş ve diğer aday ülkelerle eşit statüde katılacağına ilişkin karar alınmıştır. Ayrıca diğer aday ülkelerle ilgili olarak her yıl hazırlanan İlerleme Raporları çerçevesinde Türkiye için ilk İlerleme Raporu 13 Kasım 2001 tarihinde hazırlanmıştır.

Türkiye ve AB ilişkilerinde diğer önemli bir dönüm noktasını da 12-13 Aralık 2002 tarihinde gerçekleştirilen Kopenhag Zirvesi oluşturmaktadır. Zirve'de, Türkiye'nin 2004 yılı ilerleme raporu doğrultusunda Kopenhag siyasi kriterlerini karşıladığı yönünde karar verilmesi halinde katılım müzakerelerinin geciktirilmeden başlayacağı belirtilmiştir.

Kopenhag'daki bu somut ilerleme sonrasında 16-17 Aralık 2004 yılında Brüksel'de gerçekleştirilen Zirve'de Türkiye'nin Kopenhag siyasi koşullarını yerine getirdiği teyit edilerek katılım müzakerelerinin 3 Ekim 2005 tarihinde başlatılması kararlaştırılmıştır. Bu karar sonrasında, 2005 yılı Haziran ayında açıklanan Müzakere Çerçeve Belgesi temelinde ülkemiz ile başlatılan katılım müzakerelerinin ilk aşamasını oluşturan tarama süreci Ekim 2005-Ekim 2006 döneminde tamamlanarak fiili müzakereler aşamasına geçilmiştir.<sup>221</sup>

#### **4. AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARINA GENEL BAKIŞ**

Avrupa Tek Finansal Pazarı; AB'ye üye ülkelerin yerel finansal pazarlarının birleştirilmesi ile oluşan, birliğin ortak normlarını oluşturmaya yönelik yönergelerin düzenleyici olduğu, üye ülkelerin finansal pazarları arasında sermaye dolanımının tamamen serbest olduğu ve üye ülkelerin finansal kurumlarının her ülkede serbestçe ürün ve hizmet sunma hakkına sahip oldukları piyasa olarak tanımlanabilir. Avrupa içinde Avrupa Tek Finansal Pazarı'nın oluşturulmasının en önemli amacı Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği hedefine ulaşılması için gerekli piyasa koşullarının oluşturulmasıdır. Bir başka ifade ile Avrupa Tek Finansal Pazarı, Ekonomik ve Parasal Birliğin en önemli tamamlayıcı unsurunu oluşturmaktadır.<sup>222</sup>

Sermaye piyasaları bilindiği gibi para piyasaları gibi finansal piyasaların bir alt piyasasını oluşturur. Dolayısıyla Avrupa Sermaye Piyasaları, Avrupa Finansal

<sup>221</sup> T.C.Başbakanlık ve Dış Ticaret Müsteşarlığı(DTM), a.g.e., s.450

<sup>222</sup> Gürlesel, Aklin, Uzunoğlu, a.g.e., ss.16-18

Piyasaları'nın bir alt piyasası olarak düzenlenmektedir. Bu nedenle sermaye piyasalarındaki gelişmeler Avrupa Tek Finansal Pazarı'ndaki düzenlemeler ile etkileşim içinde şekillenmektedir.

#### **4.1. Avrupa Birliği'nin Sermaye Piyasasındaki Hedefleri ve Öncelikleri**

Kopenhag Kriterleri'nin "üyelik yükümlülüklerini üstlenebilme yeteneği" çerçevesinde yapılan uyumlaştırma çalışmalarının sermaye piyasası ile ilgili düzenleme başlıklarının çerçevesini; "hizmet sunum serbestisi" ve "sermayenin serbest dolaşımı" oluşturmaktadır.

##### **4.1.1. Hizmet Sunum Serbestisi**

Hizmet Sunum Serbestisi, AB'de ekonomik entegrasyonun sağlanması için öngörülen dört temel özellikten biridir. Üye devlet vatandaşlarının kendi ülkelerinde verdikleri bir hizmeti topluluğa üye diğer bir ülkede de verebilmelerini temin eder.

Konuyu, sermaye piyasaları açısından değerlendirdiğimizde ise; bir üye ülkede yetkili yatırım kurumlarının, diğer üye ülkelerin finans piyasaları ve borsalarında da faaliyet gösterebilmesinin sağlanması olarak ifade etmemiz mümkündür.

Avrupa Topluluğu'nu kuran anlaşma olan Roma Antlaşmasınının 52. maddesi, hizmet sunum serbestisi ile ilgili; bir üye devlette yerleşik kişilerin yada kurulu teşebbüslerin, bir başka üye devlette hiçbir kısıtlama olmaksızın faaliyetlerini sürdürme ve ürünlerini pazarlayabilme özgürlüğünün olduğunu, bunun için, ilgili ülkenin toprağında geçici olarak oturma koşulu da aranabileceğini, bir üye devlet uyruklarının başka bir üye ülkede yerleşme özgürlüğüne ilişkin kısıtlamaların ise geçiş dönemi sürecinde kaldırılacağını belirtmiştir. Acentalar, şubeler veya iştirakler suretiyle hizmet sunmaya ilişkin kısıtlamalar için de aynı esaslar geçerlidir.<sup>223</sup>

Serbest hizmet sunumu, sektörleri düzenleyen Yönergelerde ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Örneğin bankacılık sektöründe bu konu ikinci Bankacılık Yönergesinde düzenlenmiştir. Buna göre bankalar için "Tek Bankacılık Lisansı" yaklaşımı getirilmiştir. Sermaye Piyasaları ile ilgili düzenleme ise Yatırım Hizmetleri Yönergesinde yer almaktadır.1996 yılında yürürlüğe giren bu yönergeyle Yatırım

---

<sup>223</sup> Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., ss.7-8

Hizmetleri tanımlanarak bunları sunabilecek kurumlara serbest hizmet sunma imkanı getirilmiştir.<sup>224</sup>

#### 4.1.2. Sermayenin Serbest Dolaşımı

Sermayenin serbest dolaşımı, sınır ötesi ödeme ve para transferinden öte bir anlam ifade etmektedir. Varlık ve yükümlülüklerin transferini sağlayan işlemler, örneğin portföy yatırımları veya emlak alımları da bu kapsama girmektedir. Kara para ile mücadele direktifleri de bu ana başlık altında yer almaktadır.<sup>225</sup>

AT'yi kuran anlaşma olan Roma Antlaşması; malların, kişilerin, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımı esasına dayanmaktadır. Antlaşmanın 67-73. maddeleri sermaye hareketlerinin serbestleşmesine yönelik yöntemi düzenlemektedir.

Sermayenin serbest dolaşımı gibi derin ekonomik etkileri olan bir hedefin Birliğin Kurucu Antlaşması'nda yer almasının nedeni, AB'nin Gümrük Birliği'ni tamamlamasından sonra ulaşmayı amaçladığı bir bütünleşme düzeyi olan ortak pazarın; malların, kişilerin, ve hizmetlerin yanında sermayenin de serbest dolaşımını kapsamaya geçtiği.<sup>226</sup>

Söz konusu Antlaşma, üye devletler ve üye devletlerle üçüncü ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin önündeki tüm engellerin kaldırılmasını öngörmektedir.<sup>227</sup> Roma Antlaşması'nın 67. maddesinin ilk paragrafına göre; Geçiş sürecinde ve ortak pazarın düzgün işlemesi için gerektiği ölçüde, üye ülkeler aralarındaki, üye ülkelerde ikametgah eden kişilere ait sermayenin hareketli ile ilgili tüm kısıtlamaları ve uyuşma, tarafların ikametgahlarına ya da bu sermayenin yatırıldığı yere dayanan tüm ayrımcılıkları aşamalı olarak kaldıracaklardır.<sup>228</sup>

Bununla birlikte, Roma Antlaşması'nın bazı maddeleri çeşitli nedenlerden ötürü sermaye hareketlerini kısıtlayabilme yada koruyucu başka önlemler almaya da imkan

<sup>224</sup> Gürlesel, Alkin, Uzunoğlu, a.g.e., s.22

<sup>225</sup> TSPAKB, **AB Yolunda Türk Sermaye Piyasası; AB Müktesebatının Sermaye Piyasalarına Etkileri**, İstanbul, 2004, s.1

<sup>226</sup> M.Fırat Durmuş, **Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin AB Sermaye Piyasalarına Entegrasyonu**, Marmara Üniversitesi, B.S.E., Sermaye Piyasaları ve Borsa Anabilim Dalı, Y.L.Tezi, İstanbul, 2003, s.19

<sup>227</sup> TSPAKB, a.g.e., s.1

<sup>228</sup> TC. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), **Avrupa Topluluklarını Kuran Antlaşmalar (AKÇT, AET, AAET)**, Cilt1, 1993, s.145, Yasemin Atasoy, **Avrupa Topluluğunda Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara:SPK Yayınları, 1990, s.1, Tezcanlı , Erdoğan, a.g.e., s.45, İktisadi Kalkınma Vakfı (İKV), **AB'nin Sermayenin Dolaşımı Konusundaki Mevzuatı ve Türkiye'nin Uyumu**, İstanbul, 2002, s.13, Tur, a.g.e., s.129

tanımaktadır. Örnek verecek olursak; Üye ülkelerin ödemeler dengesinde meydana gelebilecek herhangi bozulma, ekonomik ve parasal birliğin işleyişinde görülen güçlükler, güvenlik veya dış politika gerekçesiyle üye ülkeler sermaye hareketlerini kısıtlayabilmektedirler.

Yukarıda anlatılanlar ışığında, Roma Antlaşması'nın, sermaye piyasası ve işlemlerine ilişkin üye ülkelerdeki kısıtlamaların kaldırılmasını belirli istisna koşullar dahilinde öngördüğü görülmektedir. Dolayısıyla; sermaye hareketlerinin serbestleşmesine yönelik hedefleri gerçekleştirmek amacıyla AB Konseyi tarafından Topluluk hukuku çerçevesinde direktiflerle yeni düzenlemelere gidilmiştir.

Nitekim Antlaşmanın 69. maddesinde, sermaye hareketlerinin tam liberalizasyonunun sağlanmasına yönelik olarak Topluluk, özellikle 67. maddenin uygulanmasında güçlükler çıkabileceği noktasından hareketle Konsey'e Direktif çıkarabilme yetkisi vermiştir. Konsey bu yetkiye dayanarak aşağıda yer vereceğimiz direktifleri çıkarmıştır.

#### **4.1.2.1. Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesine Yönelik Çıkarılan 1960 Tarihli 1. Direktif**

Roma Antlaşması'nın 67. maddesinin uygulanmasına yönelik benimsenen birinci direktifte<sup>229</sup> sermaye hareketleri, liberalizasyon seviyesi farklı olan dört liste (A, B, C, D listeleri ) halinde sınıflandırılmıştır.

Direktifin temel amacı, sermaye hareketlerinin daha geniş ve hızlı liberalizasyonunun sağlanmasıdır.<sup>230</sup> Direktifin A Listesinde;

- doğrudan yatırımlar,
- doğrudan yatırımların tasfiyesi,
- gayrimenkul yatırımları,
- kişisel sermaye hareketleri,
- sigorta sözleşmesinin uygulanması ile ilgili transferler,
- fikri haklar yer almaktadır.<sup>231</sup>

<sup>229</sup> 11.05.1960 T ve OJ 12.07.1960

<sup>230</sup> Ahmet Kumrulu, **Avrupa Topluluklarının Bankacılık Sektörünü ve Sermayenin Serbest Dolaşımını İlgilendiren Mevzuatı**, Ankara: T.B.B. Yayınları, 1988, s.205

<sup>231</sup> Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., s.20

A Listesinde yer alan sermaye hareketlerinin, üye ülkelerde yerleşik kişiler arasında işlem ve transferlerinin gerçekleştirilmesinde üye devletlerin tüm kambiyo izinlerini garanti etmesi gerektiği belirtilmektedir. Söz konusu transferlerin cari işlemlere ilişkin ödemeler için geçerli olan döviz kuru üzerinden yapılmasına izin vermeleri sağlanacaktır.

Direktifin ikinci maddesinde ise, üye ülkelerin B Listesini yani menkul kıymet işlemleri ve menkul kıymetlere ilişkin fiziki hareketlerde serbestliği garanti etmesi öngörülmüştür. Böylece bir üye ülkenin borsada işlem gören veya borsaya kote sürecinde olan menkul kıymetlerinin diğer üye ülkelerdeki yerleşik kişiler tarafından serbestçe alım satımı mümkün olacaktır.

Ancak, yerleşik kişilerce yabancı menkul kıymetlerin satın alınması konusunda, geçici bir önlem olarak sözkonusu işlemin, benzer bir amaçla kurulmuş yabancı şirketlerin menkul kıymetlerini iktisap eden mali kurumlara inhisar ettirilmesi uygun görülmüştür.<sup>232</sup>

Direktifin üçüncü maddesinde C Listesinde yer alan işlemlere ilişkin üye ülkeler tarafından benimsenebilecek esaslar yer almaktadır.

C Listesi aşağıdaki şekildedir:<sup>233</sup>

- Yerleşik kuruluşlara ait menkul kıymetlerin yabancı bir sermaye piyasasına arzı ve satışı yada yabancı bir kuruluşa ait menkul kıymetin ulusal sermaye piyasasında arz ve satışı,
- Üye ülkelerin hiçbirinde işlem görmeyen ve kabul sürecinde olmayan menkul kıymetlerin yerleşik kişilerce alım ve satımı,
- Orta ve uzun vadeli kredi işlemleri,
- Teminatlar, diğer garantiler, rehin hakları ve bununla ilgili transferlerde serbestlik sağlanması öngörülmüştür.

A ve B Listelerindeki zorunluluk ilkesi C Listesinde yerini koşullu liberalizasyona bırakmıştır. Şöyle ki, üye ülkeler sözkonusu hareketlerde serbestleşmenin ekonomi

---

<sup>232</sup> Tur, a.g.e., s.134

<sup>233</sup> Arif Özcan, **Tam Üyeliğe Geçiş Sürecinde Türk Sermaye Piyasasının Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarına Uyum Gereklere**, İstanbul Üniversitesi, S.B.E., Finans Ana Bilim Dalı, Y.L. Tezi, İstanbul, 1996, s.17, Tur, a.g.e., s.136, Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., s.22, Ebru Karaoğlu, **Avrupa Birliği'nde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İMKB**, Uludağ Üniversitesi, S.B.E., İktisat Ana Bilim Dalı, Y.L. Tezi, Bursa, 2001, s.19

politikalarını engelleyeceği kanısında iseler, Komisyon'a durumu bildirerek bu işlemlerdeki kısıtlamalarını sürdürebileceklerdir. Komisyon durumu inceleyerek üye ülkeden kısıtlamaları kaldırılmasını isteme hakkına sahiptir.<sup>234</sup>

Direktifin yürürlüğe girmesinden sonraki 3 ay içerisinde üye devletler aşağıdaki durumlarda Komisyon'u bilgilendirmekle yükümlü tutulmuşlardır.<sup>235</sup>

- Hukuk, regülasyon ve idari kapsamda belirlenen Direktifin yürürlüğe girişi tarihinde sermaye hareketlerini düzenleyen provizyonlar,
- Direktifi takiben benimsenen provizyonlar,
- Provizyonun benimsenmesine ilişkin prosedürler,
- D Listesine ilişkin işlemler, (hazine bonoları ve diğer menkul kıymetlere yapılan kısa vadeli yatırımları, kredi kuruluşları nezdinde hesap açılmasını, kişisel sermaye hareketlerini, ikrazları, teminatları, finansal varlıkların fiziki olarak ihraç ve ithalini kapsamaktadır.)

#### **4.1.2.2. Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesine Yönelik Çıkarılan 1962 Tarihli 2. Direktif**

1962 Tarihli Direktif<sup>236</sup>, yukarıda bahsettiğimiz 1960 Tarihli Direktife bazı ilaveler getirmekte ve değişiklikler yapmaktadır. Bu değişiklikler;

- A Listesinde yer alan kişisel sermaye hareketlerinin kapsamı genişletilmiştir. Yani A Listesinde değinilmemiş olan yerleşik olmayan kişilerin diğer üye ülkelere yaptıkları sermaye transferleri ve düşük tutarlı yurtdışına transferlerde serbestlik kapsamına dahil edilmiştir.
- A, C, D Listelerindeki "ticari işlemler" ifadesi "veya hizmetlerle ilgili koşullar" eklenmesi suretiyle düzeltilmiştir.
- Yatırım fonları katılma belgelerine ilişkin getirilen serbestlik ile de daha sonraki yıllarda oluşturulacak kolektif yatırım kuruluşları ile ilgili yapılacak olan düzenlemelerin temelini oluşturmuştur.

---

<sup>234</sup> Özcan, a.g.e., s.17, Tur, a.g.e., s.135, Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., s.22

<sup>235</sup> Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., s.23

<sup>236</sup> 18.12.1962 ve OJ 22.01.1963

Yine; Topluluk ile üçüncü ülkeler arasındaki sermaye hareketlerindeki serbestliğin ölçüsü ve istisnai hususlar da bu direktif kapsamında ele alınmıştır.<sup>237</sup>

Daha sonraki yıllarda sermaye hareketlerinin liberalizasyonu ile ilgili olarak önemli değişiklikler olmamıştır. Ancak 1985 yılına gelindiğinde yayınlanan Beyaz Kitap ile sermaye hareketlerinde liberalizasyon çabaları hız kazanmıştır. Nitekim 20.12.1985 Tarihli Direktifle<sup>238</sup> Roma Antlaşması'nın 67. maddesinde belirtilen amaç doğrultusunda sermaye hareketlerinin aşamalı olarak serbestleşmesi amacı ile B ve C Listelerinde değişiklik yapılarak 1960 Tarihli 1. Direktif ikinci kez değiştirilmiştir.

Bu sözünü ettiğimiz Direktif ile aynı tarihli bir başka düzenleme de yatırım fonlarına ilişkin ülke mevzuatlarının harmonizasyonu amacıyla kanun yönetmelik ve diğer düzenlemelerin koordinasyonu için yapılmıştır.<sup>239</sup> Aynı zamanda bu direktifle yatırım fonlarına ilişkin sermaye hareketleri de yukarıda bahsettiğimiz 1960 Tarihli Direktifi değiştiren Direktifin kapsamına girmiştir.

1. Direktifi değiştiren sözkonusu 85/583/EEC sayılı Direktif; yatırım fonlarına ilişkin düzenleme getiren yukarıda belirtilen 85/611/EEC sayılı Direktife dayalı olarak; B Listesine direktifle kapsama alınmış olan yatırım fonlarını da dahil etmiş, C Listesine ise Direktif kapsamına dahil olmayan diğer yatırım fonları eklenmiş böylece liberalizasyon listelerinde genişlemeye gidilmiştir.<sup>240</sup>

#### **4.1.2.3. Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesine Yönelik Çıkarılan 1986 Tarihli 3. Direktif**

1985 yılında yayınlanan Beyaz Kitap ile daha öncede ifade ettiğimiz gibi sermaye hareketlerinde liberalizasyon çabaları hız kazanmıştır. Söz konusu kitapta yer alan görüşler doğrultusunda 1986 yılında yeni bir direktifin yayınlamış ve böylece serbestleşmeye konu olan sermaye hareketlerine yenileri eklenmiştir.

---

<sup>237</sup> Özcan, a.g.e., s.18, Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., s.24, Vedat Koşar, **Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne Uyum Sürecinde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu**, Yıldız Teknik Üniversitesi, S.B.E., İşletme Anabilim Dalı, Y.L.Tezi, İstanbul, 2004, s.12

<sup>238</sup> 85/583/EEC sayılı Konsey Direktifinin, OJEC L Yayın Tarihi ve sayısı; 31.12.1985, 372

<sup>239</sup> 85/611/EEC sayılı Konsey Direktifinin, OJEC L Yayın Tarihi ve sayısı; 31.12.1985, 375

<sup>240</sup> Durmuş, a.g.e., s.23, Koşar, a.g.e., s.12

1986 tarihli direktif<sup>241</sup> ile 1960 ve 1962 direktiflerinde tanımlanan liberalizasyon gereksinimleri orta ve uzun vadeli tüm işlemlere genişletilmektedir. Böylelikle de aşağıda belirtilen sermaye hareketlerinde liberalizasyon sağlanmaktadır:

- uzun vadeli ticari krediler,
- borsalarda işlem görmeyen menkul kıymetlere ilişkin alım satım işlemleri,
- menkul kıymetlerin sermaye piyasalarına kabulü.

Bu direktifte ayrıca sermaye hareketlerine ilişkin işlemlerin cari işlemlere uygulanan döviz kurları ile yapılacağını da hükme bağlanmıştır.<sup>242</sup>

#### **4.1.2.4. Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesine Yönelik Çıkarılan 1988 Tarihli 4. Direktif**

1988 tarihli direktifle<sup>243</sup> tüm sermaye hareketlerinde tam ve koşulsuz liberalizasyon ve bu konuda Topluluk içinde tüm sınırlamaların kaldırılması hedeflenmiştir. Ayrıca firma ele geçirmeleri, parasal araçlara ilişkin işlemler ve yatırım fonlarının değerlendirilmesi konusunda da tam liberalizasyon gereği vurgulanmıştır.

Direktifin uygulanmasına ilişkin son tarih 1 Temmuz 1990 olarak kabul edilmiş olup bununla birlikte iyi tanımlanmış özel durumlu tedbirlerin uygulanmasına ilişkin istisna hakkı iki yıl verilmiş olmasına rağmen bazı ülkeler için ( Portekiz, Yunanistan, İrlanda ve İspanya) için bu süre uzatılarak 4 yıl olarak kabul edilmiştir.

Direktifin uygulanmasını kolaylaştırmak bakımından ise sermaye hareketleri yeniden bir sınıflamaya tabi tutularak 1960 yılı direktifinde yer alan A, B, C ve D Listeleri kaldırılmış ve sermaye hareketleri tek bir liste halinde 13 kalem olarak sıralanmıştır. Bu kalemler aşağıdaki şekildedir;<sup>244</sup>

- Doğrudan yatırımlar,
- Taşınmaz mal yatırımları,
- Sermaye piyasalarında gerçekleştirilen menkul kıymet işlemleri,
- KYK'ların katılma belgelerine ilişkin işlemler,
- Para piyasasında işlem gören senetler ve diğer mali araçlara ilişkin işlemler,

<sup>241</sup> 86/566/EEC sayılı Konsey Direktifinin, OJEC L Yayın Tarihi ve sayısı; 26.11.1986, 332

<sup>242</sup> Özcan, a.g.e., s.19

<sup>243</sup> 88/361/EEC sayılı Konsey Direktifinin, OJEC L Yayın Tarihi ve sayısı; 08.07.1988, 178

<sup>244</sup> Durmuş, a.g.e., s.24, Karaoğlu, a.g.e., s.23, Tur, a.g.e., ss.149-153

- Mali kurumlar nezdinde tutulan ticari ve tasarruf mevduatlarına ilişkin işlemler,
- Toplulukta ikamet eden bir kişiyi ilgilendiren ticari işlemler veya hizmet edimine ilişkin işlemler,
- Finansal borç ve krediler,
- Teminat mektupları, diğer garantiler ve rehin hakları,
- Sigorta sözleşmeleri uyarınca yapılan transferler,
- Kişisel sermaye hareketleri,
- Değerlerin fiziki ithal ve ihracı,
- Diğer sermaye hareketleri olarak sıralanmaktadır.

## **5. AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARINI DÜZENLEYEN MEVZUAT**

### **5.1. Menkul Kıymetlere İlişkin Davranış Yasası ( Code of Conduct)**

25 Haziran 1977 tarihli ve Avrupa Komisyonu'nun 77/534/EEC sayılı direktifi olan Avrupa Davranış Yasası sermaye piyasalarının entegrasyonunu sağlamaya yönelik üye ülkelerin düzenlemelerini birbirlerine yaklaştırmak suretiyle Birlik içinde ortak davranış standartları oluşturmayı hedeflemiştir.

Altı genel ve onsekiz tamamlayıcı kurallar bütününden oluşan Davranış Yasası'nın en dikkat çeken özelliği, tavsiye niteliği taşımasıdır.

Bir öneri şeklinde sunulan Davranış Yasası Birlik nezdinde bütünleşmeyi sağlamak üzere, üye ülkelerin yürürlükteki düzenlemelerini ve bunlara bağlı gerçekleştirilen uygulamalarını birbirlerine yaklaştırmayı hedeflemiş olup üye ülkelerden piyasalarda güven ve açıklılık olmak üzere iki temel şartı gerçekleştirmelerini beklemiştir.<sup>245</sup>

Bu yasanın genel ilkeleri aşağıdaki şekildedir;<sup>246</sup>

- Menkul kıymetler piyasalarında gerçekleşen işlemler her ülkede geçerli olan yasal ve idari düzenlemelere uygun olmasının yanında davranış yasası tarafından önerilen esaslara da uygun olmalıdır.

<sup>245</sup> Gürlesel, Aklin, Uzunoğlu, a.g.e., ss.29, 30

<sup>246</sup> Durmuş, a.g.e., ss.37, 38

- Kamuya açıklanan bilgilerin doğru, kesin, açık, yeterli ve yararlı olacak zamanda açıklanması gerekmektedir. Bu bilgilerin açıklanmasından sorumlu olan kişiler kamunun doğru bir şekilde aydınlatılmasını ve hiçbir grup ve kişinin ayrıcalıklı konumda olmamasını sağlamak zorundadırlar.
- Aynı şirket tarafından ihraç edilen aynı tip menkul kıymet sahiplerine eşit uygulama yapılmalıdır. Özellikle de doğrudan ya da dolaylı hukuki kontrol imkanı veren payların veya menkul kıymetleri piyasada işlem gören bir şirketin bu kıymetin transferine yönelik bütün işlemlerde, hissedarlara eşit muamele edilmesi sağlanmalıdır. Yasa aynı zamanda, tamamlayıcı bir maddeyle, bir menkul kıymetin işlem gördüğü ya da görebileceği farklı piyasalarda davranış eşitliğinin sağlanması gerektiğini belirtmektedir.
- Hisse senetleri piyasada işlem gören bir şirketin yöneticileri ve şirketi hukuken ya da fiilen kontrol altında bulunduranlar, ilgili menkul kıymetlerle ilgili işlemlerde adil olmalı ve hisse sahiplerine zarar verebilecek bütün işlem ve eylemlerden kaçınacak şekilde hareket etmelidirler.
- Menkul kıymet piyasalarında düzenli olarak işlem yapan kişilerin, bazı durumlarda kısa dönemli kardan vazgeçmek sonucunu doğursa da, adil ve dürüst işlem yapmaları gerekmektedir.
- Mali araçların gerek kendileri ile müşterileri veya ticari ilişkisi bulunan diğer kişilerle, gerekse de son iki grup arasında çıkabilecek çıkar çatışmalarından kaçınmak için hertürlü çabayı göstermeleri gerekmektedir. Ancak bu tür bir çıkar çatışması meydana geldiğinde, bu durumdan dolayı veya dolaysız bir avantaj sağlamaya kalkmamaları ve diğer kişilerin çıkarlarını zedeleyecek davranışlardan kaçınmaları gerekmektedir.

Genel kuralların uygulanmasını destekleyen ek kuralları iki ana grupta toplamak mümkündür. Birinci grup ek kurallar, aracı kuruluşların dürüstlüğü esasına; ikinci grup kurallar ise kamuyu aydınlatma ilkesine ağırlık vermişlerdir. Söz konusu ek kurallar aşağıda verilmektedir.<sup>247</sup>

#### **Kamuyu Aydınlatmaya Yönelik Tamamlayıcı Kurallar:**

- Yapay piyasa oluşması ve oluşturulması önlenmelidir.

<sup>247</sup> Serkan Özbek, **AB Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve Muhasebe Uygulamalarının Uyumlaştırılma Süreci**, Ankara Üniversitesi, S.B.E., İşletme Anabilim Dalı, Y.L.Tezi, Ankara, 2004, ss.13-14

- Alınan bilginin, fiyatları etkileyecek şekilde kullanılmaması gerekir.
- Piyasa yetkilileri ve ortakları kamuya açıklanması gereken bilgileri usulüne göre açıklamalıdır.
- Yatırımcılara bilgi sunulmasında eşit davranılmalıdır.
- Ortaklığın el değiştirmesine yol açan blok pay senetlerinin devirlerinde tüm ortaklara ve piyasaya bilgi verilmelidir.

### **Aracı Kuruluşların Dürüstlüğüne İlişkin Kurallar:**

- Mali Aracıların, ticari ahlak ve profesyonel davranış kurallarına eksiksiz uymaları gerekmektedir.
- Mali Aracılar, yatırımcının piyasanın dürüst işleyişine duyduğu güveni sürdürmekle ve Davranış Yasası'nın amaç ve kurallarına uymakla yükümlüdürler.
- Açıklanmamış bilgileri elde etmek ve dürüstlük dışı veya usulsüz bir işlemi yaptırmak konuları başta olmak üzere, mali aracılara ilgilileri genel kurallara karşı gelmeye teşvik etmemelidirler.
- Mali aracılara, yatırımcılar için en uygun koşulları araştırmak ve tavsiye etmekle yükümlüdür.
- Sadece komisyon almak amacıyla işlemlerin teşviki doğru bir davranış değildir.
- Yasal işlemler dışında, mali aracılara, müşterilerinin kimliklerini açıklamama yükümlülüğü altındadır.

## **5.2. Kotasyon Kriterleri ve Uygulama Esasları**

Kotasyonla ilgili olarak AB üç temel direktif benimsenmiştir. Bunları sırasıyla;

- Kotasyon Kriterlerinin Koordinasyonu Direktifi(Kabul Direktifi),
- Kotasyon Özellikleri Direktifi,
- Ara Dönem Raporları Direktifi olmak üzere sıralamak mümkündür.

### **5.2.1. Kotasyon Kriterlerinin Koordinasyonu Direktifi (Kabul Direktifi)**

Avrupa Konseyi'nin, 1979 tarihli ve 79/279/EEC sayılı direktifi olan Kabul Direktifi, bir üye devlette kote edilmiş veya borsada kotasyona konu menkul kıymetleri kapsamaktadır.

İhraççıların asgari koşulları kote olmadan önce garanti etmelerine ve daha sonraki yükümlülüklerini sürdürmelerine ilişkin düzenlemeler içeren Direktif, aynı zamanda, yetkili kıldığı otoriteye "daha kısıtlayıcı veya ilave koşullar" koyabilme imkanı da tanımaktadır.<sup>248</sup> Söz konusu direktifte yer alan önemli hususları şu şekilde özetlemek mümkündür;

- Direktif, tüm üye ülkelerde menkul kıymetlerin kotasyonunda, yatırımcılar arasında fark gözetmeksizin yatırımcıların eşit şekilde korunacağını esas alır.
- Direktif yukarıda da belirttiğimiz gibi bir üye devlette kote edilmiş veya borsada kotasyona konu olan menkul kıymetleri kapsamaktadır. Ancak, kapalı uçlu olanlar dışındaki kolektif yatırım şirketlerinin çıkardığı katılma belgeleri ve bir üye devlet veya bu üye devlete ait yerel otoriteler tarafından çıkarılacak menkul kıymetler direktifin kapsamı dışındadır.
- Direktifin belirttiği koşulları sağlamayan menkul kıymetler, borsa kotuna alınmayacaktır. Ayrıca kotasyon başvurusunun, direktifin yürürlüğe girdiği tarihten önce yada sonra olması söz konusu direktif yükümlülüklerini içermesine engel teşkil etmemektedir.
- Üye ülkeler, menkul kıymetlerin borsanın resmi kotuna alınmasında yetkili olacak ulusal otoriteyi ya da otoriteleri kendileri belirleyebilirler. Ancak bu hususta yetkili olacak otoriteyi Komisyona bildirme şartı sözkonusudur
- Üye devletler bir başka üye devletin borsasında kote edilmiş ya da işlem gören menkul kıymeti resmi kotasyona almayabilir. Bununla birlikte üye ülkeler, otoritelerin borsa kotuna almadıkları ya da borsa kotundan çıkardıkları menkul kıymetlerin bu kararlara itiraz edebilme haklarını sağlamaları gerekmektedir.<sup>249</sup>
- Yetkili otoritelerin menkul kıymetleri borsa kotuna alınmış ihraççılardan piyasanın düzenli çalışması ve yatırımcının korunması adına gerekli gördükleri bilgileri belirledikleri zaman aralığında ve de belirli formlar aracılığıyla yayınlamalarını isteyebilme hakları vardır. İhraççıların bu yükümlülüğü yerine getirmemeleri halinde ise yetkililer sözkonusu bilgileri kendileri yayınlayabilirler.

---

<sup>248</sup> Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., s.61

<sup>249</sup> Özbek, a.g.e., s.40

Borsaya kotasyon kabullerinde genelde üç kriter esas alınmaktadır. Bu kriterleri;

i.İhraççıların gerek hukuki gerekse finansal açıdan yeterli istikrara sahip olmaları,

ii.Piyasa tekniği açısından borsaya kote edilen menkul kıymetlerin borsa fiyatını sağlayacak derinliğe sahip olması ve işlem akışına imkan verecek yeterli sayıda olması,

iii.Başvuru tarihinden önceki en az üç yıllık sürede kuruluş şartı ve finansal tablolarının yayınlanmış olması olarak sıralamak mümkündür.<sup>250</sup>

### **5.2.2. Kotasyon Özellikleri Direktifi**

17 Mart 1980 tarihli ve Avrupa Konseyi'nin 80/390/EEC sayılı direktifi olan Kotasyon Özellikleri Direktifi, menkul kıymetlerin kotaya alınmasından önce gerekli asgari bilgileri içeren bir dökümanın yayınlanmasına ilişkindir. "Kotasyon özellikleri " başlığıyla yayınlanması öngörülen bu dökümanda yer alan bilgiler hem menkul kıymetin türüne hem de bu bilgilerin sunulduğu kişilere bağlı değişebilmektedir.

Direktifin amaçları doğrultusunda, bir üye devletteki tasarruf sahipleri diğer bir üye devletteki bir şirkete yatırım yapmaları halinde, kendi menkul kıymetler borsasından o şirkete ait temel bilgileri öğrenebileceklerdir. İzahnamede yer alan bilgileri; İzahnameden sorumlu olanlar ve mali denetimine ilişkin, kotaya alınması düşünülen menkul kıymetlere ilişkin, ihraççı, sermayesi ve faaliyetlerine ilişkin, ihraççı şirketin yürütme, karar ve denetim organlarına ilişkin ve de ihraççının durumundaki gelişmeler ve beklentisi konusuna ilişkin bilgiler şeklinde sıralayabilmek mümkündür.<sup>251</sup>

### **5.2.3. Ara Dönem Raporları Direktifi**

15 Şubat 1982 tarihli ve Avrupa Konseyi'nin 82/121/EEC sayılı direktifi olan Ara Dönem Raporları Direktifi, menkul kıymetleri borsaya kote olan ihraççıların yayınlaması gereken bilgilere ilişkin asgari standartları belirlemektedir.

Söz konusu direktifle ilgili dikkat çeken diğer bir husus da AB 'ye üye olmayan bir devlette faaliyet gösteren bir şirketin sözkonusu direktife göre hazırladığı raporun AB yetkililerince geçerli sayılacak olmasıdır.

<sup>250</sup> Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., s.63

<sup>251</sup> Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., s.67

Kotasyona yönelik başlıca bu üç direktif dışında yayınlanan başka direktiflerde olmuştur. Tüm bu düzenlemelerden sonra AB'de Kotasyon Esasları en son şeklini almıştır. Bunlar sırasıyla<sup>252</sup>;

- Menkul kıymetlerin Borsa Resmi kotuna Kabul koşullarının Koordinasyonuna İlişkin 79/279/EEC Sayılı Direktifi ve Menkul kıymetlerin Borsa Resmi Kotuna Kabulüne Yönelik Olarak Yayınlanacak Kotasyon Formlarının Hazırlanması, Yayınlanması ve Dağıtılması Koşullarına İlişkin 80/390/EEC Sayılı Direktifi değiştiren 3 Mart 1982 Tarih ve 82/148/EEC Sayılı Konsey Direktifi,
- Menkul kıymetlerin Borsa Resmi Kotuna Kabulüne İlişkin Yayınlanacak Kotasyon Formlarının Hazırlanması, Yayınlanması ve Dağıtılması Koşullarının Koordinasyonuna İlişkin 80/390/EEC Sayılı Direktifi Değiştiren 22 Haziran 1987 tarih ve 87/345/EEC Sayılı Konsey Direktifi,
- 80/390/EEC Sayılı Direktifi, Halka Arza İlişkin İzahnamenin Borsa Kotasyon Formu Olarak Karşılıklı Tanınmasına İlişkin Hükümler Açısından Değiştiren 23 Nisan 1990 Tarih ve 90/211/EEC Sayılı Konsey Direktifi,
- Avrupa Parlamentosu ve Konseyin, Menkul Kıymetlerin Borsa Resmi Kotuna kabulüne İlişkin Yayınlanacak Kotasyon Formunun Hazırlanması, Yayınlanması ve Dağıtılması Koşullarının Koordinasyonuna İlişkin 80/390/EEC Sayılı Direktifi Değiştiren, Kotasyon Formunun Yayınlanmasına İlişkin 30 Mayıs 1994 Tarih ve 94/18/EEC Sayılı Direktifidir.

### **5.3. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti İle İlgili Direktif**

13 Kasım 1989 tarihli ve Avrupa Konseyi'nin 89/592/EEC sayılı direktifi olan İçeriden Öğrenenlerin Ticareti İle İlgili Direktif; piyasalara duyulan güvenin artırılması, haksız kazancın önlenmesi, kamuyu aydınlatma ve yatırımcının korunmasına yönelik belli zaman aralıklarında ve standartlarında bilgi sunulması konularına öncelik vermektedir.

Direktif öncelikli olarak içeriden öğrenenlerin ticareti olgusuna kavramsal bir tanımlama getirmektedir. Bu tanıma göre, içerideki bilgi niteliği gereği; ihraççı veya ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin ve kamuya henüz açıklanmamış bir bilgidir.

---

<sup>252</sup> Durmuş, a.g.e., ss.43-46

Henüz kamuya açıklanmamış bilginin; kamuya açıklanmasıyla birlikte ilgili menkul kıymetin piyasa fiyatı önemli ölçüde değiştirecek bir etki yapması kaçınılmazdır.<sup>253</sup>

Ayrıca Direktif, içeriden öğrenilen bilgiyi sınıflamakta, içeriden öğrenenlerin ticaretine konu olacak menkul kıymetleri belirlemekte ve de içeridekileri; örneğin menkul kıymeti ihraç eden şirketin genel müdürü gibi yani mesleği, işi gereği içerideki bilgiye birinci elden ulaşabilecek olanlar ve de yine işi gereği örneğin avukatlar gibi içerideki bilgiye dolaylı yoldan ulaşabilecekler olarak ikili bir sınıflamaya tabi tutmaktadır.

AB 28 Ocak 2003 tarihinde içeriden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyonu bir arada düzenleyen 2003/6/EC sayılı "İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Ticareti ve Piyasa Manipülasyonuna (Piyasanın Kötüye Kullanılması) ilişkin Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi"ni yayımlayarak 89/592/EEC sayılı İçeriden Öğrenenlerin Ticareti konusundaki düzenlemeyi yürürlükten kaldırmıştır.<sup>254</sup>

#### **5.4. Yatırım Hizmetleri Direktifi**

Menkul kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetleri Direktifi, Avrupa Konseyi'nin 93/22/EEC sayılı ve 10 Mayıs 1993 tarihli direktifidir. Söz konusu direktifin, 2004 yılında 2004/39/EC sayılı direktifle güncellenmesiyle, herhangi bir üye ülkede faaliyet gösteren bir yatırım firması, banka veya borsanın, kendi ülkesinde aldığı izin çerçevesinde diğer bir üye ülkede de faaliyet göstermesine olanak sağlayan "Tek Pasaport İlkesi" benimsenmiştir. Bu husus sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunacak gerçek ve tüzel kişiler için de geçerlidir.

Yatırım hizmetleri direktifi; yatırımcıların korunması ve piyasada şeffaflığın sağlanmasına yönelik, yatırım hizmeti verecek olan kuruluşların (aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım danışmanlığı hizmeti veren kuruluşlar ve kredi kuruluşları) yeterli finansal kaynağının bulunması, bu faaliyetten sorumlu kişilerin yeterli eğitim ve deneyime sahip olmaları, faaliyetlerle ilgili idari ve muhasebe standartlarına uyulması, kayıt sisteminin düzgünlüğü gibi kuralları içermektedir.

---

<sup>253</sup> Tezcanlı/ Erdoğan, a.g.e., ss.70-71

<sup>254</sup> TSPAKB, a.g.e., s.37

Yatırım hizmetleri direktifinde üç temel prensip yer alır. Bunlar;

- Orjin ülke: Orjin ülke kendi kuruluşlarına izin verdiği gibi kontrolünden, denetiminden de sorumludur. Ev sahibi ülkeleri tamamlayıcı rol oynamakta ve kendi sınırları içerisinde kamu yararının gözetilmesi ile ilgili sorumluluk ve yetkileri bulunmaktadır.
- Tek İzin (Single License): Buna göre mali kuruluşun sadece orjin ülkede faaliyet izni alması yeterli olmakta diğer üye ülkelerde ilave bir izne gerek olmaksızın şube açabilmekte ve hizmet sunabilmektedir.
- Karşılıklı Tanıma ( Mutual Reconognition): Üye ülkelerin yetkili merci ve mevzuatını karşılıklı olarak tanımalarıdır.<sup>255</sup>

Direktifte yatırım hizmetleri sunan kuruluşların finansal sistemin istikrarı açısından, kuruldukları üye ülke (orjin ülke) tarafından verilecek faaliyet iznine tabi olmaları gerekmektedir. Yatırım şirketleri faaliyetlerinin içeriği ve gerçekleştirilen faaliyetlerin coğrafi dağılımından, sadece asıl faaliyeti göstereceği ülkenin sıkı koşullarından kurutulmak için, bir başka üyeyi seçtiği anlaşılırsa karşılıklı tanıma prensibi ve orjin ülke denetimi gereği olarak başvuru üye ülke yetkili otoritelerinin faaliyet izni vermemeleri veya verilen izni iptal etmeleri gerekmektedir. Direktife göre<sup>256</sup>;

- Tüzel kişi bir yatırım şirketinin tescil edilmiş merkezinin bulunduğu üye ülkeden faaliyet izni alması,
- Tüzel kişiliği olmayan bir yatırım şirketinin ise merkez ofisinin bulunduğu üye ülkeden faaliyet izni alması,
- Merkezin kurulduğu ülkede gerçekten faaliyet göstermesi gerekmektedir.

AB'nin 21 Nisan 2001 tarihli 2004/39/EC sayılı "Finansal Araç Piyasaları hakkında Avrupa Konseyi Direktifi ( MiFID – Markets İn Financial Instruments Directive)"nin 1 Kasım 2007 tarihinde yürürlüğe girmesi ile 93/22/EEC sayılı yatırım hizmetleri direktifi uygulamadan kalkmıştır.<sup>257</sup>

---

<sup>255</sup> Yeşim Duman, **Avrupa Birliği Üyelik Sürecinde Sermaye Piyasalarında Yapısal Değişim, Türkiye ve Doğu Avrupa Ülkeleri Açısından Karşılaştırmalı Analiz**, Marmara Üniversitesi, B.S.E., Sermaye Piyasaları ve Borsa Anabilim Dalı, Y.L.Tezi, İstanbul, 2005, s.47

<sup>256</sup> TSPAKB, a.g.e., ss.9-10

<sup>257</sup> Martin E. Foelsch, **Finansal Araç Piyasaları Direktifi(MiFID)**  
[http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/konferans\\_II/sunumlar/MartinEFoelsch.pdf](http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/konferans_II/sunumlar/MartinEFoelsch.pdf)  
Erişim Tarihi:7.02.08 s.2

Mevzuatı güncel gelişmelerle uyumlu hale getirme amacından doğan MiFID ile Yatırım Hizmetleri Direktifinin kapsamı genişlemekte, finansal kurumların faaliyetlerinde ve organizasyon yapılarında uymak zorunda olduğu yeni ve daha kapsamlı kurallar getirmektedir. Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin amacı, kurumların faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında ve organizasyonel konularda uymaları gereken temel ve öncelikli konuları ortaya koymaktır. Ayrıca, organize piyasaların işleyişi ile ilgili belirli şartları da AB çapında uyumlu hale getirmeyi amaçlamıştır. MiFID'in de amacı aynı olmakla birlikte Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin uygulamaya geçişiyle finansal hizmetlerde ve piyasalarda yaşanan global gelişmeleri hukuki çerçeveye yansıtmayı amaçlamaktadır. MiFID'in getirdiği yenilikleri 4 madde ile özetlemek mümkündür.<sup>258</sup>

- Kurumların sunduğu yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin kapsamını genişletmektedir. Alternatif işlem kanalları yeni bir yatırım hizmeti olarak tanımlanmıştır.
- Büyük ölçüde uyumlaştırma sağlamaktadır. Bunu, yatırım kuruluşlarının organizasyon yapıları, faaliyetlerinin yürütülmesi, organize piyasalarla organize olmayan piyasaların ve alternatif işlem kanallarının faaliyetleri ile ilgili koyduğu detaylı kurallarla gerçekleştirmektedir.
- Yatırım kuruluş ülkesi ile ev sahipliği yapan ülkeler arasındaki sorumluluk dağılımını açıkça belirterek Yatırım Hizmeti Direktifi'nin tam olarak tanımlayamadığı hukuki belirsizlikleri açıklığa kavuşturmuştur. Bu suretle "Tek Pasaport" sistemi ile yatırım kuruluşlarının AB çapında faaliyet göstermesini kolaylaştırmaktadır.
- MiFID ile düzenlemesi ilk defa yapılan kurumlar, direktifin zorunlu kıldığı sermaye koşullarına ilk defa tabi olacaklardır.

---

<sup>258</sup> Zeynep Emre, **MiFID DİREKTİFİ**

[http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/ebirlik/gundem\\_200702.pdf](http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/ebirlik/gundem_200702.pdf) Erişim Tarihi:07.02.08 ss.7, 8

## 5.5. Sermaye Yeterliliğine İlişkin Direktif

Sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemeler, AB Konseyi tarafından 1993 yılında 93/6/EC sayılı "Yatırım Şirketleri ve Kredi Kuruluşlarının Sermaye Yeterliliğine İlişkin Direktif" gerçekleştirilmiştir.

Sermaye yeterliliği kavramı, esasen 1988 yılında yayımlanan "Basel-1 Sermaye Yeterliliği Uzlaşısı ile öne çıkmış ve benimsenmiştir.<sup>259</sup> 1996 yılında yürürlüğe giren bu direktif 98/31/EC, 98/33/EC, 2002/87/EC sayılı direktiflerle değiştirilmiştir.<sup>260</sup> Sermaye yeterliliğine ilişkin yapılan son düzenleme ise 2006 yılında 2006/49/EC sayılı "Yatırım Şirketleri ve Kredi Kuruluşlarının Sermaye Yeterliliği Hakkında Direktif" ile gerçekleştirilmiştir.

AB müktesebatı aracı kuruluşların sahip olması gereken asgari kuruluş sermaye tutarını, aracı kuruluşun yaptığı faaliyetler ve saklama yetkisine göre belirlemektedir. Yatırımcı portföyünü işleten bir aracı kurumun sahip olması gereken asgari sermaye 125.000 € olmalıdır. Ancak bu kurumlar menkul kıymetlerin tümüne yüklenim yapamaz ve müşteri emirlerini kendi portföyündeki menkul kıymetlerle gerçekleştiremezler. Halka arz edilen menkul kıymetlerin tümüne yüklenim yapabilen, müşteri emirlerini kendi portföyündeki menkul kıymetlerle gerçekleştirebilen ve de diğer sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunabilen kurumlar içinse asgari sermaye 730.000 € olarak belirlenmiştir. Şirketler için ise; vadeli işlem ve opsiyon borsalarında kendi hesabına işlem yapan kurumlar için asgari sermaye 50.000 € iken, sadece yatırım danışmanlığı hizmeti veren kurumlar için asgari sermaye 50.000 € olmalı yada şirketin bir ihmali söz konusu olduğunda talep başına 1.000.000 € değerinde ve AB üye ülkelerinin tümünü kapsayan profesyonel anlamda bir sigortanın olması gerekmektedir.<sup>261</sup>

Kredi kuruluşları ve yatırım şirketlerinin sermaye yeterliliğine ilişkin yayımlanan 2006/49/EC sayılı son direktif ile esnek bir yaklaşım benimsenmiş, bu sayede de kuruluşlar kendi kurumlarına ve risk yönetimindeki gelişmişlikleri doğrultusunda kendilerine en uygun olan yöntemi benimseme olanağına kavuşmuşlardır.<sup>262</sup>

<sup>259</sup> Müge Taşcı, **Basel II Sermaye Yeterliliği Uzlaşısı ve AB'nin 2006/49/EC Sayılı Sermaye Yeterliliği Direktifi**, Seminer Notları, Haziran 2007  
[http://www.tspakb.org.tr/toplantilar/paneller/basel\\_II/basel\\_II\\_panel.pdf](http://www.tspakb.org.tr/toplantilar/paneller/basel_II/basel_II_panel.pdf) Erişim Tarihi:07.02.08 s.1

<sup>260</sup> TSPAKB, a.g.e., s.12

<sup>261</sup> TSPAKB, a.g.e., ss.13-14

<sup>262</sup> Sevinç Öztürk, **Avrupa Birliği Sürecinde Türk Sermaye Piyasaları**, İstanbul Üniversitesi, S.B.E., İktisat Ana Bilim Dalı, Y.L.Tezi, İstanbul, 2007, s.46

- Kuruluşların maruz kaldığı risk oranında sermaye bulundurmaları gerekmektedir.
- Yatırım firması, bir önceki yılın sabit yönetim giderlerinin dörtte biri kadar özkaynak bulundurmalıdır.
- Bankalar ve yatırım firmaları, "menkul kıymet işlem defteri'ni diğer kayıtlardan ayrı tutarlar, direktife göre işlem defteri faaliyetleri, kurumda menkul kıymet işlemleri için alınan risklere ( takas riski, pozisyon riski, döviz kuru riski vs.) göre sermaye yükümlülüğü hesaplanır ve uygulanır. Yani işlem defteri için menkul kıymet işlemlerine uygun tolerans seviyesinde sermaye yeterliliği kuralları uygulanır.
- Yetkili otorite gerekli durumlarda kurum için bir özkaynak seviyesi belirleyebilmektedir.

### **5.6. Yatırımcıların Korunması ve Tanzim Edilmesine İlişkin Direktif**

Sermaye piyasasında yapılan tüm düzenlemeler bilindiği gibi yatırımcıların korunmasına yöneliktir. Ancak bu konuyla doğrudan ilgili olan düzenlemeler, "Yatırımcı Tanzim Sistemi" ve "Kamuyu Aydınlatma" başlıklarıyla düzenlenmektedir.

Tanzim Sistemi, tasarruf sahiplerinin malvarlığının yatırım şirketlerinde meydana gelebilecek mali risklere karşı korunmasını sağlamak amacıyla oluşturulmuş bir sistemken, kamuyu aydınlatma prensibi yatırımcıların alacağı yatırım kararlarında, bu kararları etkileyebilecek bilgilerin tam, zamanında ve doğru bir biçimde edinilmesine ilişkindir.

Yatırımcı tanzim sistemi ile ilgili direktif 3 Mart 1997 tarihli ve Avrupa Konseyi'nin 97/9/EC sayılı direktifidir. Bu direktif; bir üye ülke yatırım şirketinin yatırımcılara karşı üstlendikleri yükümlülükleri yerine getirmemesi halinde, en azından küçük tasarruf sahibine asgari bir koruma miktarını garanti ederek onu koruyacak bir tanzim sisteminin oluşturulmasına yöneliktir.

Korumanın kapsamı direktifte şu şekilde belirtilmektedir; Üye devletler her bir yatırımcı için 20.000 €'dan az olmayacak şekilde tazminat ödenmesini hükme bağlamak zorundadır. Üye devlet, belli yatırımcıların sistemin korunması dışında tutulmasını ya da daha düşük bir koruma düzeyi verilmesini hükme bağlayabilir. Üye devletler, korumayı, yatırımcının talebinin belirli bir yüzdesi ile sınırlayabilir. Ancak koruma altına alınan

oran, talep edilen meblağ 20.000 €'dan az olduğu sürece, talebin en az %90'ı olmalıdır.<sup>263</sup>

Tanzim sisteminin devreye girmesi bir takım şartların gerçekleşmesine bağlıdır. Bu şartlar; Üye ülke yetkili otoritesinin, yatırım şirketinin mali yetersizliğinden dolayı, yatırımcılara karşı üstlendikleri yükümlülükleri yerine getiremeyecek olduğuna karar vermesi ya da yargı birimi tarafından alınan bir karar dolayısıyla yatırım şirketinin finansal durumunun etkilenmesi ve de yatırımcı taleplerinin askıya alınması sonucunu doğuran bir karar alınması sonucunda söz konusudur. Tasarruf sahiplerine ödeme ise, yatırım şirketinin yaptığı faaliyetle ilgili olarak yatırımcılar adına elde tuttuğu para ve araçların iade edilmemesi durumunda yapılacaktır.<sup>264</sup>

Son olarak eklememiz gereken diğer bir husus da yatırımcıların Birlik üyesi kendi ülkelerindeki yatırım şirketlerinden aldığı koruma hizmetini birlik üyesi diğer bir ülkede de aynı güvenle alabilmeleridir. Bu şu şekilde sağlanmaktadır; Birlik üyesi bir ülkede uygulanan tanzim sisteminin, diğer bir üye ülkede faaliyet gösteren yatırım şirketinin birlik üyesi ülkede şube açması halinde, bu şube yatırımcılarını da kapsama almasıdır. Ancak, şubenin kendi ülkesinde sağladığı koruma, misafir olduğu ülkedeki koruma oranı ve kapsamını aşamaz. Eğer aşıyorsa şubenin ev sahipliğini yapan ülke yatırım şirketinin kendi ülkesinde yatırımcılarına sunduğu korumayı desteklemek amacıyla gönüllü olarak katılınabilecek bir sistemi sağlamak zorundadır.

Yatırımcının korunmasına yönelik ikinci düzenleme olan Kamuyu aydınlatma prensibi ise yatırımcıların yatırım yapacakları şirketlerin ekonomik, teknik ve hukuksal durumu hakkında yeterli ve zamanında bilgi edinebilmesi çerçevesinde şekillenmektedir. Kamuyu aydınlatmaya yönelik 28 Mayıs 2001 tarihinde ve Avrupa Konseyi'nin 2001/34/EC sayılı "Menkul kıymetlerin Borsa Kotuna Kabulüne ve Bu kıymetlerle ilgili Olarak Yayımlanacak Bilgilere İlişkin Direktifi" ile bu konuyla ilgili düzenleme yoluna gidilmiştir.<sup>265</sup>

---

<sup>263</sup> Nuray Kondak, Hilmi Yayla, **Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu, Türkiye ve Merkez ve Doğu Avrupa Ülkeleri Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul: Türkmen Kitapevi, 2002, s.40, TSPAKB, a.g.e., s.19, Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., ss.70, 71

<sup>264</sup> TSPAKB, a.g.e., s.20

<sup>265</sup> Ersin Y.Akbulut, **Gelişmiş Pazarlarda Kamuoyuna Açıklama Uygulamaları ve Türkiye** [http://www.tusiad.org/tusiad cms.nsf/LHome/94595D4B0BA8A2FBC2257354004F890F/\\$FILE/2003.05.23-PiyasaEkonomisiVeSeffaflik-EAkbulutSunum.pdf](http://www.tusiad.org/tusiad cms.nsf/LHome/94595D4B0BA8A2FBC2257354004F890F/$FILE/2003.05.23-PiyasaEkonomisiVeSeffaflik-EAkbulutSunum.pdf) Erişim Tarihi:9.02.08 s.7

AB tarafından 15 Aralık 2004 tarihinde ise "Menkul Kıymetleri Düzenlenmiş Piyasalarda İşlem gören İhraççıların Hakkındaki Bilgilerin Kamuya Açıklanmasına İlişkin Yükümlülüklerin Uyumlaştırılması Hakkındaki 2001/34/EC sayılı Direktifi tadil eden 2004/109/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Direktifi "" yayınlanmıştır. Direktifin amacı;

- Şirketlerin performansı, finansal pozisyonu ve önemli tutarlardaki hisse sahipleri hakkında yatırımcılara sunulacak bilginin kalitesini artırmak,
- Yatırımcıların korunması ve yatırımcı güvenini iyileştirmek,
- Tek Avrupa finans piyasası yolunda önemli bir aşamayı daha tamamlamak olarak özetlemek mümkündür.<sup>266</sup>

Kamuyu Aydınlatma Direktifi Menkul Kıymetleri AB düzenlemelerine tabi piyasalarda işlem gören ihraççıları kapsamaktadır. Yatırım Ortaklıkları gibi kapalı uçlu fonlar dışındaki yatırım fonu payları kapsama girmemektedir. Ayrıca, merkezi hükümet veya yerel yönetimlerin ihraç ettiği kote olan tahviller ile hisse senetleri borsada işlem gören merkez bankaları için üye ülkeler bazı hükümleri uygulamak zorunda değildir. Üye ülkelerde uygulanmaya konulması için son tarih 20.01.2007 olarak belirlenmiş olup uygulama ile ilgili detaylı kurallar 2007/14 Sayılı Uygulama Direktifiyle düzenlenmiştir. Bu direktifle öngörülen son uygulanma tarihi ise 8 Mart 2008 olarak belirlenmiştir.<sup>267</sup>

### **5.7. Kolektif Yatırım Kuruluşlarına (UCITS) İlişkin Düzenlemeler**

AB'de kolektif yatırım kuruluşları ile ilgili Direktif 20 Aralık 1985 tarihli 85/611/EEC sayılı Konsey direktifidir. Direktif ile yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi kolektif yatırım kuruluşlarının yapıları tanımlanarak işleyiş esasları düzenlenmiştir.

Direktifin amacı o tarihe kadar üye ülkeler arasında kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin uygulama farklılığından doğan haksız rekabetin önüne geçmektir.

Kolektif Yatırım Kuruluşlarına ilişkin düzenlemeler çalışma konumuz olan yatırım fonlarının AB'ye entegrasyonu kapsamında III. Bölümde incelenecektir.

<sup>266</sup> Carsten Ostermann, **Kamuyu Aydınlatma Direktifi**  
[http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/konferans\\_II/sunumlar/CarstenOstermann.pdf](http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/konferans_II/sunumlar/CarstenOstermann.pdf)  
Erişim Tarihi: 10.02.08 s.4

<sup>267</sup> Ekin Fıkrıkoca, **Avrupa Birliği'nin Şeffaflık Direktifi**  
[http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/ebirlik/gundem\\_200711.pdf](http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/ebirlik/gundem_200711.pdf) Erişim Tarihi: 11.02.08 s.7

## 5.8. Takas ve Saklama İle İlgili Düzenlemeler

Takas ve saklama işlemlerine ilişkin ortak standartların oluşturulması, ekonomik ve finansal entegrasyonun gerçekleşmesi açısından tamamlayıcı bir rol üstlenir. AB'nin 1980'lerden itibaren üzerinde durduğu Merkezi Takas ve Saklanması modelidir.

Takas ve Saklama, katılımcılardan birinin iflası durumunda sistemin devamını amaçlamaktadır. Direktif yurt içi para ve menkul kıymet takası ile sınır ötesi takas işlemlerini kapsamaktadır. Taraflardan birinin yükümlülüğünü yerine getiremeyecek ve iflas etmiş olması durumunda, iflas sürecinin başlamadan transfer ve netleştirme işlemlerinin yapılması gereklidir. İflas süreci başladıktan sonra transfer ve netleştirme işlemi yapılamaz. Takas sistemi tarafından karşılıklı teminata bağlanmış işlemlerin tarafları, taraf oldukları bir işlemde karşı tarafın iflas etmiş olması nedeniyle herhangi bir hak kaybına uğramayacaklardır. Tarafların hakları ile ilgili üye devlet tarafından korunacak ve hisse senetlerinden doğan ön alım gibi haklar ilgili üye devlet otoritelerince yatırımcı adına devam ettirilecektir.<sup>268</sup>

Takas ve saklama sistemlerinin geliştirilmesi ve uluslararası sermaye piyasaları ile uyumun sağlanabilmesi için takas ve saklama konularında bir dizi standart ve öneri geliştirilmiştir. "Ödeme ve Menkul kıymet takası Sistemlerinde Takasın Sonlandırılması için AB Direktifi"nin yanı sıra "AB'de Menkul Kıymet Takası İçin Standartlar", "Değişen Ekonomilerde Takas ve Saklama Sistemlerinin Geliştirilmesi İçin En İyi Uygulamalar", Menkul Kıymet Takası ve Merkezi Takas Tarafı için Ödeme ve Takas Sistemleri Komitesi(CPSS)- Uluslararası Menkul Kıymetler Örgütü önerileri, ISSA önerileri geliştirilen standart ve önerilerin en bilinenleridir.<sup>269</sup>

## 5.9. Muhasebe Standartlarına İlişkin Düzenlemeler

AB'de üye ülkeler arasında farklı muhasebe uygulamalarından dolayı meydana gelebilecek karmaşıklığın önüne geçebilmek amacıyla çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Bilindiği gibi, sermaye piyasalarında yapılan tüm düzenlemeler yatırımcıyı koruma ve kamunun aydınlatılmasına yöneliktir. Dolayısıyla yatırımcının yatırım yapacağı kuruluş ile ilgili güvenilir bilgi almasında muhasebe uygulamaları büyük önem taşımaktadır.

<sup>268</sup> Karaoğlu, a.g.e., s.83, Özbek, a.g.e., s.86

<sup>269</sup> İMKB Takas ve Saklama A.Ş.-Uluslararası Vizyonumuz  
<http://www.takasbank.com.tr/Pages/UluslararasıVizyonumuz.aspx> Erişim Tarihi:12.02.08

Aynı şekilde üye ülkeler arasındaki farklı muhasebe uygulamaları, çifte vergilendirme sorununu da beraberinde getirmektedir.

Konuya ilişkin, 1985 yılında Brüksel'de Muhasebe Standartlarında Harmanizasyon için Profesyonel Avrupalı Muhasebecilerin oluşturduğu bir Avrupa Federasyonu (FEE) kurulmuştur. Söz konusu kuruluş AB'nin resmi bir organizasyonu niteliğinde olmayıp, tamamıyla profesyonel kuruluşların katılımı ile oluşturulan bir bütçe ile yönetilmektedir.<sup>270</sup>Bugün ise Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi çevresinde bir örgütlenme söz konusudur.

AB'nde muhasebe standartları ve hesapsal düzene ilişkin getirilen esaslar 3-8 Nolu direktifler ile belirlenmekteydi. Geçerlilik süresi sona ermiş AB direktifleri aşağıdaki şekildedir.<sup>271</sup>

3.Direktif: Kurum Birleşmeleri ( 9.10.1978)

4.Direktif: Tek Düzen Bilanço ve Gelir Tablosu Düzenlemesi ( 25.07.1982)

6.Direktif: Kurum Bölünmeleri ( 17.12.1982)

7.Direktif: Birleştirilmiş Mali Tablolar (13.07.1984)

8.Direktif: Bağımsız Denetim Standartları ( 10.04.1984)

Bugün geçerli olan IASC 1973 yılında kurulmuştur. IASC'ın amacı IAS'ın oluşturması suretiyle finansal raporlamanın uyumunun sağlanmasıdır. 2002 yılında Avrupa Parlamentosu ve AB Komisyonu tarafından AB'de 1 Ocak 2005 tarihinden itibaren özellikle de halka açık şirketler mali tablolarının, IASC tarafından yayımlanan Uluslararası finansal Raporlama Standartları ( International Financial Reporting Standart) ile uyumlu olarak hazırlanması yönünde bir karar almıştır IFRS'nin amacı, finansal piyasaların küresel düzeyde gelişimini ve güçlenmesini destekleyebilmek için Avrupa genelindeki tutarsızlıkları en aza indirmek ve finansal tablolarda şeffaflığı sağlamaktır. Bütün ülkelerde aynı tutarlılık ve şeffaflıkla hazırlanacak finansal tablolar

---

<sup>270</sup> Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., s.88

<sup>271</sup> Kodak, Yayla, a.g.e., s.41, Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., s.89, Koşar, a.g.e., s.81

hem bağımsız denetimin kolay ve sağlıklı şekilde yapılmasını hem de yapılan denetimin güvenilirliği ve karşılaştırılabilirliğine önemli ölçüde katkı sağlayacaktır.<sup>272</sup>

---

<sup>272</sup> Ali Çalışkan, **8. Yönerge Çerçevesinde Avrupa Birliğinde Bağımsız Denetim**  
<http://www.sayistay.gov.tr/yayin/dergi/icerik/der63m3.pdf> Erişim Tarihi: 13.02.08 s.57

**ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**  
**AVRUPA BİRLİĞİ'NİN FİNANSAL HİZMET POLİTİKALARI,**  
**YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN DÜZENLEMELERİ**  
**VE TÜRKİYE'NİN UYUMU**

AB'nin 2005-2010 yılları arası finansal hizmet politikası yeni düzenlemelerin hayata geçirilmesinden çok mevcut düzenlemelerin uygulanabilirliği ve üye ülkeler arasında hukuki düzenlemelerin ve yasaların uyumlaştırılmasıdır. Ortak standartların gerçekleştirilebilmesi üye ülkelerin düzenleyici otoriteleri arasında işbirliğini zorunlu kılmaktadır.

Dinamik ve sıkı küresel bağlantılara sahip olan sermaye piyasaları alanında ülkemiz sermaye piyasalarının AB sermaye piyasalarına entegrasyonu ve mevzuatımızın AB müktesebatına uyumu kapsamında AB kurumları ile yoğun ilişkiler sürdürülmektedir. Ocak 2006 tarihinde başlayan ve Kasım 2007 tarihi itibarıyla sona eren "SPK'ya AB Sermaye Piyasası Standartlarında Uyumda Yardım" başlıklı Türkiye-Almanya Eşleştirme projesi, üye ülkelerle işbirliği hususuna örnek teşkil etmektedir.

Eşleştirme (Twinning), aday ülkelerin düzenleme ve idari kapasitesini güçlendirmek amacıyla üye devletlerle beraber planlanarak uygulamanın gerçekleştirildiği uzun süreli teknik bir yardımdır. AB'ye entegrasyon sürecinde gerekli kurumsal yapılanmanın ve ekonomik ve sosyal uyumun sağlanması amacıyla oluşturulmuş olan katılım öncesi mali yardım programı: PHARE(Programme of Community Aid to the Countries of Central and Eastern Europe- Orta ve Doğu Avrupa Ülkelerine Topluluk Yardım Programı) ile desteklenmektedir.

Almanya Federal Maliye Bakanlığı, Almanya Finansal Denetim Otoritesi (BaFin) ve Alman Merkez Bankası (Deutsche Bundesbank) katılımıyla gerçekleşen söz konusu projenin hedefi sermaye piyasası mevzuatının AB mevzuatı ile uyumlaştırılması ve yatırımcı güvenini sağlamlaştıracak düzenlemelerin yerleştirilmesi vasıtasıyla sermaye piyasasına yapılan yatırımların artırılmasıdır.<sup>273</sup> Proje kapsamında mevzuatta yapılacak değişiklikler; piyasanın suistimali, izahname yükümlülükleri ve tanzim sistemi, kolektif

<sup>273</sup> SPK, **Uluslararası Faaliyetlerimiz**  
[www.spk.gov/filesys/twinning/index.html](http://www.spk.gov/filesys/twinning/index.html) Erişim Tarihi:24.02.08

yatırım kuruluşları, yatırım hizmetleri, sermaye yeterliliği, kamuyu aydınlatma, finansal araçların uzaktan pazarlanması gibi konuları kapsamaktadır.

Eşleştirme projesinde yer alan ülkemiz yatırım fonlarının AB düzenlemelerine uyumu konusuna geçmeden önce öncelikli olarak AB finansal hizmet politikasına ilişkin bilgilere yer verilecek ardından da yatırım fonlarına ilişkin AB düzenlemeleri ile ülkemiz düzenlemeleri karşılaştırılmalı olarak incelenecektir.

## **1. AVRUPA BİRLİĞİ'NİN FİNANSAL HİZMETLER POLİTİKASINA YÖN VEREN ADIMLAR**

AB'nin önemli hedeflerinden biri finansal hizmetler alanında Tek Pazar yaratmaktır. AB'nin daha rekabetçi bir yapıya kavuşması için finansal hizmetlerin entegrasyonu esastır.<sup>274</sup> 1998 yılında yapılan Cardiff Zirvesi'nde, Tek Pazar'ın oluşturulmasında yeterli ilerleme sağlanamadığından hareketle, entegrasyon sürecini hızlandırmak adına Avrupa Komisyonu bir program oluşturmakla görevlendirilmiştir. Komisyon tarafından bu amacı gerçekleştirmek adına bir rapor yayınlanmıştır.

Hazırlanan raporda aşağıda belirtilen hususlar yer almaktadır<sup>275</sup>.

- AB yeni mevzuat ihtiyacına cevap verecek yasal düzenlemeler yapmalıdır.
- Sermaye maliyetlerini düşürmek adına, sermaye piyasalarındaki çok parçalı yapı ortadan kaldırılmalıdır.
- En yüksek seviyede, tüketiciyi koruyucu önlemler alınmak kaydıyla, finansal hizmet kullanıcıları ve tedarik edicilerinin tek finans piyasasının sunacağı fırsatlardan yararlanabilmeleri için gereken önlemler alınmalıdır.
- Denetim otoriteleri ile yakın işbirliği teşvik edilmelidir.
- Toptan ve parakende finansal işlemler için bütünleşmiş bir AB altyapısı oluşturmalıdır.

AB'nin finansal entegrasyon hedefini gerçekleştirmek amacıyla yapacağı düzenlemelerin yol haritasının en önemli adımlarını ise Finansal Hizmet Eylem Planı, Lamfalussy Prosedürü ve 2005-2010 AB Finansal Hizmetler Politikası ( Green Paper ) oluşturmaktadır.

<sup>274</sup> Melike Mumcu, **Avrupa Birliğinde Finansal Hizmetler Politikası(2005-2010)**, Bankacılar Dergisi, Sayı 55, 2005, s.88

<sup>275</sup> Suna Oksay, **Türk Sigorta Sektörünün AB'ye Uyum Sürecinde, AB Sigorta Sektörünün Durumu** <http://www.gesid.org.tr/getDocument.aspx?intpageNo=143> Erişim Tarihi:11.02.08

## 1.1. Finansal Hizmetler Eylem Planı

FSAP, finansal hizmetlerde tek pazara geçiş için yasal mevzuatta yapılması planlanan değişiklikleri ve diğer öncelikli konularda atılacak adımları bir zaman çizelgesine bağlayan bir dizi önlemler paketidir.<sup>276</sup>

Avrupa Komisyonu tarafından 11 Mayıs 1999 tarihinde uygulamaya konulan FSAP, Avrupa Finans Piyasaları'nın bütünleşmesi için mevzuatta yapılması planlanan değişikliklerin 2005 yılına kadar tamamlanmasını öngörmektedir.<sup>277</sup> Üye devletlerin tüm finansal işlemleri için ayrı ayrı uyguladıkları kuralları 42 kriter altında uyumlaştırmayı amaçlamaktadır.

Avrupa Komisyonu tarafından FSAP'da üç temel stratejik hedef;

1)Toptancı finansal hizmetlerde AB tek pazarı

2) Açık ve güvenli parakendeci finansal hizmetler

3)Mevcut koşullara göre en gelişmiş ihtiyati kurallar ve denetim standartlarının uygulanması olarak benimsenmiştir.<sup>278</sup>

1.strateji olan, toptancı finansal hizmetlerde AB tek pazarı; Menkul kıymet ve türev ürün piyasalarının entegrasyonuna yönelik olarak yasal çerçevenin oluşturulmasıdır. Bunu sağlamak için alınacak temel önlemlerden bazıları; menkul kıymet ve türev piyasaların bütünleşmesi için hukuki çerçevenin düzenlenmesi, AB esasına dayalı sermaye artırımını, sınır ötesi yeniden yapılanmada güvenli ve şeffaf ortamın sağlanması vb. olarak sıralayabiliriz.

İkinci strateji olan, açık ve güvenli parakendeci finansal hizmetler piyasasının temel hedefi ise parakende finansal hizmetlerin sınır ötesi sunumuna yönelik mevcut engellerin kaldırılarak tüketici tercihlerine dayalı sermaye piyasalarının oluşturulması ve yüksek düzeyde tüketicinin korunmasıdır. Bu çerçevede söz konusu piyasada ortak

---

<sup>276</sup> Mumcu, a. g. e., s.88, Melike Alparslan, **AB'nde Finansal Hizmetler Tek Pazarına Geçiş Süreci**, Bankacılar Dergisi, Sayı 48, 2004, s.93

<sup>277</sup> HM Treasury, The Financial Services Authority, The Bank of England, "**Financial Services, Action Plan: A Guide**"

[http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/fsap\\_guide.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/fsap_guide.pdf). Erişim Tarihi:14.02.08 s.6

<sup>278</sup> Alparslan, a.g.e., ss.95-97

kuralların uygulanması ve tüketicinin korunması yönündeki düzenlemelere uyum sağlanması öngörülmüştür. Bu alanda yapılması hedeflenenler; Tüketicilere ihtiyaçları olan bilgileri ve güvenli mekanizmaları sağlamak, hizmetlerin sınır ötesi sunumunda engel teşkil eden tüketici ve işletmelere yönelik uyum sağlanmamış kuralların tanımlanması, maliyet etkin ve güvenli ödeme sistemlerinin teşvik edilmesi vb. olarak özetleyebiliriz.

Finansal hizmetlerde Tek Pazar ve artan globalleşme ise sermaye piyasalarında hem AB düzeyinde hem de global düzeyde üçüncü strateji olan mevcut koşullara göre en gelişmiş ihtiyati kurallar ve denetim standartlarının uygulanmasını gerekli kılmıştır. Bunun için denetim ve düzenleme otoriteleri arasında yakın işbirliğine ihtiyaç duyulmuştur. Bu alanda öngörülen önlemler şu şekilde özetlenmektedir; AB ihtiyati düzenlemelerinde yeni hizmet çeşitleri veya globalleşmeye bağlı çıkabilecek eksiklik ve aksaklıkların giderilmesi, bankacılık sisteminde etkin ve sağlam standartların oluşturulması, gözetim ve denetim yapılarının geliştirilmesi, finansal holdingleri de kapsayacak düzeyde denetim kuralları ve düzenlemelere ilişkin global standartların oluşturulmasında AB'nin temel rolü üstlenmesidir.

Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası'nca yürütülen Türkiye-FSAP değerlendirmesi, Hazine Müsteşarlığı'nın koordinasyonunda finansal sektörle ilgili tüm kurum ve kuruluşların katılımıyla 2005 yılında başlatılmış, yapılan çalışmalar sonucunda ülkemizin finansal sektörüne ilişkin değerlendirmeleri içeren Finansal Sistem İstikrarının Değerlendirilmesi Raporu (FSSA) yayınlanmıştır. Söz konusu Raporda, Türkiye'nin 5 yılda kayda değer güçlendiğini, hızla gelişen ve uluslararası piyasalarla daha da bütünleşen bir sektör haline geldiği, finansal sistemde oluşabilecek herhangi bir şokun etkilerini azaltacak etkin düzenlemeler ile gözetim ve finansal alt yapı konusunda ilerlemeler sağlandığını ancak, bazı alanlarda çalışmalar sürdürülmesine ihtiyaç bulunduğunu, makro ekonomik istikrarı sürdürecektir politikalar için güçlü bir mali sektör ön şart olduğu için, otoritelerce mali piyasaların gelişimini destekleyecek politikaların oluşturulması gerektiğinin üzerinde durularak, Türkiye açısından hassasiyet görülen noktalar ve de kısa ve orta vadede yapılması gerekenler belirtilmiştir.<sup>279</sup>

---

<sup>279</sup> Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, **Finansal İstikrar Raporu**, Kasım 2007. [http://www.mfa.gov.tr/NR/rdonlyres/AF2D5195-4FAD-49C6-A786-D2A04F770F41/0/2007IlerlemeRaporu\\_Tr.pdf](http://www.mfa.gov.tr/NR/rdonlyres/AF2D5195-4FAD-49C6-A786-D2A04F770F41/0/2007IlerlemeRaporu_Tr.pdf) Erişim Tarihi:15.02.08 s.69

## 1.2. Lamfalussy Prosedürü

FSAP çerçevesinde menkul kıymet piyasaları ile ilgili düzenlemelerin uygulanmasını sağlamak için, piyasaların mevcut koşullarının incelenmesi ve piyasa koşullarına uygun düzenleyici mekanizmaların değerlendirilmesi ile yetkilendirilen Lamfalussy başkanlığındaki Akil Adamlar Komitesi (Wise men Komitesi) 2000 yılında kurulmuştur. Komitenin entegrasyon önündeki engellerin kaldırılmasına yönelik hazırladığı Lamfalussy Raporu 2001 yılı başlarında Stockholm'de yapılan Avrupa Konseyi toplantısında kabul edilmiştir.

Akil Adamlar Komitesi'nin öncelikleri şöyledir:

- İhraççılar için zorunlu raf kayıt sistemi ve tek prospektüs çıkarılması,
- Kote olma şartlarının modernize edilerek, kote olma ve işlem görme şartlarının ayrı ayrı ve net bir şekilde ortaya konması,
- Kuruluş ülke prensibinin profesyonel yatırımcı tanımı ile birlikte toptan pazarlar için genelleştirilmesi,
- Yatırım ve emeklilik fonları için yatırım şartlarının modernizasyonu ve genişletilmesi,
- IAS'ın kabulü,
- Borsalar için kuruluş ülke kontrolü prensibiyle "tek pasaport" ilkesi.<sup>280</sup>

Ayrıca Raporda, piyasalarda uyumun ve günlük uygulamalarda işbirliğinin sağlanmasına yönelik önlemler kapsamında, AB'nin daha rekabetçi kalabilmesi için düzenlemelere ilişkin prosedürün daha hızlı ve esnek olması gerektiği belirtilerek, 4 aşamalı bir yaklaşım ve Avrupa Menkul Kıymetler Komitesi ve Avrupa Menkul Kıymetler Düzenleme Komitesi olmak üzere 2 ayrı komitenin kurulması gerektiği önerilmiştir.<sup>281</sup>

Söz konusu 4 aşamalı yaklaşım aşağıdaki şekildedir.<sup>282</sup>

1.aşama: AB Direktifleri ve Yönetmelikleri

2.aşama: Uygulama önlemleri

---

<sup>280</sup> TSPAKB, a.g.e., s.47

<sup>281</sup> Alparslan, a.g.e., s.94

<sup>282</sup> Dünya Bankası Konferansı- 8 Kasım 2005, **İleri Muhasebe ve Denetim Düzenleme Programı**, <http://siteresources.worldbank.org/INTECAADVPRO/Resources/1934132-1135083719799/Colinet-TUR.ppt#274,4>, CESR Erişim Tarihi:17.02.08 s.4

3.aşama: Denetleyici uyumun artırılması(Rehber ilkeler ve standartlar)

4.aşama: Uygulama

1. aşamada, Avrupa Komisyonu, Avrupa Konseyi ve Avrupa Parlamentosu ile görüş birliğine vararak genel prensipler oluşturulur. Sonrasında 2.aşamada; Komisyon, 1.aşamadaki direktifler ve tüzükler için teknik gereksinimleri belirlemek ve karar verebilmek amacıyla ESC ve CESR'e danışır ve bu süreçte Avrupa Parlamentosu bilgilendirilir. Üçüncü aşamada ise CESR aktif rol oynayarak, ilk iki aşamada otoriteler arasında işbirliğini sağlamaya yönelik olarak uygulamaların pürüzsüz şekilde gerçekleşmesini sağlayacak standartları belirler. Son aşama olan 4.aşamada da Komisyon tarafından üye ülkelerin AB mevzuatına uyumu denetlenir. Uyumsuzluk durumunda da AB hukuku çerçevesinde yaptırım uygular.

CESR özellikle Lamfalussy prosesinin 2. ve 3. kademelerinde açıklanan fonksiyonların uygulanmasında aktif rol üstlenmiştir.<sup>283</sup>

Bu çerçevede yürütülen FSAP'ın uygulanması, konunun genişliği ve karmaşıklığıyla karşılaştırıldığında bir hayli başarılı bulunmaktadır Temmuz 2004 tarihli izleme raporuna göre bu konuda alınması gereken 42 önlemden 39'una ulaşıldığı ve yöntem olarak Lamfalussy yaklaşımının benimsendiği hatta bu dört aşamalı yaklaşımın sigorta ve emeklilik sektöründe bile uygulandığı görülmektedir.<sup>284</sup>

### 1.3. 2005-2010 Finansal Hizmetler Politikası

Avrupa Birliği Komisyonu tarafından FSAP süreci sonrasında Mayıs 2005'te finansal hizmetler politikasını içeren ve 2010 yılına kadarki finansal önceliklerin yer aldığı "Green Paper" dökümanı yayınlanmıştır.

Komisyonun açıkladığı temel politika hedefleri ise aşağıdaki belirtilmektedir.<sup>285</sup>

- AB'de ekonomik açıdan önemli olan engellerin kaldırılması ve bu sayede sermayenin ve finansal hizmetlerin en düşük maliyetle serbestçe dolaşımına ve sunumuna imkan tanınması,
- Yapılacak ihtiyati düzenlemelerle finansal istikrarın korunması,

<sup>283</sup> **CESR is an independent Committee of European Securities Regulators**  
[http://www.cesr-eu.org/static/contenu\\_cesrinshort.php](http://www.cesr-eu.org/static/contenu_cesrinshort.php)

<sup>284</sup> TSPAKB, a.g.e., s.47

<sup>285</sup> Mumcu, a.g.e., s.89

- Tüketici haklarının korunmasına yönelik uygulamaların artırılması,
- AB'de gözetim ve denetim alanında işbirliğinin ve uyumun artırılması, global piyasalardaki diğer ülke ve kurumlarla ilişkilerin ve Avrupa'nın global etkisinin güçlendirilmesi.

Buna göre AB Komisyonu'nun yeni dönemde finansal hizmetler alanındaki öncelikli politikası, yeni düzenlemeler yapılmasından ziyade, mevcut önlemlerin ulusal mevzuata geçirilmesinin sağlanması ve düzenlemelerde uygulanma ve yürütmenin takip edilmesidir.<sup>286</sup> Bunun için; finansal hizmetlerle ilgili kuralların basitleştirilmesi ve konsolide edilmesi, standart ve uygulamaların gözetim ve denetim düzeyinde birleştirilmesi, ulusal mevzuattaki yürütmeye ağırlık verilmesi, mevzuattaki değişikliklerin uygulanabilirliği için de üye ülkelerle işbirliği yapılması gerekmektedir.SPK ile Almanya arasında gerçekleşen eşleştirme projesi bu işbirliğine örnek teşkil etmektedir.

## **2. AVRUPA BİRLİĞİ'NİN KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINA İLİŞKİN DİREKTİFİ (UCITS)**

20 Aralık 1985 yılında yayımlanarak yürürlüğe giren 85/611/EEC Sayılı "Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi" (Directive on Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities-UCITS Directive) AB'nin finansal hizmetler alanında tek pazar yaratılması hedefine büyük katkılar sağlamıştır. Söz konusu direktif, KYK ile ilgili düzenlemelerin harmonizasyonunu sağlayarak AB üyesi bir ülkede alınan iznin"tek lisans " uygulamaları çerçevesinde Birlik üyesi bütün ülkelerde geçerli olması uygulamasına yönelik atılan ilk adım olmuştur.<sup>287</sup>

Türkiye'de yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları olarak ikiye ayrılan "Kollektif Yatırım Kuruluşları", AB düzenlemelerinde 'Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım

---

<sup>286</sup> Mumcu, a.g.e., s.89,

<sup>287</sup> Taliye Teleri, 85/611/EEC Sayılı "Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi" Çerçevesinde Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin AB ve Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması, Ankara Üniversitesi Avrupa Toplulukları Araştırma ve Uygulama Merkezi Temel Eğitim Kursu Dönem Projesi, Ankara, Temmuz 2005, s.3

Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşları (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities-UCITS) olarak adlandırılmaktadır.

AB'de KYK'lar için yaratılacak tek pazarın, ürün çeşitliliğini artırmak, ölçek ekonomilerinin sağlanması ve yatırımcılar lehine rekabetin artması gibi önemli faydalar sağlayacağı öngörülmektedir.<sup>288</sup>

## **2.1. Direktifin Çerçevesi**

UCITS Direktifi'nin çerçevesini aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür.<sup>289</sup>

### **i.Yapısal İlkeler**

- Yatırımcı talebi üzerine NVD üzerinden geri ödeme yapılır
- Yatırımcının ve yönetici kurumun varlıkları ayrıştırılır,
- Çıkar çatışmalarını engellemek için bağımsız saklamacı kullanılır, fonksiyonlar ayrıştırılır,
- Birim pay değeri sürekli olarak belirlenir.

### **ii.Yatırım Kuralları**

- Direktifte belirlenen varlıklara (menkul kıymet ve para piyasası araçları) yatırım yapılır,
- Riskin çeşitlendirilmesi ihtiyacına göre çalışılır,
- Borçlanma ve açığa satış yapılamaz,

### **iii.UCITS Pasaportu**

- Ev sahibi ülkede yetkilendirildikten sonra AB çapında pazarlanabilir,
- Diğer ülkelerde yetkili otoriteler bilgilendirilir,

### **iiii.Kamuyu Aydınlatma**

- Halka arz esnasında Tam izahname yayınlanır,
- Ayrıca basitleştirilmiş Özet İzahname yayınlanır,
- Periyodik raporlarla kamunun bilgilendirilmesi sağlanır.

<sup>288</sup> Friedrich Heinemann, **The Benefits of Creating an Integrated EU Market for Investment Funds**, Centre for European Economic Research, Discussion, 2002, s.2, Teleri, a.g.e., s.3

<sup>289</sup> Active Dergisi, **UCITS III Direktifi Çerçevesinde Türkiye'de Yatırım Yapmanın Yolları** <http://www.euractiv.com.tr/finansal-hizmetler/link-dossier/ucits-iii-direktifleri-cercevesinde-turkiyede-yatirim-yapmanin-yollari> Erişim Tarihi:20.04.08

## 2.2. UCITS Direktifinin Tarihçesi

1985 yılında kabul edilen 85/611/EEC Sayılı Konsey direktifi 1989 tarihine kadar üye devletlerde uygulamaya konulmuştur. İlerleyen yıllarda ise özellikle de 21 Ocak 2002 tarihinde 2001/107/EC sayılı (Şirket Bazlı Direktif) ve 2001/108/EC sayılı (Ürün Bazlı Direktif) UCITS III olarak da bilinen direktiflerle önemli değişikliklere ve yeniliklere gidilmiş ve üye ülkeler tarafından 2004 yılına kadar uygulamaya konulmuştur.

Yönetim Direktifi olarak da ifade edebileceğimiz Şirket Bazlı Direktif, AB çapında faaliyet gösterecek aracı ve yatırımcı kuruluşların sahip olması gereken özelliklerden, faaliyet alanlarına kadar pek çok konuyu düzenlemektedir. Ayrıca, şirketlere "AB Pasaportu"na sahip olma hakkı vermektedir. Yatırımcılara kolaylık sağlamak adına da yönetici şirketin, fon sağlayıcısının saptanması, yatırım amaç ve ilkeleri, vergi rejimi, ücret, harcamalar gibi konular da basitleştirmeye giderek "Basitleştirilmiş tanıtma broşürü" kavramını getirmiştir.

Yönetim Direktifine göre AB çapında faaliyet gösterecek aracı ve yatırımcı kuruluşların ilk aşamada yerine getirmesi gerekenler aşağıda belirtilmektedir.<sup>290</sup>

- Aracı kuruluşlar için ilk sermayenin 125 bin Euro, yatırımcı kuruluşlar için 300 bin Euro olması gerekmektedir. Bu bağlamda aracı kuruluşların sahip oldukları portföy büyüklüğüne göre ayrıca ek kaynak sağlamaları,
- Ayrıntılı raporlama yapılabilmesi için etkinlik programı oluşturulması,
- Yönetici kadrosunun temiz bir özgeçmiş ve tecrübeye sahip olması,
- Yönetici ve yasal şahsiyetler arasında oluşabilecek yakın ilişkilerin yetkili kuruluşlar tarafından yapılacak denetimi etkilemeyeceğine dair bilgi verilmesi gerekmektedir.

Banka mevduatları, finansal türev araçlar, endeks fonlar diğer yatırım fonu birimleri ve devredilebilir menkul kıymetler ve para piyasası araçlarını içeren Ürün Direktifi ise KYK'nın sınır ötesi pazarlanmasında uygulanan engelleri kaldırarak finansal araçlardaki çeşitliliği artırmaktadır. Yukarıda anlatılanlar ışığında UCITS III'ün getirmiş olduğu değişiklikleri özetleyecek olursak;

<sup>290</sup> Active Dergisi, UCITS III Direktifi Çerçevesinde Türkiye'de Yatırım Yapmanın Yolları <http://www.euractiv.com.tr/finansal-hizmetler/link-dossier/ucits-iii-direktifleri-cercevesinde-turkiyede-yatirim-yapmanin-yollari> Erişim Tarihi:20.04.08

- Yeni yatırım tekniklerine ve stratejilerine olanak tanıyacak düzenlemeler,
- Yatırım yapılabilecek menkul kıymetlerin genişletilmesi,
- İzahname ve prospektüs klavuzlarının hazırlanmasında yatırımcıya kolaylık sağlamaya yönelik düzenlemeler,
- Yönetim şirketinin işleyişi ile ilgili kuralların düzenlenmesi olarak özetlemek mümkündür.

Ayrıca aşağıdaki direktiflerle de bazı küçük değişiklikler yapılmıştır.<sup>291</sup>

- 88/220/EEC sayılı direktif ( İpotek tahvilleri getirildi)
- 95/26/EEC sayılı direktif
- 2000/64/EC sayılı direktif ( üçüncü ülkelerle bilgi alışverişi)
- 2004/39/EC sayılı direktif (MiFID Direktifi)
- 2005/1/EC sayılı direktif (Lamfussy Direktifi)

AB Komisyonu tarafından 15.11.2006 tarihinde " Yatırım Fonlarında Pazarlama Çalışmalarının Öneminin Artırılması Konulu Beyaz Rapor" yayınlanmıştır. Raporla; UCITS yönetmeliğinin benimsenmesinden sonra fon piyasasının geliştiği ve etkinliğinin arttığı ve bu gelişmenin aynı zamanda Birlik dışı ülkelerin fon pazarlarında da geçerli olduğunun saptaması yapılarak mevcut problemler ve bu problemlerin giderilmesine yönelik öneriler sunulmuştur.

Beyaz raporda üzerinde durulan konuları, saptanan sorunları ve çözüm önerilerini aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür.<sup>292</sup>

### **I-Üzerinde Durulan Başlıklar:**

**Finansal Yenilikler:** Eğer UCITS piyasadaki gelişmelere uyumlu halde değilse, sermaye yöneticileri çok daha esnek düzenleme formatlarına yöneleceklerdir. Bu nedenden ötürü piyasalardaki gelişmeler doğrultusunda yeni düzenlemeler kaçınılmazdır.

<sup>291</sup> Dünya Bankası Küresel Kalkınma Öğrenme Ağı-İleri Muhasebe ve Denetim Düzenleme Programı-06.06.2006-Devredilebilir Menkul Kıymet Müşterek Yatırım Fonu Girişimleri(UCITS) [http://siteresources.worldbank.org/EXTECAADVPRO/Resources/1934187-1152207164847/Worldbank\\_UCITS\\_presentation\\_06%5B1%5D.06.06\\_TUR.ppt](http://siteresources.worldbank.org/EXTECAADVPRO/Resources/1934187-1152207164847/Worldbank_UCITS_presentation_06%5B1%5D.06.06_TUR.ppt), Erişim Tarihi:29.02.08 s.3

<sup>292</sup> Commission of the European Communities, **White Paper On Enhancing The Single Market Framework For Investment Funds**, Brussels, 15.11.2006, <http://www.uni-mannheim.de/edz/pdf/sek/2006/sek-2006-1452-en.pdf> ss.2-8

**Uyumsuz Fonların Büyümesi:** Son yıllarda UCITS dışı ürünlerde güçlü bir büyüme görülmektedir. Bu ürünlerin bazıları üye ülkelerdeki ulusal düzey bir takım perakendeci yatırımcılar için uygun koşullar arz etmektedir. Bunun yanında bazı ürün sunucularının büyük ölçüde engellemeleri ve tepkileri de söz konusudur.

**Küresel Rekabet:** UCITS yapılanma pek çok 3. dünya ülke ülkesinde düzenleyicilerin güvenini kazanmıştır. Bununla beraber diğer fon uygulamaları ile rekabet ivme kazanmıştır. Dolayısıyla gereksiz maliyet girdilerinin elimine edilerek yeniliklerin desteklenmesi gerekmektedir.

**Özel Emeklilik Ürünlerine Olan İlginin Artması:** Yaşlı bir halka sahip olan Avrupa açısından devlet ve özel bakımevlerinin hayata geçirilerek tamamlanması açısından etkin özel önlemler alınması büyük önem taşımaktadır. Yatırım fonları, iş hayatına yönelik sermayenin toplanması için kurumsal bir araç sağlamaktadır.

## **II-Saptanan Sorunlar:**

Arz aşamasındaki temel problemleri şu şekilde sıralamak mümkündür;

**Fonların Doğurganlığı optimal düzeyin altında bulunmaktadır.** Avrupa fonlarının %54'ü 50 milyon €'nin altındadır.2005 yılında toplam fon sayısı Avrupa 'da 887'e yükselmiştir. Aynı periyotta ABD pazarı %67 daralmıştır.

**Endüstriyel değerlendirme zincirinin azalması:** UCITS yönetmeliği fon yönetim etkinliğini belli ölçüde kısıtlamaktadır. Fon bazında depozito gereksinimi doğurmakta ve aynı zamanda firma yönetim fizibilite birlik dışı hizmetlerin pratik uygulamalarını gündeme getirmektedir.

**Standart dışı fon talep süreci:** Otomasyon ve standartizasyon maliyet artışı ve gecikmelere yol açarak operasyonel riske yol açar. Ayrıca distribütör ayağındaki maliyetler de diğer bir sorun kaynağıdır.

## **III-Uygun Çözümler:**

Saptanan sorunlar doğrultusunda, getirilen çözüm önerilerinden bir bölümünü aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür.

- Ekonomideki pürüzlerin giderilmesi: Avrupa Fon ekonomisinin tahmini yıllık büyüklüğü 2-6 milyar € düzeyindedir. Bu hedefe ulaşmak için benimsenen iki yol Birlik dışı fonların birleştirilmesi ve sermaye evlilikleridir.
- Organizasyonel esnekliğin artırılması: Bunu için iki yol bulunmuştur. Yönetim şirketi yetkisi ve teminat yetkisi.
- Pazarlamada zaman tasarrufu: İki öneri söz konusudur. İlki üye ülke yönetimlerinin yetkilendirilmesi düzeyinde ikinci ise, üye ülkelerin önderliğinde yönlendirme çalışmaları düzeyinde.
- Yeni yatırım olanaklarının istismarı: Profesyonel yöneticilere büyük yatırım olanakları sağlayacak tüzük değişiklikleri gerekmektedir.
- Fon talep sürecinin desteklenmesi ve fon dağılımında yatırımcının korunması: Fon talep sürecinin desteklenmesi, endüstriyel yönetime insiyatifini gündeme getirmektedir. Dağılım sistemleri de mutlaka bireysel yatırımcının gereksinimlerini karşılayacak çözümler içermelidir. Kar ve teşvik uygulamaları arasındaki uzlaşmazlık mutlaka aşılmalıdır.

### 2.3. Kollektif Yatırım Kuruluşunun Tanımı ve Kapsamı

Genel olarak KYK'lar,

- Sözleşmeye dayalı KYK'lar(Türkiye'deki yatırım fonları gibi)
- Trust hukukuna göre kurulan kolektif yatırım ortaklıkları(Anglo –Sakson ülkelerindeki unit trusts)
- Şirket tipi açık uçlu KYK'lar (Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları gibi)
- Şirket tipi kapalı uçlu KYK'lar (Türkiyede'ki yatırım ortaklıkları gibi) olarak dört tipte kurulabilmektedir<sup>293</sup>.

AB Direktifi'nin 1. maddesine göre ise KYK'lar;

i)Tek amacı halktan toplanan paralarla devredilebilir menkul kıymetlere, riskin paylaşılması ilkesi çerçevesinde yatırım yapmak olan,

ii)Katılma belgeleri, pay sahiplerinin isteği üzerine, doğrudan ya da dolaylı bu kuruluşun aktiflerinden geri alınan veya ödenen ( açık uçlu),

<sup>293</sup> Alparslan Budak, **UCITS Direktifi ve Yatırım Fonu Pazarları**, Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi, Sa: 51, 2006 Kasım, s.9, TSPAKB, a.g.e., ss.2-3, Duman, a.g.e., s.46, Ayhan Algüner, **Kurumsal Yatırımcılar, Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği**, Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:199, 2005, ss.17-18

iii) Payları halka arz edilmek suretiyle satılan kuruluşlar olarak tanımlanmaktadır.

Dolayısıyla bu tanımlamadan yola çıkarak yukarıda sayılan KYK türlerinden ilk üçünün direktif kapsamına girdiğini söyleyebiliriz.

- Paylarını devredilebilir menkul kıymetler dışındaki varlıklara yatıran KYK'lar (örn: gayrimenkul yatırım fonları)
- Kapalı uçlu KYK'lar(örn: yatırım ortaklıkları)
- Payları tahsisli yani halka arz edilmeden satılan KYK'lar (örn: özel fonlar)
- Yatırım stratejisi olarak direktifteki tanımlamaya uymayan KYK'lar (örn: hedge fonlar), ise söz konusu direktifin kapsamı dışında kalmaktadır.

#### **2.4. Kollektif Portföy Yönetimi ve Portföy Yönetim Şirketi**

Direktif ile, UCITS'ler için yönetim şirketi kullanma zorunluluğu getirilmiştir. Yönetim Şirketlerinin ana sorumlulukları alanlarını;

- Portföy Yönetimi
- İdari işlerin yürütülmesi( muhasebe, yatırımcıların kayıtlarının tutulması, payların ihracı-geri alımı, pay sahipliği kayıtlarının tutulması vb)
- Pazarlama faaliyetleri(fon paylarının satışı ve pazarlanması) oluşturmaktadır.

Portföy yönetim şirketi temel olarak KYK'ların yönetiminden başka bir işle uğraşamaz. Fakat üye ülkenin merkezi düzenleyicisinin kararına bağlı olarak kişiye özel portföy yönetimi veya yatırım danışmanlığı hizmeti verebilmektedir.<sup>294</sup> Yani portföy yönetim şirketlerinin söz konusu bu faaliyetleri yürütebilmeleri üye ülkelerin takdirine bırakılmıştır.

Yönetim şirketi ile ilgili diğer önemli bir husus da yönetim şirketinin, kurulu olduğu ülkenin yetkili olan otoritesi tarafından onaylanacağıdır. Direktifte 2002 yılında yapılan değişiklikler ile merkezi düzenleyici tarafından onaylanan yönetim şirketinin diğer üye ülkelerde de faaliyet gösterebilmesi sağlanmıştır. Bunun için faaliyet göstermek istediği ülkenin merkezi otoritesini bilgilendirmesi gerekmektedir. Yönetim şirketinin el değiştirmesi de yine yetkili otoritenin onayına bağlıdır.

---

<sup>294</sup> Budak, a.g.e., s.10

Fon yönetim şirketinin yetkili otoriteden izin alarak faaliyete geçebilmesi için aşağıdaki şartları taşımaları gerekmektedir<sup>295</sup>.

- Başlangıç sermayesinin 125.000 € olması( Yönetilen portföy büyüklüğü 250 milyon € aşması halinde aşan tutarın %0, 02'si kadar ilave özsermaye konulması gerekmektedir. Ancak asgari sermaye ve ek miktar 10 milyon €'yu aşamaz.)<sup>296</sup>
- Fon yönetim şirketinin faaliyetlerini yürüten personelin gerekli tecrübe ve itibara sahip olması,
- Faaliyete geçiş başvurusu esnasında içinde yönetim şirketinin organizasyon yapısının da yer aldığı bir fizibilite çalışmasının yetkili otoriteye sunulması,
- Tescilli ofisinin(Registered Office) ve genel müdürlüğünün (Head Office) aynı ülkede olması,
- Fon yönetim şirketinin yakın ilişkide bulunduğu gerçek ve tüzel kişilerin, yetkili otoritelerin denetim faaliyetlerine engel teşkil etmemesi gerekmektedir.

## **2.5. Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Yatırım Araçları**

KYK'ların yatırım kurallarını aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür;

i) KYK'lar riskin çeşitlendirilmesi esasına göre çalışır,

ii)Direktifte belirlenen varlıklara yatırım yaparlar. Bunlar;

- Bir üye devletin düzenlenmiş piyasalarında işlem gören para piyasası araçları dahil devredilebilir menkul kıymetler,
- Üye olmayan ülkelerin borsalarına kote edilmiş ya da düzenlenmiş, tanınan ve kamuya açık piyasalarında işlem gören menkul kıymetler. Ancak bunun için, sözkonusu borsanın yada düzenlenmiş piyasaların ya yetkili otorite tarafından kabul edilmiş olması ya da kanunda veya fon içtüzüğünde belirtilmiş olması gerekmektedir.
- Yeni ihraç edilen menkul kıymetler. Bu durumla ilgili olarak da bir yıl içinde borsaya kote edilme ya da düzenlenmiş piyasalarda işlem görme başvurusunun yapılması şartı aranmaktadır.
- Diğer KYK'ların katılma belgeleri,

---

<sup>295</sup> Teleri, a.g.e., s.7

<sup>296</sup> Budak, a.g.e., s.12

- Para piyasası araçları,
- Bir yıldan uzun vadeli olmamaları, istendiği an geri çekebilme hakkını sağlamaları ve üye ülke kredi kurumlarında ya da topluluk dışında ise topluluk mevzuatına denk ülke düzenlemelerinin olduğu ülke kredi kurumlarında açılmış olmaları şartlarını gerçekleştirdiği takdirde banka( kredi kurum) mevduatları.
- Finansal endeksler, faiz oranları, kur veya yabancı para birimi üzerine türev araçlar ( Tezgaah üstü piyasalarda dahil)<sup>297</sup>

iii) Borçlanma ve açığa satış yapamazlar,

iiii) Emtia ve gayrimenkule doğrudan yatırım yapamazlar.

## 2.6. Portföy Saklama Kuruluşu

Direktifin öngördüğü yapının en önemli unsurlarından biri yönetim ve saklama fonksiyonlarının birbirinden ayrılmasıdır.<sup>298</sup> Direktif KYK varlıklarının bir saklama kuruluşunda saklanmasını hükme bağlamıştır ve yönetici şirket ve saklama kuruluşu birbirinden bağımsız yatırımcıların menfaatleri doğrultusunda görevlerini yerine getirirler. Daha öncede belirttiğimiz gibi yönetim şirketinin asıl görev alanını portföy yönetimi oluşturmaktadır. Saklamacı kuruluş ise varlıkların saklanmasının yanında gözetim rolünü de üstlenmiştir. Ayrıca kendi sorumluluk alanlarına giren faaliyetlerden ötürü yatırımcının zarar görmesi halinde hem yönetim şirketine hem de fon pay sahiplerine karşı sorumludur.

Portföy Saklama Kuruluşunun sorumluluk alanları aşağıdaki gibidir:<sup>299</sup>

- Fon paylarının satışı, ihracı, geri alımı, ödemesi ve iptalini mevzuat ve içtüzüğe uygun yapmak,
- Fon değerini mevzuat ve içtüzüğe uygun olarak hesaplamak,
- Yönetim şirketinin talimatlarını mevzuat ve fon içtüzüğüne uygun olarak yerine getirmek,
- Fonun varlıkları ile ilgili işlemlerde ilgili bedelin gerekli sürede verilmesini sağlamak,

---

<sup>297</sup> Teleri, a.g.e., s.8

<sup>298</sup> Budak, a.g.e., s.9

<sup>299</sup> TSPAKB, a.g.e., s.4, Öztürk, a.g.e., s.46

- Yatırım fonu gelirlerinin mevzuat ve içtüzük hükümlerine göre oluşumunu sağlamak.

Saklayıcı kuruluş için AB pasaportu yoktur.<sup>300</sup>Bilindiği gibi portföy yönetim şirketi merkezi düzenleyici tarafından onaylandığı takdirde birliğe üye diğer ülkelerde faaliyet gösterebiliyordu. "AB pasaportu" olarak adlandırılan bu yetki, saklamacı kuruluşlar için söz konusu değildir. Saklamacı kurumun bir başka ülkede faaliyet gösterebilmesi için; faaliyet göstermek istediği ülkede ayrı bir yapılanma oluşturması ve de o ülkenin yetkili otoritesinden izin alması gerekmektedir.

## 2.7. Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Faaliyete Geçışı

KYK'lar faaliyete geçmek için kurulmuş oldukları ülkenin yetkili otoritesinden izin alırlar. Alınan bu izin "Tek İzin Prensipleri" çerçevesinde AB üyesi diğer ülkelerde de geçerlidir.

Aşağıda belirtilmekte olan bilgi ve belgeleri kendilerini misafir eden ülke otoritelerine sunmaları gerekmektedir. Söz konusu bilgi ve belgelerin misafir ülke yetkili otoritelerine gönderilmesini takip eden iki ay içinde yetkili otoriteden olumsuz cevap gelmemesi durumunda katılma belgelerinin misafir ülkede pazarlanması gerçekleştirilmektedir.

Misafir ülke yetkili otoritelerine sunulacak olan bilgi ve belgeler aşağıdaki şekildedir;<sup>301</sup>

- Yetkili otoritece Direktifte yer alan yükümlülükleri yerine getirdiğine dair onay,
- Yatırım fonu içtüzüğü,
- Kapsamlı ve özet izahname,
- Son yıllık ve altı aylık raporları,
- Katılma belgesinin pazarlanmasına yönelik yapılan hazırlıkların detayları.

<sup>300</sup> Dünya Bankası Küresel Kalkınma Öğrenme Ağı-İleri Muhasebe ve Denetim Düzenleme Programı-06.06.2006-Devredilebilir Menkul Kıymet Müşterek Yatırım Fonu Girişimleri(UCITS) [http://siteresources.worldbank.org/EXTECAADVPRO/Resources/1934187-1152207164847/Worldbank\\_UCITS\\_presentation\\_06%5B1%5D.06.06\\_TUR.ppt](http://siteresources.worldbank.org/EXTECAADVPRO/Resources/1934187-1152207164847/Worldbank_UCITS_presentation_06%5B1%5D.06.06_TUR.ppt)

Erişim Tarihi:01.03.08 s.11

<sup>301</sup> Tezcanlı, Erdoğan, a.g.e., s.100, Teleri, a.g.e., s.12

## 2.8. Kamuyu Aydınlatmaya İlişkin Esaslar

Kamuya aydınlatmaya ilişkin olarak yayımlanması gerekenler aşağıdaki şekildedir.

i) Tam izahname: Öncelikli olarak pay sahiplerinin yatırım kararlarına yetecek ölçüde bilgi risk tercihleri de göz önünde bulundurularak kapsamlı izahnamede yer almalıdır. Ayrıca KYK'ların riskini yatırımcının anlayacağı şekilde sunması gerekmektedir. Fon içtüzüğü her ne kadar kapsamlı izahnamenin bir parçası olarak görülse de ikisinin bir arada bulunması gibi bir şart söz konusu değildir.

ii) Özet İzahname: Özet izahname de tıpkı kapsamlı izahnamede olduğu gibi yatırımcıların karar vermelerine yeterli gelecek ölçüde bilgiyi, yatırımcıların anlayacağı şekilde ortaya koyması lazımdır.

Ayrıca özet izahname, kapsamlı izahnamenin ayrılabilir bir parçası olarak basılabileceği gibi, pazarlama amaçlı olarak da kullanılabilir. Özet izahnamenin yatırımcıya hizmet sözleşmesi imzalanmadan önce iletilmesi gerekir.<sup>302</sup>

iii) Yıllık ve Aylık Rapor: Bilanço ve gelir tablosu ile yıllık faaliyetlere ilişkin açıklamaları içeren yıllık rapor 4 ay içerisinde ve aylık rapor ise 2 ay içerisinde yayımlanmakta olup özet izahnamenin belirttiği yerlerde bulunmalı ve yatırımcıların talebi halinde ücretsiz olarak gönderilmelidir.<sup>303</sup>

## 2.9. Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Uymakla Yükümlü Olduğu Kurallar

UCITS Direktifin yedinci bölümünde KYK'ların uymak zorunda olduğu kurallar hüküm altına alınmıştır. Buna göre;

- Fon yönetim şirketleri ya da yatırım fonu adına hareket eden saklama kuruluşlarının borçlanmaları yasaklanmıştır. Ancak, geçici bir süre için olduğu ispat edilirse yatırım fonunun değerinin %10'una kadar borçlanması mümkündür.(UCITS md.36)
- Yatırım fonu katılma belgesi geri dönüşlerini karşılamak zorundadır. Ancak kanun ve fon iç tüzüğünde hüküm bulunması halinde, olağanüstü durumlarda

---

<sup>302</sup> Teleri, a.g.e., s.10

<sup>303</sup> TSPAKB, a.g.e., 8

yatırımcı lehinde bir durum oluşmasını teminen katılma belgelerinin geri almasını durdurabilirler.(UCITS md.37)

- Yatırım fonlarının portföylerinde bulunan araçların değerlendirilmesine ve katılma belgesi fiyatının tespitine ilişkin kurallar kanunda ya da içtüzükte belirtilmek zorundadır.(UCITS md.38)
- Yatırım fonunun elde ettiği gelirin dağıtımı ya da yeniden yatırım araçlarına yönlendirilmesi kanun ve fon içtüzüğüne uygun olmalıdır.(UCITS md.39)
- Katılma belgesinin satılması, temsil ettiği değerin tam olarak satış öncesinde ya da satışı takiben makul bir süre içerisinde tahsil edilmesi halinde mümkündür.(UCITS md.40)
- Fon yönetim şirketlerinin ya da bir yatırım fonu adına hareket eden portföy saklama kuruluşunun üçüncü kişilere kredi açması yasaklanmıştır.(UCITS md.41)
- Fon yönetim şirketlerinin yatırım fonundan tahsil edecekleri giderler kanunda ya da fon içtüzüğünde belirtilmek zorundadır.(UCITS md.43)

### **3. KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINA İLİŞKİN AVRUPA BİRLİĞİ DÜZENLEMELERİNİN ÜLKEMİZ DÜZENLEMELERİYLE KARŞILAŞTIRILMASI**

Türkiye'de devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan KYK'lar,

- Yatırım fonları
- Yatırım ortaklıklarıdır. Bu kuruluşlarla ilgili düzenlemeler SerPK, yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarına ilişkin esasları belirleyen Tebliğlerde yer almaktadır.

UCITS Direktifi düzenlemelerine göre UCITS kapsamına alınacak kuruluşlar yatırım fonu olarak kurulmak zorunda değildir. Şirket şeklinde (yatırım ortaklığı)de kurulabilir. Şirket tipindeki UCITS'lerin kurulabilmesi için, mevzuatımızda değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına izin verilmesi gerekmektedir. Bu bakımdan ülkemizdeki yatırım ortaklıkları UCITS olarak nitelendirilmemektedir. Türkiye'de direktif kapsamına dahil olabilecek yapılar sadece yatırım fonu olarak kurulabilmektedir. Dolayısıyla AB düzenlemeleri ile ülkemiz düzenlemelerinin karşılaştırılması yatırım fonlarına ilişkin mevzuat hükümleri doğrultusunda yapılacaktır.

### 3.1. Fon Kurucusu ve Fon Yöneticisi Bakımından

Direktifte kolektif portföy yönetim faaliyetleri;

- Portföy yönetimi,
- İdari işler,
- Pazarlama olarak sayılmıştır. Bu faaliyetlerin yerine getirilmesi için "Fon Yönetim Şirketleri" yetkili ve sorumlu kılınmıştır. Özetle, Direktif yatırım fonlarının fon yönetim şirketlerince kurulması ve yönetilmesi esasını getirmiştir.

SerPK'da ise ayrı bir yatırım fonu yönetim şirketi öngörülmemiş, kurucu olarak bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanunun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş sandıklar sayılmıştır. Yani Portföy yönetim şirketleri mevzuat uyarınca fon kurucusu olamamaktadır.

Yine Mevzuatımıza göre, Fon kurucunun belirleyeceği bir yönetici tarafından (SPK'dan portföy yöneticiliği yetki belgesi alan aracı kurumlar ve portföy yönetim şirketleri yönetici olabilir.) ile yapılan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde yönetici tarafından yönetilmektedir. Bu kuruluşların tek görevi yatırım fonu yönetmek değildir. UCITS Direktifi ise tek işi portföy yönetmek olan ayrı bir portföy yönetim şirketi tarafından yönetilmesini öngörmektedir.

Portföy yönetim şirketlerinin kurucularının kurumsal yapısı ile ilgili olarak ise (banka, aracı kurum olması gibi) kısıtlamalar UCITS direktifinde de, mevzuatımızda da yer almamaktadır. Fakat, kurucuların taşınması gereken niteliklere dair tanımlamalar bulunmaktadır.<sup>304</sup>

### 3.2. Yatırım Yapabilecek Araçlar Bakımından

AB düzenlemelerine göre yatırım yapabilecekleri araçlar

- Menkul kıymetler,
- Diğer KYK'ların katılma belgeleri,
- Banka mevduatları,

---

<sup>304</sup> Budak, a.g.e., s.12

- Tezgah üstü piyasalarda işlem görenler dahil finansal türev ürünler,
- Para piyasası araçları olarak belirtilmektedir.<sup>305</sup>

Öte yandan altın dahil kıymetli madenlere ya da bunları temsil eden sertifikalara yatırım yapılması yasaklanmıştır.

SerPK'nın 37. maddesine göre ise, yatırım fonları; sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlere yatırım yapabilmektedir.

### **3.3. Fon Varlıklarının Saklanması Bakımından**

AB düzenlemelerinde portföy yönetim ve saklama fonksiyonları birbirinden ayrılarak, KYK varlıklarının saklanması ve KYK paylarının satışı, ihracı, geri alımı, iflası, iptali işlemleri ile birim pay değerinin hesaplanmasının fon içtüzüğüne ve yasalara uygun yerine getirilmesi için bağımsız bir portföy saklama kuruluşu öngörmektedir. Yani saklama kuruluşu fon varlıklarını saklanması dışında bir de gözetim görevi üstlenerek gerek yatırımcıya karşı gerekse yönetim şirketine karşı sorumlu tutulmuştur.

Kısaca özetleyecek olursak; UCITS Direktifi'ne göre portföy yönetim şirketinin temel görevi menkul kıymet alım satımıdır. Saklamacı kuruluş saklama görevinin yanı sıra fonun geriye kalan tüm idari işlerini yürütür ve portföy yönetim şirketine olduğu kadar yatırımcılara karşı da sorumluluğu vardır.

Ülkemizde ise yatırım fonu payları Merkezi Kayıt Kuruluşu'nda kaydi sistemde takip edilmektedir. Yatırım fonu varlıkları ise Takasbank A.Ş. nezdinde tutulmaktadır. Ancak buradaki saklama UCITS Direktifi'nin öngördüğü işlevleri içermemektedir.<sup>306</sup> Gerek Takasbank A.Ş.'nin gerekse Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun yatırımcılara karşı doğrudan sorumluluğu bulunmamaktadır ve UCITS Direktifi'nin öngördüğü portföy saklama kuruluşlarının fonksiyonunu yerine getirememektedir. Bu uygulama sadece fon yöneticisi ile fon varlıklarının ayrılması ilkesi uyarınca yapılmakta olan bir uygulamadır.

---

<sup>305</sup> Teleri, a.g.e., s.18

<sup>306</sup> Budak, a.g.e., s.13

### 3.4. Menkul Kıymet Yatırım Sınırlamaları Bakımından

AB düzenlemeleri, yatırım yapılabilecek menkul kıymetleri tanımlamakta ve belli durumlarda uygulanacak yatırım limitleri öngörmektedir.

Direktifte yer alan portföy sınırlamalarına ilişkin birkaç örnek verecek olursak;

- Aynı kurum/kuruluş tarafından ihraç edilen devredilebilir menkul kıymetlerin net aktif değerinin %5'i,
- Tezgah üstü piyasada karşı tarafın bir kredi kuruluşu olması durumunda net aktif değerinin %10'u
- Belirli şartlar altında limitlerin artırılması,
- Geçici olarak net varlık değerinin %10'nuna kadar ödünç alabilme, bu sınırlamalardan birkaçıdır.<sup>307</sup>

Mevzuatımız da benzer yapıda olup, gerek yatırım yapılabilecek varlıklar açısından gerekse yatırım limitleri açısından belli bir düzenleme içermektedir.

Yatırım fonlarının portföy sınırlamaları "Yatırım Fonları Tebliği'nin 42. maddesi ile düzenlenmiştir. Tebliğ ile AB Direktifi arasındaki farklar aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.<sup>308</sup>

---

<sup>307</sup> Matthias Höniger, **Kollektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Direktif-UCITS Direktifi**  
[http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/konferans\\_I/sunumlar/MatthiasHoninger.pdf](http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/konferans_I/sunumlar/MatthiasHoninger.pdf)

Erişim Tarihi: 18.03.08 s.12

<sup>308</sup> Teleri, a.g.e., ss.18-20

**Tablo 3.1. Yatırım Sınırlamalarının Karşılaştırılması**

<b>Yatırım Aracı</b>	<b>Direktif (Portföy Değerine Oranı %)</b>	<b>Tebliğ (Portföy Değerine Oranı %)</b>
Altın ve bunlara dayalı sertifikalar	İzin verilmiyor	İzin veriliyor
Tek bir şirketin Menkul kıymetleri	%5 (Ayrı ayrı şirketlerden % 5'ten fazla alınan tüm menkullerin toplamı ise %40'ı geçmemelidir)	% 10 (Sermayenin ya da oy hakkının % 9'u)
Tek bir kurumun menkul kıymetlerine yapılan yatırım, bu kurumda tutulan mevduat ve bu kurum ile yapılan türev işlemler toplamı	%20 (Üye devletlere bu oranı ülke garantisi olması halinde %35'e yükseltme yetkisi tanınmıştır.)	Sınırlama yok
Bir endeksin takibi amaçlı olması halinde tek bir kurumun menkul kıymetleri toplamı	% 20 (Bu oran piyasalarda görülen olağanüstü durumlarda ya da bir menkul kıymetin o piyasaya hakim olması halinde %35'e kadar yükseltilebilmektedir.)	Endeks fonlarda menkul kıymetin takibi yapılan endekse tabi olması halinde sınırlama yok
Tek bir kredi kuruluşuna yatırılan mevduat	% 20	Mevduata izin verilmiyor
Ülke garantili menkul kıymet	%35	Sınırlama yok
Ülke garantili 6 değişik ihraç	%100 (Tek bir ihraçtan alınan tutar % 30'u geçmemelidir.)	Sınırlama yok
Kredi kuruluşlarınca ihraç edilen piyasası olan borçlanma senetleri	%25 (%5 ten fazla ihraç edilenler %80'i geçmemektedir.)	Özel düzenleme yok
Yatırım fonları	% 10 (Üye ülkelere bu oranı %20'ye kadar yükseltmek yetkisi verilmiştir).	Farklı türdeki fonlar için toplam %10 (Yatırım yapılan fonun en fazla % 20'si)
Direktif Kapsamına Girmeyen KYK'lara toplam yatırım	% 30	%10 (Yatırım Ortaklıklarına)
Türev araçlar	Etkin portföy yönetimi ve kur riskinden korunma amaçlı-(İzahnamede riskten korunma amaçlı mı yoksa yatırım amaçlı mı olduğu açıklanmalıdır.)	Riskten korunma amaçlı
Menkuller Dışındaki Varlıklar	En fazla %10	Altın dahil kıymetli madenlere yatırım yapılabilen, yatırım fonunun rutin işlemleri için nakit tutulabilmektedir.
Tek bir Şirketin Oydan Yoksun Hisse Senetleri	İhracın % 10'u*	Özel düzenleme yok
Tek bir Şirketin Borçlanma Araçları	İhracın % 10'u*	Özel düzenleme yok
Tek bir Şirketin Para Piyasası Araçları	İhracın % 10'u*	Özel düzenleme yok
Tek bir KYK'nın Katılma Belgeleri	İhracın % 25'i	Katılma belgelerinin % 20'si
* Ülke garantisi halinde bu oranlar aranmayabilecektir.		

### 3.5. Fon Tipi Bakımından

AB düzenlemelerinde direktif kapsamına giren KYK türleri;

- Sözleşmeye dayalı KYK'lar,
- Trust hukukuna göre kurulan kolektif yatırım ortaklıkları,
- Şirket tipi açık uçlu KYK'lar olarak belirtilmektedir.

Direktifte düzenlenen kolektif yatırım modellerinden sadece sözleşmeye dayalı KYK'ların Türkiye'de karşılığı bulunmaktadır. Özellikle de ülkemizde yasal mevzuatı oluşturulmayan DSYO olarak ifade edilen şirket tipi açık uçlu KYK'lar yatırım fonu ve yatırım ortaklıklarının avantajlarını bünyesinde toplamaktadır.<sup>309</sup> DSYO modelini, yatırım ortaklığı hisse senetlerinin yatırımcıların talep ettiği an ihraç edilmesi ve yatırımcıların istediği an geri alınması şeklinde özetlemek mümkündür.<sup>310</sup>

Her zaman alım satıma açık olma avantajını taşıyan DSYO'lar bünyesinde değişik yatırım araçlarına sahip bir çok alt fon barındırabilmekte (Şemsiye Yapı) ve bu yapı uluslararası pazarlama açısından da avantaj yaratmaktadır.<sup>311</sup>

AB düzenlemeleri ile ülkemiz düzenlemelerinin karşılaştırılmasındaki diğer önemli bir husus da, direktif kapsamındaki Sözleşmeye Dayalı KYK'lara, yani Türkiye'deki yatırım fonlarının yapısına ilişkindir.

Direktifte düzenlenen yatırım fonları açık uçlu yatırım fonlarıdır. Bu fonlar istedikleri kadar pay ihraç edebilen ve kendi paylarını geri satın alabilen fonlardır. Mevzuatımızda ise yatırım fonları pay sahiplerinin katılma belgelerini her an paraya çevirebilmelerine karşın, fon içtüzüğünde bir fon tutarının tespit edilmesi ve bu tutarın artırılması için SPK'dan izin alınması yarı açık uçlu fon olarak tanımlanmasına neden olmaktadır.

### 3.6. Yabancı Yatırım Fonlarının Pazarlanması Bakımından

Sermayenin önündeki engellerin kaldırılması finansal hizmetler alanında tek pazar yaratmanın temel unsurlarından biridir. Sermayenin serbest dolaşımı hem doğrudan

<sup>309</sup> TSPAKB, a.g.e., s.4, Teleri, a.g.e., s.17

<sup>310</sup> Budak, a.g.e., s.10, TSPAKB, a.g.e., s.5, Teleri, a.g.e., ss.17

<sup>311</sup> Y.Özge Okat, **Kollektif Yatırım Modellerine İlişkin AT VE Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması ve Yeni Bir Yatırım Modeli Olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları**, Ankara: SPK Yeterlilik Etüdü, 2000, s.39

yatırımlar hem de portföy yatırımları için gerekli bir unsurdur. AB direktifi uyarınca bir üye ülkede kurulan bir yatırım fonunun paylarının diğer üye ülkelerde de serbestçe satışı gerçekleştirilebilmektedir.

Ülkemizde ise yabancı yatırım fonlarının paylarının satışına ilişkin Seri VII, No:14 sayılı "Yabancı Yatırım Fonlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği"<sup>312</sup> düzenlenmiştir. Yabancı Yatırım Fonları Tebliği'ne göre yabancı yatırım fonlarının ülkemizde faaliyet gösterebilmesi bir takım ön şartlara ve izin süreçlerine tabidir. Ayrıca Türkiye'de yerleşik bir temsilci kuruluş kullanmaları da zorunludur.

Tebliğ incelendiğinde; yabancı yatırım fonlarının Türkiye'de kayda alınması için tabi olduğu önşartlar, Türkiye'de yerleşik yatırım fonlarının kurul kaydına alınması için aranan ön şartlardan daha ağırdır.

KYK'ların her ülkede farklı yükümlülükler taşıması ve farklı yasal düzenlemelere tabi olması, bazı ülke fonlarının ev sahibi ülkede kurulu fonlar karşısında rekabet avantajı sağlamasına neden olmaktadır. Sonuçta da o ülkenin düzenleyici otoritelerini yurtdışında kurulu yatırım fonlarının paylarının o ülkede halka arzı ve satışı konusunda tedbirler almaya yönelmektedir.<sup>313</sup>

Bu duruma verilebilecek diğer bir örnek de, UCITS Direktifi'nin 46. maddesinde, üye ülkelerin ilave bilgi ve belge talep etmeme kuralıdır. Bu uygulama ile diğer üye ülkelerde karşılaşılan formalitelerin azaltılması hedeflenmiştir. Oysa ülkemizde Yabancı Yatırım Fonları Tebliği'nin 16. maddesine göre, yabancı yatırım fonları tabi oldukları ülkenin mevzuatı ve IAS çerçevesinde hazırlanmış mali tablo, rapor, bağımsız denetim raporu ve diğer periyodik raporları SPK'ya gönderme ve ayrıca yine IAS'a göre hazırlanmış mali tablolarını Türkiyede'ki fonların tabi oldukları düzenlemeler çerçevesinde ilan etmeleri zorunludur.

### **3.7. Kamuyu Aydınlatma Bakımından**

Kamuyu aydınlatma konusunda AB direktifleri ile ülkemiz uygulamaları arasında büyük farklılıklar görülmemektedir. Hatta raporların yayınlanma süreleri açısından karşılaştırılma yapıldığında, AB'de her mali yılda en az bir kere faaliyetlere ilişkin rapor

<sup>312</sup> RG. 06.11.1998/ 23515

<sup>313</sup> SPK, **Yabancı Yatırım Fonları- Tanıtım Rehberi**

<http://www.spk.gov.tr/digermenuler/handle.aspx?action=showcontent&id=65> Erişim Tarihi:21.03.08

hazırlama zorunluluğu varken ülkemizde yılda dört defa üçer aylık dönemler halinde mali tabloların yayınlanmaktadır.Bu düzenleme açısından ülkemizin daha önde olduğunu söyleyebiliriz.

Standartlar açısından karşılaştırılma yapıldığında ise, izahname, aylık ve yıllık raporlar arasında bir takım farklılıklar dikkat çekmektedir. Ülkemiz izahname ve sirküler standartlarının Direktifle kabul edilen "yatırımcıların risk tercihlerini " de gözönünde bulundurarak yeterli bilgiyi verecek şekilde değiştirilmesi, ayrıca, izahname/sirkülerde yatırım fonunun risk profilinin açık ve anlaşılır bir şekilde ortaya koyacak şekilde belirlenmesi uygun olacaktır.<sup>314</sup>

#### **4. AVRUPA BİRLİĞİ DÜZENLEMELERİNE UYUMLA BİRLİKTE YATIRIM FONLARINDA MEYDANA GELECEK OLASI DEĞİŞİKLER VE ETKİLERİ**

Yukarıda anlattığımız AB düzenlemeleri ile ülkemiz düzenlemelerin karşılaştırılmasının ışığında Direktife uyum kapsamında meydana gelecek değişiklikler aşağıda özetlenmektedir.

- Mevcut düzenlemeye göre fonun yönetim, temsil ve saklanmasından fon kurucusu (banka, aracı kurum, sigorta şirketleri ve sandıklar) sorumlu tutulmaktadır. Yapılacak değişiklikle AB düzenlemeleriyle uyumlu ana işi fon kurmak ve yönetmek olan fon yönetim şirketleri yeni bir sermaye kurumu olarak mevzuatımızda yerini alacaktır.
- AB düzenlemeleri doğrultusunda fon kurucusunun portföy varlıklarını koruması ve saklaması hususundaki sorumluluğu ayrı bir saklama kuruluşuna devredilecektir. Takas ve Saklama Bankası A.Ş'de saklanan yatırım fonu varlıkları yapılan değişiklik sonrasında fon varlıkları saklama kuruluşu nezdinde saklanacaktır. Bu kuruluşlar, fon paylarının satışı, geri alımı vb.işlemlerinde ve birim pay değerinin hesaplanmasında mevzuata uygunluğu da temin edeceklerdir.<sup>315</sup>

---

<sup>314</sup> Teleri, a.g.e., s.20

<sup>315</sup> Erdem Çolak, **Röportaj**

<http://www.euractiv.com.tr/finansal-hizmetler/interview/yatirim-fonlari-toplam-portfoy-buyuklugu-yuzde-160-oraninda-artisla-26-milyar-ytly-asti0> Erişim Tarihi:29.03.08

- Yatırım fonlarının açık uçlu hale getirilmesi ve DSYO yönünde düzenlemeler yapılacaktır.<sup>316</sup> Böylece hem sermaye piyasasında araç çeşitliliği artacak, hem de Türkiye'nin AB üyeliğinde diğer ülkelerle rekabet edebilirliği artacaktır.
- “Yatırım yapılan malvarlığı konusunda AB düzenlemeleriyle uyumlu olarak yatırım fonlarının banka mevduatı dahil olmak üzere Direktifte belirtilen diğer yatırım araçlarına yatırım yapabilmelerine imkan sağlanarak portföyde yer alacak yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi ve altın ve diğer kıymetlere yatırım yapılmasının ise yasaklanması ayrıca yatırım limitleri konusunda Yatırım Fonu Tebliği'nde özel bir düzenleme olmayan alanlarda Yatırım Fonu Tebliği'nde değişiklik ve düzenleme yapılması, uyumsuzluk olanlarda ise uyumsuzluğun giderilmesi amacıyla değişikliğe gidilmesi uygun görülmektedir.”<sup>317</sup>
- Yabancı yatırım fonlarının ülkemizde pazarlanması konusundaki ağır formalitelerin azaltılması yönünde düzenlemeler yapılacaktır. Özellikle yerli ve yabancı fonların kayda alınmasında aranacak şartlar bakımından uyumlaştırmalar yapılacaktır.
- Kamuyu aydınlatma bakımından mevcut düzenlemelerimiz genel olarak direktifle uyumludur. Bununla birlikte, direktifte yer alan bazı farklılıklar, örneğin yatırım fonu halka arzında yayınlanan izahnamenin içeriği gibi konularda küçük değişiklikler yapılacaktır.

---

<sup>316</sup> Turan Erol, "Portföy Yönetimi ve Kurumsal Yatırım Fırsatları "Panelinde Yaptığı Konuşma, 23.10.2007

[http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20071023&subid=0&ct=f&ext=.pdf&filename=20071023\\_0.pdf](http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20071023&subid=0&ct=f&ext=.pdf&filename=20071023_0.pdf) Erişim Tarihi:29.03.08 s.6

<sup>317</sup> Teleri, a.g.e., s.18

## SONUÇ

Avrupa finansal Piyasaları'nda yaratılacak Tek Pazar üye ülkeler arasında sermaye dolaşımının ve hizmet sunumunun serbestleşmesi olmak üzere iki önemli temel üzerine kurulmaktadır. Gerçekleştirilecek olan Tek Pazar'ın ekonomik büyümede katalizör rolü oynayacağı ve daha düşük maliyetle daha yüksek kalitede finansal ürünlerin yatırımcılara sunumunu sağlayacağı öngörülmektedir.

AB çapında sermayenin serbest dolaşımı ve hizmetlerin serbestçe sunumunun sağlanması, yatırım fonları ile ilgili düzenleme yapılması ihtiyacını doğurmuştur. Bu ihtiyaç doğrultusunda 20 Aralık 1985 yılında yayımlanarak yürürlüğe giren 85/611/EEC Sayılı "Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi" (Directive on Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities-UCITS Directive) AB'nin finansal hizmetler alanında tek pazar yaratılması hedefine büyük katkılar sağlamıştır. Kolektif yatırım kuruluşlarına yönelik söz konusu Direktif ile yapılan düzenlemenin AB çapında tüm üye ülkelerde uygulanmasıyla üye ülkeler arasında uygulama farklılığından doğan haksız rekabetin önüne geçilerek yatırımcıların eşit koşulda korunması ve herhangi bir üye ülkede faaliyet gösteren bir kolektif yatırım kuruluşunun katılma belgesinin, başka bir üye devlette yatırımcılara kolayca pazarlanabilmesi sağlanacak böylece de Tek Avrupa Sermaye Piyasası'nın oluşumuna önemli bir katkıda bulunacaktır.

1985'de ana direktifin yayınlanmasının ardından çeşitli tarihlerde düzenleme yapılma yoluna gidilmiştir. Özellikle 2001 yılında kabul edilen ve iki ayrı direktiften oluşan (yönetim ve ürün direktifi) UCITS III ile Direktif'in kapsamı bir hayli genişletilmiştir.

Ülkemizde yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları olarak adlandırılan "kolektif yatırım kuruluşları "AB Direktiflerinde " Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşları (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities-UCITS) olarak adlandırmakta ve sözleşmeye dayalı kurulan kolektif yatırım kuruluşları, Trust hukukuna göre kurulan kolektif yatırım ortaklıkları

ve şirket tipi açık uçlu kolektif yatırım kuruluşlarını kapsamaktadır. Bu bakımdan Türkiye'de UCITS kapsamına alınabilecek yapılar sadece yatırım fonu olarak kurulabilmektedir. Dolayısıyla da Direktif ile ülkemiz mevzuatının karşılaştırılması yatırım fonları açısından ele alınmaktadır. AB Direktifi ile ülkemiz düzenlemeleri arasındaki temel farklılıkları aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür.

Kurulmuş oldukları ülkenin yetkili otoritesinden aldığı "tek izin prensibi" çerçevesinde Birlik üyesi tüm ülkelerde serbestçe faaliyet gösterebilen UCITS kapsamındaki kolektif yatırım kuruluşları, açık uçlu kolektif yatırım kuruluşlarıdır. Ülkemiz düzenlemelerinde ise fon içtüzüğünde bir fon tutarının tespit edilmesi ve bu tutarın artırılması için SPK'dan izin alınması ülkemiz yatırım fonlarının yarı açık uçlu fon olarak tanımlanmasına neden olmaktadır. Ayrıca UCITS kapsamında nitelendirilen ve bir çok avantajı bünyesinde bulunduran Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları ülkemiz mevzuatında yer almamaktadır.

AB Direktifi uyarınca kolektif yatırım kuruluşlarının fon yönetim şirketlerince kurulması ve yönetilmesi esastır. Bizim mevzuatımızda ise ayrı bir yatırım fonu yönetim şirketi öngörülmemiş, kurucu olarak bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanunun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş sandıklar sayılmıştır. Yani Portföy yönetim şirketleri mevzuat uyarınca fon kurucusu olamamaktadır.

Yatırım yapılan araçlar bakımından karşılaştırma yapıldığında ise AB düzenlemelerine göre kolektif yatırım kuruluşları altın dahil kıymetli madenlere ya da bunları temsil eden sertifikalara yatırım yapamazken, ülkemizde yatırım fonlarının yatırım yapabileceği araçlar arasında altın ve diğer kıymetli madenler yer almaktadır.

AB direktifinin en önemli özelliği portföy yönetim ve saklama fonksiyonları birbirinden ayırmasıdır. Saklama kuruluşu fon varlıklarını saklanması dışında bir de gözetim görevi üstlenerek gerek yatırımcıya karşı gerekse yönetim şirketine karşı sorumlu tutulmuştur. Mevzuatımızda ise fon varlıkları İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'de saklanmakta ve payları Merkezi Kayıt Kuruluşu'nda kaydi sistemde takip edilmektedir. Ancak buradaki saklama fon yöneticisi ve fon varlıklarının ayrılması ilkesi uyarınca yapılmakta olan bir uygulamadır dolayısıyla UCITS Direktifi'nin öngörmüş olduğu işlevleri içermemektedir.

Türkiye 'de AB mevzuatına uyum çerçevesinde UCITS direktifi çeşitli dönemlerde gündeme gelmiştir. Son olarak Ocak 2006 tarihinde başlayan ve Kasım 2007 tarihi itibariyle sona eren "SPK'ya AB Sermaye Piyasası Standartlarında Uyumda Yardım" başlıklı Türkiye-Almanya Eşleştirme projesinde ele alınmıştır. Yapılan çalışmada 85/611/EEC Sayılı "Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi" ile Mevzuatımız arasındaki farklılıklar ve yapılması gereken değişiklikler ortaya konulmuştur. Söz konusu farklılıkların giderilmesi amacıyla yatırım fonlarının açık uçlu hale getirilmesi, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının kurulması, kurucularla ilgili kurum bazlı sınırlamaların kaldırılması, yönetim şirketi ve saklayıcı kurumun sorumlu olduğu konuların ayrıntılı olarak belirlenerek AB Direktifi doğrultusunda değişikliklerin yapılması gerektiği saptanmıştır. Bu konuyla ilgili Sermaye Piyasası Kurulu'nun teknik çalışmaları halen devam etmektedir.

AB düzenlemelerine uyum ile yatırım fonlarında meydana gelecek olan değişmelerin Türk Fon Endüstrisine etkilerini aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür.

- Ürün çeşitliliği, hizmet kalitesi ve rekabet edilebilirlik artacaktır.
- AB düzenlemelerine paralel fon örgütlenmesi ve yapısına sahip yatırım fonlarının ülkemizde kurulmasıyla yabancı yatırımcıların ilgisi artacaktır.
- Sektöre girişin kolaylaşmasıyla yabancı yatırım fon şirketlerinin Türkiye'ye yapacakları yatırım oranında artış gerçekleşecektir.
- UCITS'e uygun yapıda oluşturulan fonlar sayesinde Türk fonları AB pasaportuna sahip olarak tüm Avrupa'da serbestçe pazarlanabilecektir. Aynı şekilde yabancı yatırım fonları da ülkemizde serbestçe faaliyet gösterebilecektir.
- Dışarıdan hizmet alımının yaygınlaşması sonucu maliyetlerin düşmesi ve uzmanlaşmada artış sağlanacaktır.
- Yapılacak düzenlemeler sonucu gerçekleşecek olan ortalama fon büyüklüklerindeki artış giderleri düşürerek getirilerin artmasını sağlayacaktır.

- Düzenlemeler sonucunda, çıkar çatışmalarının engellendiği ve yatırımcıların daha iyi korunduğu ve sektör katılımcılarının genişlediği bir piyasa yaratılmasına olanak sağlanacaktır.

## KAYNAKLAR

- AKGÜL Aydın, **Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi (Danıştay Kararları Işığında)**, Ankara: Beta Yayınları, 2008.
- ALGÜNER, Ayhan, **Kurumsal Yatırımcılar, Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği**, Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:199, 2005.
- ALPARSLAN, Melike, **AB'nde Finansal Hizmetler Tek Pazarına Geçiş Süreci**, Bankacılar Dergisi, Sayı 48, 2004.
- ARGIN, Aydın, **Avrupa Topluluğu Tek Pazarına Uyum Açısından Türk Bankacılık Sisteminin Uyum Gereklere**, Ankara: T.B.B. Yayınları, 1993.
- ATASOY, Yasemin, **Avrupa Topluluğunda Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 1990.
- ATEŞ, Toktamış ve SOYAK, Alkan, **Osmanlıdan Günümüze Türk Finans Tarihi**, c.2, İstanbul: İMKB Yayınları, 1999.
- AYTAÇ, Zühtü, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Yayın No:225, 1988
- BERKSOY, Turgay ve IŞIK, A. Kadir, **Avrupa Birliği Üzerine Yazılar**, Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:177 2004.
- BOLAK, Mehmet, **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, İstanbul: Beta Yayınları, 1991.
- BUDAK, Alparslan, **UCITS Direktifi ve Yatırım Fonu Pazarları**, Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi, sayı 51, Kasım 2006.
- CEYLAN, Ali ve KORKMAZ, Turhan, **Borsa'da Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Geliştirilmiş, 3.b. Bursa: Ekin Kiyapevi, 1998.
- CEYLAN, Ali ve KORKMAZ, Turhan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Geliştirilmiş: 4.b., Bursa:Ekin Yayınevi, 2007.
- CIVAN, Mehmet, **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**, Ankara: Gazi Kitabevi Yayınları, 2007.
- DEMİRAY, Kemal, **Temel Türkçe Sözlük**, Geliştirilmiş, 4.b. İstanbul: İnkılap Yayınları, 1980.
- DESTANOĞLU, B.Yıldız, **Yatırım Fonu Katılma Belgeleri**, , Ankara: Türkiye İş Bankası Vakfı Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 2004.

- DÖNMEZ, Beyhan, **Finansal Piyasaların Entegrasyonu Kapsamında Türk Bankacılık Sektörünün Avrupa Birliği Bankacılık Sektörüne Uyumu**, Gazi Üniversitesi, S.B.E, İktisat Teorisi Ana Bilim Dalı, Y.L.Tezi, Ankara, 1997.
- DUMAN, Yeşim, **Avrupa Birliği Üyelik Sürecinde Sermaye Piyasalarında Yapısal Değişim, Türkiye ve Doğu Avrupa Ülkeleri Açısından Karşılaştırmalı Analiz**, Marmara Üniversitesi, B.S.E., Sermaye Piyasaları ve Borsa Anabilim Dalı, Y.L.Tezi, İstanbul, 2005.
- DURMUŞ, M. Fırat, **Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin AB Sermaye Piyasalarına Entegrasyonu**, Marmara Üniversitesi, B.S.E., Sermaye Piyasaları ve Borsa Anabilim Dalı, Y.L.Tezi, İstanbul, 2003.
- EKO (Avrupa Ekonomik Danışma Merkezi), **Türkiye-AB İlişkileri**, Ankara, 2001.
- EROL, Ahmet, **Tüm Yönleriyle Banka ve Finansçılar İçin Vergi**, Ankara: Yaklaşım Yayınları, 2007.
- ERTAŞ, Vahdettin , TUNCEL, Kürşat ve TEKER, Bahadır, **Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması**, Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:103, 1997.
- ESER, Kadir, **Tek Pazar Sürecindeki Avrupa Topluluğu'nda Finansal Bütünleşme Çabaları, Bankacılık Alanında Yapılan Son Düzenlemeler ve Türk Banka Sisteminin Uyum Sorunları**, Gazi Üniversitesi, S.B..E., İktisat Teorisi Ana Bilim Dalı, Y.L. Tezi, Ankara, 1990.
- FERTEKLİGİL, Azmi, **Türkiye'de Borsanın Tarihçesi**, İstanbul: İMKB Yayınları, No:3, 1993.
- GÖKÇE, Gamze, **Gayrimenkul Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Malların Bu Yolla Değerlendirilmesi**, Ankara: Maliye Bakanlığı Yayınları, 1998.
- GÖLE, Celal, **Bankacılar İçin Kıymetli Evrak Hukuku Bilgisi ve Ticari Senetler**, Geliştirilmiş, 13.b. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Yayın No:419, 2005.
- GÜRLESEL, Can Fuat, ALKIN, Kerem ve UZUNOĞLU, Sadi, **Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası**, İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları, Yayın No: 10, 1997.
- GÜRSOY, K.Tahir, **Mukayeseli Hukukta Özellikle Türk ve İsveç Hukuklarında Yatırım Fonları**, Ankara:Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1977.
- HAYKIR, Emre, **Yatırım Fonlarında Çıkar Çatışmaları, Kurucunun Hukuki Sorumluluğunu Düzenleme Önerileri**, Yeterlilik Etüdü, İstanbul: SPK Yayınları, 2005.

- HEINEMANN, Friedrich, **The Benefits of Creating an Integrated EU Market for Investment Funds**, Centre for European Economic Research, Discussion, 2002.
- İktisadi Kalkınma Vakfı (İKV), **AB'nin Sermayenin Dolaşımı Konusundaki Mevzuatı ve Türkiye'nin Uyumu**, İstanbul, 2002.
- İNAM, Mehmet, **Sermaye Piyasası**, Ankara: Seçkin Yayınları, 2007.
- İNCEOĞLU, M. Murat, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Ankara: Seçkin Yayınları, 2004.
- İŞERİ, Müge ve ÇAĞLAR, Nazan, **Türkiye'de Yatırım Fonlarının Genel Görünümü**, Yaklaşım Dergisi, Sayı :174, İstanbul, 2007.
- KAPTEYN, P.J.G. & P.Verloren Van Themaat, **Introduction to law of the European Communities**, Second Ed., Netherlands, Kluwer Law and Taxation Publishers, 1990.
- KARA, Şinasi, **Sermaye Piyasası**, İstanbul, 1990.
- KARACABEY, A. Argun, **A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi**, Ankara: Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları, Tezler Serisi:5, 1998.
- KARAOĞLU, Ebru, **Avrupa Birliği'nde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İMKB**, Uludağ Üniversitesi, S.B.E., İktisat Ana Bilim Dalı, Y.L. Tezi, Bursa, 2001.
- KARGI, Nihal, **Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği**, Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:115, 1998.
- KARSLI, Muharrem, **Sermaye piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Geliştirilmiş:5.b. İstanbul: Alfa Yayınları, 2004.
- KAZGAN, Haydar ve diğerleri, **Osmanlıdan Günümüze Türk Finans Tarihi**, c.1, İstanbul:İMKB Yayınları, 1995.
- KELECİOĞLU, M. Aykut, **Yatırım Fonlarından Elde Edilen Gelirlerin ve Genel Anlamda Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi**, Vergi Sorunları Dergisi, Sayı:29, İstanbul, 2006.
- KEYDER, Nur, **Para(Teori-Politika-Uygulama)**, Geliştirilmiş, 10.b. Ankara:Seçkin Yayınları, 2005.
- KILIÇ, Saim, **Türkiye'de Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, Ankara: Mart Maatbacılık, 2002.
- KIRMAN, Ahmet, **Yatırım Fonları, Katılma Belgeleri ve Vergilendirme Esasları**, İstanbul: A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi, Yayın No: 212, 1999

- KONDAK, Nuray ve YAYLA, Hilmi, **Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu, Türkiye ve Merkez ve Doğu Avrupa Ülkeleri Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul: Türkmen Kitapevi, 2002.
- KONT Bayram, **Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları**, Active Dergisi, Ocak-Şubat, 2001.
- KOŞAR, Vedat, **Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne Uyum Sürecinde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu**, Yıldız Teknik Üniversitesi, S.B.E., İşletme Anabilim Dalı, Y.L.Tezi, İstanbul, 2004.
- KUMRULU, Ahmet, **Avrupa Topluluklarının Bankacılık Sektörünü ve Sermayenin Serbest Dolaşımını İlgilendiren Mevzuatı**, Ankara: T.B.B. Yayınları, 1988.
- KÜÇÜKSÖZEN, Cemal, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması**, Ankara: SPK Yayınları, No:131, 1999.
- MANAVGAT, Çağlar, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1991.
- MENTEŞ, A. Ertay, **Sermaye Piyasası ve Tekniği**, Ankara, 1975.
- MOROĞLU, Erdoğan ve KENDİGELEN, Abuzer, **Türk Ticaret Kanunu ve İlgili Mevzuat**, Geliştirilmiş, 8.b.İstanbul: Beta Yayınları, 2004.
- MUMCU, Melike, **Avrupa Birliğinde Finansal Hizmetler Politikası(2005-2010)**, Bankacılar Dergisi, Sayı 55, 2005.
- OKAT, Y. Özge, **Kollektif Yatırım Modellerine İlişkin AT VE Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması ve Yeni Bir Yatırım Modeli Olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları**, Ankara: SPK Yeterlilik Etüdü, 2000.
- ÖNDER, M. Fahettin, **Türk Hukukunda Yatırım Fonları**, Marmara Üniversitesi, S.B.E., Özel Hukuk Ana Bilim Dalı, Y.L. Tezi, İstanbul, 1996.
- ÖZBEK, Serkan, **AB Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve Muhasebe Uygulamalarının Uyumlaştırılma Süreci**, Ankara Üniversitesi, , S.B.E., İşletme Anabilim Dalı, , Y.L.Tezi, Ankara, 2004.
- ÖZCAN, Arif, **Tam Üyeliğe Geçiş Sürecinde Türk Sermaye Piyasasının Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarına Uyum Gereklere**, İstanbul Üniversitesi, S.B.E., Finans Ana Bilim Dalı, Y.L. Tezi, İstanbul, 1996.
- ÖZTÜRK, Serdar, **Türkiye'de Yatırım Fonları ve Müşterilerin Yatırım Fonları Hakkında Bilgi Düzeylerini Ölçmeye Yönelik Alan Araştırması**, Gazi Üniversitesi, G.B.E., İşletme Eğitimi Anabilim Dalı, Y.L.Tezi, Ankara, 2005.
- ÖZTÜRK, Sevinç, **Avrupa Birliği Sürecinde Türk Sermaye Piyasaları**, İstanbul Üniversitesi, S.B.E., İktisat Ana Bilim Dalı, Y.L.Tezi, İstanbul, 2007.

- PARASIZ, İlker, **Para (Banka ve Finansal Piyasalar)**, Geliştirilmiş, 8.b.Bursa:Ezgi Kitapevi, 2005.
- PARMAKÇI, Murat, **Türkiye'de Yatırım Fonları Piyasasının Yapısal Özellikleri**, Gazi Üniversitesi, S.B.E., Y.LTezi, Ankara, 2005.
- REİSOĞLU, Sezai, **Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Bankalar**, Ankara: TBB Yayın, 1982.
- RODOPLU, Gültekin, **Türkiye 'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı, Yayın No:459-692, 1993.
- SARIKAMIŞ, Cemal, **Sermaye Pazarları**, Geliştirilmiş, 4.b.İstanbul: Alfa Yayınları, 2000.
- SPK, **Yatırımcıyı Bilgilendirme Kitapçıkları-3**, Ankara, 2007.
- SUMER, Ayşe, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat**, Geliştirilmiş, 3.b. İstanbul: Alfa Yayınları, 2002
- SÜNGÜ, Sevtap, **Dünya'da Yatırım Fonları**, IAV (Panel ve Tebliğler), İstanbul, 1989, s.31
- ŞAHİN, Ragıp, **Avrupa Birliği Bütçesi Fonları ve Türkiye'nin Tam Üyeliği**, Ankara: DPT Yayını, 1998.
- ŞAKAR, S. Ünal, **Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:109, 1997.
- TANÖR, Reha, **Türk Sermaye Piyasası**, 1.Cilt: Taraflar, İstanbul: Beta Yayınları, 1999.
- TC. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), **Avrupa Topluluklarını Kuran Antlaşmalar (AKÇT, AET, AAET)**, Cilt1, 1993.
- TC. Başbakanlık ve Dış Ticaret Müsteşarlığı (DTM), **Avrupa Birliği ve Türkiye** Geliştirilmiş, 6.b.Ankara, 2007.
- TEKİNALP, Ünal ve POROY, Reha, **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**, Geliştirilmiş:18.b. İstanbul: Arıkan Yayınevi, 2007.
- TEKİNALP, Ünal ve ÇAMOĞLU, Ersin, **Türk Ticaret Kanunu ve Ticari Mevzuat**, Geliştirilmiş, 11.b.İstanbul: Beta Yayınları, 2004
- TEKİNALP, Ünal, **Sermaye Piyasası Hukukunun Temel Esasları**, İstanbul:ES Yayınları, 1982.
- TELERİ, Taliye, **85/611/EEC Sayılı "Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi" Çerçevesinde Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin AB ve Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması**, Ankara Üniversitesi Avrupa

Toplulukları Araştırma ve Uygulama Merkezi Temel Eğitim Kursu Dönem Projesi, Ankara, Temmuz 2005.

- TEVFİK, Gürman, **Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları (Teori – Uygulama)**, Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1995.
- TEZCAN, Banu, **Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması**, Marmara Üniversitesi, S.B.E., İktisat Anabilim Dalı, Y.L. Tezi, İstanbul, 1999.
- TEZCANLI, Meral Varış ve ORAL Erdoğan, **Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İMKB**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1996.
- TSPAKB, **AB Yolunda Türk Sermaye Piyasası; AB Müktesebatının Sermaye Piyasalarına Etkileri**, İstanbul, 2004.
- TUNCAY, Artun, **Bir Yatırım Fonu Öyküsü**, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Kasım 1986.
- TUNCER, Selahattin, **Türkiye'de Menkul Kıymetler Yatırım Fonu**, IAV (Panel ve Tebliğler), İstanbul, 1989.
- TUNCER, Selahattin, **Türkiye'de Sermaye Piyasası ( Teori –Uygulama)**, İstanbul: Okan Yayınları, 1985.
- TUR, Orhan, **Avrupa Para Birliği Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi**, İstanbul: Beta Yayınları, 2000.
- UZUN, Turgay ve ÖZEN Serap, **AB Sürecinde Türkiye, Siyasal, Ekonomik ve Toplumsal Dönüşüm (Sorunlar ve Tartışmalar)**, Ankara: Seçkin Yayınları, 2004.
- ÜNAL, O. Kürşat, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı**, Ankara: Asil Yayınları, 2005.
- VURAL, Güven, **Yatırım Ortaklıkları**, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi, Ankara, 1978.
- YALÇINER, Barbaros, **Tezgah üstü Hisse Senedi Piyasaları, ABD ve Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirilmesi**, Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:34, 1996.
- YALKIN, Y.K., **Yatırım Fonları**, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Sa.128, 1989.
- YASİN, Melikşah, **SPK ve İşlemleri**, Ankara: Seçkin Yayınları, 2002.
- YUCA Hamdullah, **Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıklarının Portföy Yapıları**, Marmara Üniversitesi, B.S.E., Sermaye Piyasaları ve Borsa Anabilim Dalı, Y.L. Tezi, İstanbul, 1996.

## İNTERNET KAYNAKLARI

Active Dergisi, **UCITS III Direktifi Çerçevesinde Türkiye'de Yatırım Yapmanın Yolları**

<http://www.euractiv.com.tr/finansal-hizmetler/link-dossier/ucits-iii-direktifleri-cercevesinde-turkiyede-yatirim-yapmanin-yollari>

Erişim Tarihi:20.04.08.

AKBULUT, Ersin Y., **Gelişmiş Pazarlarda Kamuoyuna Açıklama Uygulamaları ve Türkiye**

[http://www.tusiad.org/tusiad\\_cms.nsf/LHome/94595D4B0BA8A2FBC2257354004F890F/\\$FILE/2003.05.23-PiyasaEkonomisiVeSeffaflik-EAkbulutSunum.pdf](http://www.tusiad.org/tusiad_cms.nsf/LHome/94595D4B0BA8A2FBC2257354004F890F/$FILE/2003.05.23-PiyasaEkonomisiVeSeffaflik-EAkbulutSunum.pdf) Erişim Tarihi:9.02.08.

Avrupa Birliği Genel Sekreterliği, **Türkiye- AB İlişkileri,**

[www.abgs.gov.tr/index.php?p=4&l=1](http://www.abgs.gov.tr/index.php?p=4&l=1) Erişim Tarihi:02.02.08.

BEYAZOĞLU, Hakan, **Yatırım Fonları Üzerine Bir Değerlendirme ve Türkiye'de İştirak Yatırım Fonları,**

<http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=430&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf> Erişim Tarihi:23.11.07.

**CESR is an independent Committee of European Securities Regulators**

[http://www.cesr-eu.org/static/contenu\\_cesrinshort.php](http://www.cesr-eu.org/static/contenu_cesrinshort.php)

Commission of the European Communities, **White Paper On Enhancing The Single Market Framework For Investment Funds,** Brussels 15.11.2006,

<http://www.uni-mannheim.de/edz/pdf/sek/2006/sek-2006-1452-en.pdf>,

Erişim Tarihi: 23.11.07.

ÇALIŞKAN, Ali, **8. Yönerge Çerçevesinde Avrupa Birliğinde Bağımsız Denetim**

<http://www.sayistay.gov.tr/yayin/dergi/icerik/der63m3.pdf>

Erişim Tarihi:13.02.08.

ÇOLAK, Erdem, **Röportaj**

<http://www.euractiv.com.tr/finansal-hizmetler/interview/yatirim-fonlari-toplam-portfoy-buyuklugu-yuzde-160-oraninda-artisla-26-milyar-ytlyi-asti0>

Erişim Tarihi:29.03.08.

Dow Jones İstanbul, **Yatırım fonları ve Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin 2006-2015 Yılı Vergilendirme Esasları,**

<http://www.djist.com/subs/vergilendirme.asp?lang=tr>

Erişim Tarihi:29.03.08.

Dünya Bankası Konferansı- 8 Kasım 2005, **İleri Muhasebe ve Denetim Düzenleme Programı,**

<http://siteresources.worldbank.org/INTECAADVPRO/Resources/1934132-1135083719799/Colinet-TUR.ppt#274,4>, CESR Erişim Tarihi:17.02.08.

Dünya Bankası Küresel Kalkınma Öğrenme Ağı-İleri Muhasebe ve Denetim Düzenleme Programı-06.06.2006-**Devredilebilir Menkul Kıymet**

**Müşterek Yatırım Fonu Girişimleri(UCITS)**

[http://siteresources.worldbank.org/EXTECAADVPRO/Resources/1934187-1152207164847/Worldbank\\_UCITS\\_presentation\\_06%5B1%5D.06.06\\_TUR.ppt](http://siteresources.worldbank.org/EXTECAADVPRO/Resources/1934187-1152207164847/Worldbank_UCITS_presentation_06%5B1%5D.06.06_TUR.ppt), Erişim Tarihi:29.02.08.

**EMRE, Zeynep, MiFID DİREKTİFİ**

[http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/ebirlik/gundem\\_200702.pdf](http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/ebirlik/gundem_200702.pdf)  
Erişim Tarihi:7.02.08 ss.7, 8

**EROL, Turan, "Portföy Yönetimi ve Kurumsal Yatırım Fırsatları "Panelinde Yaptığı Konuşma, 23.10.2007.**

[http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20071023&subid=0&ct=f&ext=.pdf&filename=20071023\\_0.pdf](http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20071023&subid=0&ct=f&ext=.pdf&filename=20071023_0.pdf), Erişim Tarihi:29.03.08.

**FIKIRKOCA, Ekin, Avrupa Birliği'nin Şeffaflık Direktifi**

[http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/ebirlik/gundem\\_200711.pdf](http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/ebirlik/gundem_200711.pdf)  
Erişim Tarihi:11.02.08.

**FOELSCH, Martin E., Finansal Araç Piyasaları Direktifi(MiFID)**

[http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/konferans\\_II/sunumlar/MartinEFoelsch.pdf](http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/konferans_II/sunumlar/MartinEFoelsch.pdf) Erişim Tarihi:7.02.08.

**HÖNINGER, Matthias, Kollektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Direktif-UCITS Direktifi**

[http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/konferans\\_I/sunumlar/MatthiasHoninger.pdf](http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/konferans_I/sunumlar/MatthiasHoninger.pdf), Erişim Tarihi:18.03.08.

**İktisadi Kalkınma Vakfı (İKV), AB Tarihçesi: Amsterdam Antlaşması,**

<http://www.ikv.org.tr/abtarihce.php> Erişim Tarihi: 29.01.08.

**İktisadi Kalkınma Vakfı (İKV), AB Tarihçesi: Maastricht Antlaşması,**

<http://www.ikv.org.tr/abtarihce.php> Erişim Tarihi: 28.01.08.

**İktisadi Kalkınma Vakfı (İKV), AB Tarihçesi: Ankara Antlaşması,**

[www.ikv.org.tr/abtarihce.php](http://www.ikv.org.tr/abtarihce.php) Erişim Tarihi:02.02.08.

**İMKB Takas ve Saklama A.Ş.-Uluslararası Vizyonumuz**

<http://www.takasbank.com.tr/Pages/UluslararasıVizyonumuz.aspx>  
Erişim Tarihi:12.02.08.

**İMKB, Sermaye Piyasaları ve Borsa Temel Klavuzu**

<http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm> Erişim Tarihi:12.11.2007.

**OKSAY, Suna, Türk Sigorta Sektörünün AB'ye Uyum Sürecinde, AB Sigorta Sektörünün Durumu**

<http://www.gesid.org.tr/getDocument.aspx?intpageNo=143>, Erişim Tarihi:11.02.08

**OSTERMANN, Carsten, Kamuyu Aydınlatma Direktifi**

[http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/konferans\\_II/sunumlar/CarstenOstermann.pdf](http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/konferans_II/sunumlar/CarstenOstermann.pdf) Erişim Tarihi:10.02.08.

PİRTİNİ, Ali Türker, **Sermaye Piyasası Kurumları ve Araçlarının Vergilendirilmesinde En Son Değişiklikler**,  
[www.alomaliye.com/kasim\\_06/ali\\_pirtini\\_spk\\_arac.htm](http://www.alomaliye.com/kasim_06/ali_pirtini_spk_arac.htm)  
Erişim Tarihi:18.01.08.

SPK, **Menkul Kıymet Yatırım Fonları-Tanıtım Rehberi**  
[www.spk.gov.tr/digermenuler/handle.aspx?action=showcontent&id=11](http://www.spk.gov.tr/digermenuler/handle.aspx?action=showcontent&id=11)  
Erişim Tarihi:05.01.2008.

SPK, **Tüm Değişikliklerle Sermaye Piyasası Kanunu**  
<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pid=0&menuid=5&subid=0&fn=500.pdf>

SPK, **Uluslar arası Faaliyetlerimiz**  
[www.spk.gov.tr/filesys/twinning/index.html](http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/index.html) Erişim Tarihi:24.02.08.

SPK, **Yabancı Yatırım Fonları- Tanıtım Rehberi**  
<http://www.spk.gov.tr/digermenuler/handle.aspx?action=showcontent&id=65> Erişim Tarihi:21.03.08.

TAŞCI, Müge, **Basel II Sermaye Yeterliliği Uzlaşısı ve AB'nin Yeni Sermaye Yeterliliği Direktifi**, TSPAKB, Seminer Notları, Haziran 2007.  
[http://www.tspakb.org.tr/toplantilar/paneller/basel\\_II/basel\\_II\\_panel.pdf](http://www.tspakb.org.tr/toplantilar/paneller/basel_II/basel_II_panel.pdf)

TREASURY, HM, The Financial Services Authority, **The Bank of England, "Financial Services, Action Plan: A Guide"**  
[http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/fsap\\_guide.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/fsap_guide.pdf)  
Erişim Tarihi:14.02.08.

TSPAKB, **Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları**  
[www.tspakb.org.tr/egitim/egitimkilavuzlari.htm](http://www.tspakb.org.tr/egitim/egitimkilavuzlari.htm) Erişim Tarihi:18.01.08.

TSPAKB, **Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Mevzuat, Ticaret Hukuku ve Borçlar Hukuku**,  
[www.tspakb.org.tr/egitim/egitimnotlari/sp\\_mevzuat\\_ileri.pdf](http://www.tspakb.org.tr/egitim/egitimnotlari/sp_mevzuat_ileri.pdf)  
Erişim Tarihi:12.11.2007.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, **Finansal İstikrar Raporu**, Kasım 2007.  
[http://www.mfa.gov.tr/NR/rdonlyres/AF2D5195-4FAD-49C6-A786-D2A04F770F41/0/2007IlerlemeRaporu\\_Tr.pdf](http://www.mfa.gov.tr/NR/rdonlyres/AF2D5195-4FAD-49C6-A786-D2A04F770F41/0/2007IlerlemeRaporu_Tr.pdf) Erişim Tarihi:15.02.08.

Uludağ Sözlük- **Nice Antlaşması**  
[www.uludagsozluk.com/k/nice-antlasmasi](http://www.uludagsozluk.com/k/nice-antlasmasi) Erişim Tarihi: 29.01.08