

17-29  
60-73

**TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARININ İŞLEYİŞİ  
A TİPİ FONLARIN PORTFÖY YAPILARININ ANALİZİ  
VE REEL GETİRİLERİNİN SEÇİLMİŞ ALTERNATİF  
YATIRIM ARAÇLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI**

**Yüksek Lisans Tezi**

**Nuray (GÜN) İSLATİNCE**

**Eskişehir - 1996**

T.C.  
ANADOLU ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ .

**TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARININ İŞLEYİŞİ  
A TİPİ FONLARIN PORTFÖY YAPILARININ ANALİZİ VE REEL  
GETİRİLERİNİN SEÇİLMİŞ ALTERNATİF YATIRIM ARAÇLARI  
İLE KARŞILAŞTIRILMASI**

6-72

**Yüksek Lisans Tezi**

**Nuray (GÜN) İSLATINCE**

**Eskişehir - 1996**

Yüksek Lisans Tezi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü

## ÖZET

Sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunan ve vadesiz mevduata alternatif olarak geliştirilen yatırım fonları ve işleyişi ile, fonların seçilmiş alternatif yatırım araçları karşısındaki reel getiri durumunun analizi çalışmanın kapsamını oluşturmuştur.

Bu amaçla çalışmanın birinci bölümünde yatırım fonlarının genel bir değerlendirilmesi yapılmış ve dünyadaki yatırım fonları uygulamalarından örnekler verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, Türkiye'de yatırım fonlarının kuruluşu ve gelişimi incelenerek, yatırım fonları, tasarruf sahipleri ve bankalar açısından değerlendirilmiştir.

Üçüncü bölümde, -A- tipi fonların belli bir dönemdeki reel getirileri hesaplanarak, seçilen diğer yatırım araçlarının getirileri ile karşılaştırılmış ve yatırım fonlarının yatırımcısına sağladığı kazancın daha büyük, kaybın ise, daha az olduğu görülmüştür.

## **ABSTRACT**

The purpose of this study is to analyze the investment funds, which contribute the development of capital markets and one of the principal alternatives of checking deposit, and how they operate. In addition to this, We examine the investment funds' real rate of return and compare them to the other investment means.

In the first section of the study, We first examine the investment funds in general. And then, we present worldwide applications of them.

In the second section, giving the brief explanations to historical development of investment funds in Turkey, We evaluate the investment funds in terms of savers and banks.

In the third and last section, computing the real rate of returns of A-type investment funds in the selected period, We compare them that of other alternatives investment means.

## İÇİNDEKİLER

<b>GİRİŞ</b> . . . . .	1
------------------------	---

### Birinci Bölüm

#### GENEL OLARAK YATIRIM FONLARI

<b>I. YATIRIM FONU KAVRAMI VE ÖZELLİKLERİ</b> . . . . .	3
A. YATIRIM FONU KAVRAMI . . . . .	3
B. YATIRIM FONUNUN OLUŞUMU VE ÖZELLİKLERİ . . . . .	4
<b>II. YATIRIM FONLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ</b> . . . . .	6
<b>III. YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI</b> . . . . .	6
A. SERMAYE YAPISINA GÖRE . . . . .	6
B. KAR DAĞITIMINA GÖRE . . . . .	7
C. YATIRIM ALANLARINA GÖRE . . . . .	8
D. YATIRIM KONULARINA GÖRE . . . . .	9
E. YATIRIM AMAÇLARINA GÖRE . . . . .	10
F. PORTFÖY YAPISINA GÖRE . . . . .	11
<b>IV. YATIRIM FONLARININ FAYDA VE SAKINCALARI</b> . . . . .	11
A. YATIRIMCININ AVANTAJLARI . . . . .	11
B. KURUCU BANKANIN AVANTAJLARI . . . . .	13
C. YATIRIM FONLARININ SAKINCALARI . . . . .	13
<b>V. YATIRIM FONLARININ OLUŞTURULMASNA İLİŞKİN YÖNTEMLER</b> . . . . .	14

A. NAKİT YÖNTEMİ . . . . .	14
B. TAHSİS YÖNTEMİ . . . . .	15
<b>VI. MENKUL KIYMETLER YATIRIM FONLARININ SERMAYESİ VE PORTFÖY YAPISI . . . . .</b>	<b>17</b>
A. MENKUL KIYMETLER YATIRIM FONUNUN SERMAYESİ	17
B. PORTFÖY OLUŞUMU . . . . .	18
C. PORTFÖY YÖNETİMİ . . . . .	19
1. Portföy Planlaması . . . . .	19
2. Yatırım Analizi . . . . .	20
3. Portföy Seçimi ve Değerlendirmesi . . . . .	20
4. Portföy Denetlenmesi . . . . .	21
<b>VII. PORTFÖY YÖNETİM YÖNTEMLERİ . . . . .</b>	<b>21</b>
A. AKTİF PORTFÖY YÖNETİMİ . . . . .	23
B. PASİF PORTFÖY YÖNETİMİ . . . . .	23
C. VERİM EĞRİSİ . . . . .	23
D. GAPPING STRATEJİLERİ . . . . .	24
E. ALFA DEĞERİ YAKLAŞIMI . . . . .	24
<b>VIII. FONLARDA YATIRIM HEDEF VE POLİTİKALARI . . . . .</b>	<b>25</b>
<b>IX. ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE YATIRIM FONU UYGULAMALARI</b>	<b>26</b>
A. A.B.D. YATIRIM FONLARI . . . . .	26
B. AB ÜLKELERİNDE YATIRIM FONLARI . . . . .	28
C. İSVİÇRE YATIRIM FONLARI . . . . .	29
D. KORE YATIRIM FONLARI . . . . .	30

## **İkinci Bölüm**

### **TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMET YATIRIM FONU**

<b>I. YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN HUKUKİ DÜZENLEMELER</b>	<b>32</b>
<b>II. MENKUL KIYMET YATIRIM FONU TANIMI . . . . .</b>	<b>33</b>

<b>III. MENKUL KIYMET YATIRIM FONU KURABİLECEKLER VE NİTELİKLERİ</b>	34
<b>IV. FONUN KURULUŞU</b>	34
A. FON İÇ TŪZŪĞŪNŪN HAZIRLANMASI	34
B. FON İÇ TŪZŪĞŪNŪN NOTERCE TASDİKİ VE İZNİ	37
C. FON İÇ TŪZŪĞŪNŪN TESCİLİ VE DEĞİŞTİRİLMESİ	37
<b>V. FONUN OLUŞMASI VE KATILMA BELGELERİNİN HALKA İHRACI</b>	38
A. FONUN OLUŞMASI	38
B. KATILMA BELGELERİNİN ÇIKARILMASI VE HALKA ARZI	39
1. Katılma Belgeleri	39
2. Katılma Belgelerinin İhraç ve Halka Arz Esasları	40
C. KATILMA BELGELERİNİN DEĞERİNİN TESPİTİ	43
1. Katılma Belgelerinin Satış Fiyatlarının Tespiti	45
2. Katılma Belgelerinin Geri Satın Alınış Fiyatlarının Tespiti	46
<b>VI. TARAFLARIN HAKLARI VE BORÇLARI</b>	50
A. BANKANIN HAKLARI VE BORÇLARI	50
B. YATIRIMCILARIN HAKLARI VE BORÇLARI	51
<b>VII. FON YÖNETİMİ</b>	53
A. YÖNETİM İLKELERİ	53
B. PORTFÖYŪN SAKLANMASI	56
<b>VIII. FONUN DENETİMİ</b>	57
A. İÇ DENETİM	57
B. DİŞ DENETİM	57
C. SPK DENETİMİ	58
<b>IX. YATIRIM FONLARININ SONA ERMESİ VE TASFİYESİ</b>	58

## Üçüncü Bölüm

### A TİPİ FONLARIN PORTFÖY YAPILARININ VE REEL GETİRİLERİNİN ANALİZİ

I. ARAŞTIRMANIN AMACI . . . . .	60
II. A TİPİ FONLARIN PORTFÖY YAPILARININ ANALİZİ . . .	61
III. DİĞER TİP FONLARIN PORTFÖY YAPILARININ ANALİZİ	63
IV. A TİPİ FONLARIN PORTFÖY YAPILARI İLE DİĞER TİP FONLARI PORTFÖY YAPILARININ KARŞILAŞTIRILMASI	65
V. A TİPİ FONLARIN GETİRİLERİNİN REEL BAZDA İNCELENMESİ VE SEÇİLMİŞ YATIRIM ARAÇLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI . . . . .	66
SONUÇ . . . . .	72
YARARLANILAN KAYNAKLAR . . . . .	74

## GİRİŞ

1981 yılında çıkarılan sermaye piyasası kanunu ile, ÷lkemize birçok yeni kavram kazandırılmıştır. Bu kanunda ilk kez tanımlanarak 1987 yılında kurulan kurumlardan biri de Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarıdır.

Sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunan ve vadesiz mevduata alternatif olarak gelişen bu risksiz ve likiditesi yüksek yatırım aracına olan yoğun ilgi hızla artmaktadır

Yatırım fonlarının ÷lkemizdeki gelişimini izlemek ve fonların portföy yapılarında meydana gelen değişmelerin nedenlerini ortaya konarak, bu yatırım aracının diğer alternatif yatırım araçları karşısındaki reel getirisinin hesaplanarak ortaya konması bu çalışmanın amacını oluşturmaktadır.

Bu amaca ulaşabilmek için çalışmanın birinci bölümünde, yatırım fonlarının tahriçesi, amacı, özellikleri, kuruluş yöntemleri, çeşitleri ve sermayesi hakkında genel bilgiler verilmiştir. Yine bu bölümde portföy yapıları, portföy yönetimi yöntemleri açıklanarak, fonların fayda ve sakıncaları ile fonun sağladığı gelirler belirtilmiştir. Birinci bölümün sonunda örnek olarak seçilmiş bazı ÷lkelerdeki yatırım fonları tanıtılarak, Türkiye ile bir karşılaştırma yapılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye’de yatırım fonu kurulması hakkında yasal düzenleme, yönetim ilkeleri, denetim, fonun hesap durumu ve sona ermesi konuları incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, (A) tipi fonlar ile diğer tip fonların benzer ve farklı yönleri ortaya konarak bunların reel geterileri araştırılmış daha sonra (A) tipi fonlar ile seçilmiş diğer yatırım araçları karşılaştırılarak Ocak 94-Kasım 95 dönemine ilişkin yatırımcılarına sağladıkları reel kazançlar ortaya konmuştur.

## Birinci Bölüm

### GENEL OLARAK YATIRIM FONLARI

#### I. YATIRIM FONU KAVRAMI VE ÖZELLİKLERİ

##### A. YATIRIM FONU KAVRAMI

Küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin verimli ve güvenli bir şekilde değerlendirilmesi ve yatırımın kaçınılmaz unsuru olan risk faktörünün en alt düzeyi indirilebilmesi için tasarruf sahiplerinin birikimlerinin toplanması ve bu tutarların uygun biçimde kullanılması ihtiyacı yatırım fonlarının doğmasına neden olmuştur<sup>1</sup>.

Menkul kıymetler yatırım fonları, sabit sermayeli (closed end) ve değişir sermayeli (open end) olmak üzere iki biçimde kurulabilmektedir. Sabit sermayeli yatırım fonlarında sermaye ihraç edilen katılma belgeleri ile sınırlıdır. Dolayısıyla sermayeden fazla katılma belgesinin ihracı mümkün değildir. Değişir sermayeli yatırım fonlarında ise, sermaye açısından bir limit bulunmamakta, fon katılma belgelerinin bittiği durumlarda dahi talep üzerine yeni katılma belgeleri ihraç edilebilmektedir. Bu nedenle değişken sermayeli yatırım fonlarında

---

<sup>1</sup> Ahmet KIRMAN, "Menkul Kıymetler Yatırım Fonları ve Vergilendirme". TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ, Yay. No. 158, Ankara 1990, s. 7.

sermaye, katılma belgelerine olan talebe göre büyümekte ya da küçülmektedir.

Sermaye piyasasında faaliyet gösteren aracı kurumlar içerisinde önemli bir yere sahip olan menkul kıymetler yatırım fonları, halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet eseslarına göre menkul kıymet portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığı olarak tanımlanabilir<sup>2</sup>. İşleyişlerinden kaynaklanan nedenlerle katılma belgesi sahiplerine önemli avantajlar sağlama özelliğine sahiptir. Bu avantajlar daha sonraki konularda detaylı bir şekilde incelenecektir.

## B. YATIRIM FONUNUN OLUŞUMU VE ÖZELLİKLERİ

Menkul kıymetlere yatırım yapmak, portföy oluşturmak ve bu portföyü yönetmek bir uzmanlık konusudur.

Tasarruf fazlası olan birimlerin piyasaya fon arzı doğrudan olabileceği gibi, kollektif yollardan da olabilir. Tasarruf fazlası olan bireyler genellikle bu tasarruflarını sermaye piyasasındaki finansal araçlara yatırma konusunda yeterli piyasa bilgisine sahip olmayabilir. Tasarrufların hacmi, ortalama yatırım riskini minimize etmek amacıyla çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmaya yetecek boyutta olmaz. Bu gibi nedenlerle piyasaya doğrudan fon arzı yerine, kollektif biçimde girme, bireye tasarruflarını daha rasyonel bir biçimde değerlendirme ve yatırım çeşitlendirmesi yoluyla riski azaltma imkanı tanımaktadır.

Küçük birikim sahiplerinin birikimlerini değerlendirmesi konusunda ortaya çıkan ihtiyaçları gidermek amacıyla, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları olarak adlandırılan kollektif yatırım kuruluşları ortaya çıkmıştır. Kollektif yatırım kuruluşu olan Menkul

<sup>2</sup> Selahattin TUNCER, "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu", Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar), Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, İstanbul 1984, s. 233.

Kıymetler Yatırım Fonu'nun temel özelliklerini şu şekilde sıralayabiliriz<sup>3</sup>:

1. İşlem Maliyeti: Aracılar sürekli olarak menkul kıymet alım-satım işleriyle uğraştıkları için bireysel yatırımcılar veya fon talep edenlerin elde edemediği ölçek ekonomisinden yararlanırlar.
2. Bilgi Üretimi: Mali aracılar herhangi bir borçlanıcı hakkında borç verenden daha çok ve doğru bilgiyi , daha ucuza edinebilirler.
3. Bölünebilirlik ve Esneklik: Herbir bireysel tasarrufçunun tasarruflarını birincil menkul kıymet satın almak için bir havuzda toplayan aracılar, yatırımcıların almak istediği büyüklüklerde menkul kıymet ihraç ederler. Borçlanıcılar da hem tek tek tasarruf sahipleriyle uğraşmaktan hem de onların istedikleri tutarda menkul kıymet çıkarma zorluklarından kurtulurlar.
4. Çeşitlendirme ve Risk: Aracılar topladıkları fonları çok çeşitli birinci menkul kıymetlere yatırarak riski dağıtırlar.
5. Vade: Aracı kurumlar satın aldıkları belirli vadelerdeki menkul kıymetleri daha farklı vadelerdeki ikincil menkul kıymetlere çevirerek hem fon kullanıcılarının hem de fon arzedenlerin isteğine uygun vadelerde fon ve menkul kıymet ve dolayısıyla da piyasada likidite sağlarlar.
6. Uzmanlık ve Uygunluk: Aracı kurumlar tasarruf sahiplerinin isteklerini karşılayacak uygun menkul kıymetlerin sağlanmasında uzmandırlar.

---

<sup>3</sup> Horne J. VAN, **Financial Markets and Flows**, 2nd. Edition, Prentice-Hall, Inc., 1984, s.78.

## II. YATIRIM FONLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ

Yatırım fonlarının tarihsel geçmişi İngiliz hukuk sistemindeki “emanet” (trust) müessesine dayanır<sup>4</sup>. Ancak bu müessese aslında yatırım fonları ile ilgili değildi. Yatırım fonlarının ilk doğuşu 19. yüzyılın ilk yarısında, 1822 yılında Belçika’da ve 1860 yılında İskoçya’da kurulan yatırım fonları ile başlamaktadır. Ancak 20. yüzyılda en büyük gelişmeyi İngiltere’de göstermiştir. ABD’de Birinci Dünya Savaşı sonrasında yayılmaya başlamıştır. İki Dünya Savaşı arasındaki buhranlı dönemde bir gerileme olmuş ancak, İkinci Dünya Savaşından sonra yatırım fonlarının gösterdiği gelişme 1970’li yıllardan sonra dünya ekonomik konjonktüründeki yavaşlama ile gerilemiştir<sup>5</sup>.

## III. YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI

Çeşitli ülkelerde faaliyet gösteren yatırım fonlarını şu şekilde sınıflandırabiliriz.

### A. SERMAYE YAPISINA GÖRE

Yatırım fonları kuruluş sermayesine göre iki türlü oluşabilir;

- Sabit Sermayeli Menkul Kıymetler Yatırım Fonu ve Değişir Sermayeli Menkul Kıymetler Yatırım Fonu.
- Sabit sermayeli yatırım fonlarının ana sözleşme ile belirlenmiş bir sermayesi vardır. Sermayenin arttırımı veya azaltılması, ana

<sup>4</sup> Hamdi YASAMAN, **İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulama İmkanları**, İstanbul 1980, s. 60.

<sup>5</sup> İbrahim ÖNGÜT, **“Yatırım Şirketleri ve Yatırım Fonları”**, İktisat ve Maliye Dergisi, Nisan 1987, Cilt: 14, Sayı:24, s. 61.

sözleşmenin değişikliğini gerektirir. Bu tür yatırım kuruluşları “Yatırım Ortaklığı” adını alırlar.

Bunlar sahip oldukları sermaye miktarı kadar katılım belgesi çıkarabilirler. Bu tavana ulaşıldıktan sonra katılma belgesi ihracı durur<sup>6</sup>. Katılma belgeleri borsada ve borsa dışında alınıp satılabilir.

Değişir sermayeli menkul kıymet yatırım fonlarının ise belirli bir sermaye limiti yoktur. Talep geri satın alınmış belgelerden karşılanır. Bunlar bittiği zaman yeni katılma belgeleri ihraç edilir. Böylece fonun sermayesi talebe göre büyür veya küçülür.

Değişken sermayeli fonlar katılma belgeleri ibraz edildiğinde derhal geri satın alıp bedelini ödemek zorunda oldukları için, portföylerinde borsada hemen paraya çevrilebilecek menkul kıymetler bulundururlar. Bu nedenle bu tip fonların katılma belgeleri borsaya kote edilemezler. Banka tarafından geri alındıkları için bunların likiditeleri daha fazladır. Bu yüzden değişir sermayeli (Açık uçlu) fonlar yeni kurulan ve borsaya kote edilmeyen şirketlerin menkul kıymetlerine yatırım yapamazlar<sup>7</sup>.

Sabit sermayeli (Kapalı Uçlu) yatırım ortaklığının pay senetlerine yatırım yapanlar, yatırımlarını paraya dönüştürmek için ikincil pazara başvurmak zorundadırlar<sup>8</sup>.

## B- KAR DAĞITIMINA GÖRE

Kar dağıtımını bakımından iki model söz konusudur. Bunlar kar dağıtan fonlar ve kar dağıtmayan fonlardır<sup>9</sup>.

Kar Dağıtan Fonlar: Yatırım fonlarını yöneten kuruluş yıl sonunda

<sup>6</sup> Ünal BOZKURT, “Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi”, İktisat Bankası Eğitim Yayınları No: 4, İstanbul 1988, s. 313.

<sup>7</sup> Muharrem KARSLI, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, İstanbul 1989, s.120-121.

<sup>8</sup> Ali CEYLAN, **Menkul Değer Analizi**, Uludağ Üniversitesi Yayınları, Bursa 1983, s.69.

<sup>9</sup> KARSLI, s. 121.

değer artışı, tahsil edilen temettü ve faiz tutarı olarak fonun karını hesaplar, içtüzüğe göre belirli bir miktarı katılım belgesi sahiplerine kar payı olarak öder. Ödeme sonunda katılma belgelerinin temettü kuponu taşınması gerekir. Sabit fonlar dağıtıcı fonlardır, çünkü portföy yapısı değişmez.

**Kar Dağıtmayan Fonlar:** Bu modelde portföyde bulunan menkul kıymetlerin kupon ödeme zamanı geldiğinde, tahsil edilen kupon bedelleri fona ilave edilerek bunlarla yeniden menkul kıymet satın alınır. Böylece fon gittikçe zenginleşir ve katılma belgelerinin değeri artar. İyi bir portföy yönetiminin ve hisse senetlerine yatırım yapılan şirketlerin reel gelişmesinin sağladığı normlar değer artışı ve portföy geliri ile yeniden yapılan yatırım katılma belgelerinin değerini devamlı yükseltir. Bu modelin sakıncası, gelir ihtiyacının karşılanması için, katılma belgelerinin bir bölümünün satılması zorunluluğunu getirmesidir.

### C. YATIRIM ALANLARINA GÖRE

Bu tip fonlar iki grup halinde incelenir:

- **Karma Fonlar:** Çeşitli menkul kıymetlere yatırım yapan fonlardır. Bu fonların portföyünde hiç bir çeşit ya da sektöre ait menkul kıymetler ağırlık taşımaz.

- **İhtisas Fonları:** Bir fon portföyü değer itibariyle yüzde 40-50 oranında belirli bir coğrafi bölgeye tahsis edilmiş ise, bu gibi fonlara ihtisas fonları denir.

#### D- YATIRIM KONULARINA GÖRE

- Uzun Vadede Gelir Sağlayan Alanlara Yatırım Yapan Menkul Kıymet Yatırım Fonları: Bazı yatırım fonları uzun vadeli sermaye ve gelir büyümesine önem vererek, portföylerini bu amaca göre oluştururlar.

- - Kısa Vadede Gelir Sağlayan Alanlara Yatırım Yapan Menkul Kıymet Yatırım Fonları: Bu yatırım fonları riskli fakat kısa vadede çok gelir sağlayan alanlara yönelmişlerdir. Bu fonlar genellikle gelir hisse senetlerine yatırım yaparlar.

- Gelişen ve Büyüyen Şirket Hisselerine Ağırlık Veren Menkul Kıymet Yatırım Fonları: Gelecekte ürün ve hizmetleri ile gelişeceği ve büyük karlar sağlayacağı umulan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan fonlardır.

- - Aynı Sanayi Kolunda Çeşitli Şirketlere Yatırım Yapan Menkul Kıymet Yatırım Fonları: Seçtikleri bir sanayi kolunda uzmanlaşırlar. Böylece hem hisselerle ilgili rüçhan hakkının kullanılmasında ve izlenmesinde kolaylık hem de yapılan araştırma masraflarından tasarruf edilmiş olunur.

- Mahalli İdarelerce ihraç Edilen Menkul Değerlere Ağırlık Veren Menkul Kıymet Yatırım Fonları: Bazı yatırım fonları güvenilir olması sebebiyle bu alanlara yönelirler. Buldukları bölgenin mahalli idaresince ihraç edilen tahvillere yatırım yaparak düzenli bir gelir elde ederler.

- Hazine Bonolarına ve Devlet Tahvillerine Portföylerinde Ağırlık veren Menkul kıymet Yatırım Fonları: Yatırım fonları geri satın alma garantisi verebilmek için gerektiği zaman portföyünden satış yapabilmelidir. Bu amaçla bazı yatırım fonları devlet tahvili ve hazine bonolarına portföylerinde geniş yer verirler. Bu tür fonların portföylerinin ortalaması düşük olur.

- Spekülatif Hisse Senetlerine Portföylerinde Ağırlık Veren Menkul Kıymet Yatırım Fonları: Spekülatif hisse senedi dar anlamda fiyatı yüksekte seyreden, çekici hisse senedi olarak tanımlayabiliriz. Aynı şekilde pazara yeni giren hisse senetleri ya da şirketlerce yeni ihraç edilen hisse senetleri de spekülatiftir. Fiyatı yüksekte seyreden bu hisselerin Fiyat / Kazanç oranları da yüksektir.

#### E- YATIRIM AMAÇLARINA GÖRE

Bu sınıflandırma, yatırım yapılırken elde edilmesi amaçlanan gelir türüne göre yapılır.

- Dengeli Menkul Kıymet Yatırım Fonu Amacı: Kar payı ve faizden oluşan bir gelir, istikrar ve uzun vadeli değer artışıdır.

Bu fonlarda ortaklara makul bir gelir sağlamak amacıyla, tahvil ve hisse senetlerinin her bir kısmı kendi piyasa indeksleriyle uygun bir şekilde karşılaştırılmalıdır. Toplam için uygulanacak indeks, fonda tutulan bütün tahvil ve hisse senetlerini aynı oranda kapsamalıdır. Böylece menkul değerler açısından bir denge sağlanmış olunur. Bunların sağlayacağı gelir açısından da denge kurulmuş olur.

- Girişimci Menkul Kıymet Yatırım Fonu: Bu fonda kar payının yanında diğer tüm gelirlerin de maksimizasyonunu sağlayacak şekilde, portföydeki menkul kıymetler düzenlenir. Portföyde hisse senedi oranını yükselterek, menkul kıymetler açısından girişimci bir nitelik kazandırılabilir. Ya da bu menkul kıymetlerin değerlerinin niteliği açısından girişimci (aggressive) bir portföy oluşturulabilir. Bunu sağlamak için sektör getirisine bakmaksızın fona alınacak hisse senetleri tümüyle girişimci nitelikte olanlar arasından seçilebilir. Oluşturulan portföy, menkul kıymetlerin oranı açısından "dengeli" nitelikte gözükse bile, seçilen hisse senedinin niteliği gereği "girişimci" nitelikte bir fon olabilir. Bunun için portföydeki hisse senetlerinin

girişimci mi (aggressive) yoksa defensive nitelikte mi olduğuna mı bakılmaktadır<sup>10</sup>.

Aggresive hisse senetleri, hisse senedin indeksinin üzerinde bir değerine sahip olur yani ortalama bir değer artışının üzerinde ve enflasyon karşısında satın alma gücünü koruyacak kadar bir gelir sağlayan hisse senetleridir. Yüksek bir risk üstlenmeyi gerektirir.

- - Tutucu Fonlar: Toplam portföy değerinin daha yüksek bir oranını sabit geliri menkul kıymetlere ayırırlar. Amaçları sermayekazancından çok, sabit bir getiri elde etmektir. Yani hisse senetlerinin değer artışından değil, sabit gelirlili menkul değerlerin gelirinden bir getiri amaçlarlar.

#### F- PORTFÖY YAPISINA GÖRE

Yatırım fonlarının portföyleri genelde değişkendir. Bazen portföy tamamen hisse senetlerinden oluşabilir. Bu hisse senetleri farklı işletmelere ait olup, portföyde bir çeşitlendirilmeye gidilmiş, risk dağıtılmıştır. Başka bir türde portföy bileşimi menkul değer türleri ile dengelenmiş olabilir. Bazı fonlar yabancı ülkelerde çıkarılmış menkul değerleri de portföye dahil ederler. Portföy bileşiminin nasıl olacağı önceden belirlenip, bu konudaki politikalar ve hedefler açık bir şekilde yatırımcılara duyurulur.

### IV. YATIRIM FONLARININ FAYDA VE SAKINÇALARI

#### A. YATIRIMIN AVANTAJLARI

Menkul kıymet yatırım fonları katılanlara şu avantajları sağlar:

<sup>10</sup> BOZKURT, s. 314, 315.

a- Sermayenin ve portföyün profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesi<sup>11</sup>, pay senetlerinin pazar değerlerinin tutarlılığını saptamak ve riskin dağıtılması bakımından, konjonktürün farklı yönlerde etkilenebilecek sektörleri belirleyebilmek yatırımcıların tek başlarına kolaylıkla başarabilecekleri bir iş değildir. Yatırım fonlarına yatırım yapmakla, uzman kuruluşun, bilimsel yöntemlere dayalı bir portföyün oluşturulması ve sonrasında da portföyün uzman elemanlarca sürekli olarak işlenmesinin yararları birlikte sağlanmış olur. Çünkü yatırım fonları, portföyde sürekli olarak değişiklikler yapma yoluyla, kısa süreli piyasa işlemlerinin karından ortaklarını da yararlandırırlar.

b- Risk dağılımı; portföy çeşitlendirme ve sürekli bilgilere dayanarak yatırım yapma<sup>12</sup>. Sermaye piyasasına küçük birikimi ile başvuran yatırımcı, sınırlı olanaklarıyla belirli pay senetlerini satın alabilir. Bu küçük birikimler belirli şirketlerin pay senetlerine yatırım yerine, bir portföye yatırım yapmak istenirse yatırım fonları bu ihtiyaca karşılık verirler. Böylece bir tek pay senetlerinin değer kaybetmesi durumunda, bunun tüm portföy üzerinde etkisi çok sınırlı olur ve birikimin de riski azalır.

c- Kıymetlerin devamlı gözetim altında tutulması ve daha sağlıklı, süratli bilgilere dayanarak yatırım yapılması

d- Kıymet alım satımında iyi zamanlama,

e- Katılanlara vergi avantajı ve beyana tabi olanlara beyan kolaylığı sağlanması,

f- Fonun portföyüne toplu kıymet alımları ve toplu portföy yönetimi sayesinde maliyet avantajı.

<sup>11</sup> KARSLI, s. 123.

<sup>12</sup> Şeref MELİK, **Sermaye Piyasası Araçları**, Emlak Bankası Eğitim Yayınları, No: 12. İstanbul 1993, s. 20-21.

## B- KURUCU BANKANIN AVANTAJLARI

a- Yatırım fonları ile yeni müşterileri bünyesine katan bankalar, bu kişilere diğer hizmetlerinden de yararlanarak gelirlerini arttırabilirler.

b- Tasarrufunu tek bir yatırım aracına bağlamak istemeyen yatırımcıya değişik alternatifler sunabilirler.

c- Yatırım fonlarında, hisse senetlerinin ağırlıklı olması ile yönetici bankaya pazar düzenleyicisi olma özelliği sağlanır.

d- Bankanın tanınmasına, prestij sağlamasına yardımcı olur.

Yatırım fonları belirtilen bu avantajları nedeniyle yatırımcı için cazip bir yatırım aracı olmakta ve "Vadesiz Mevduat" alternatifi olarak yatırımcıya sunulmaktadır.

## C. YATIRIM FONLARININ SAKINCALARI

Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının sakıncalarını şu şekilde özetleyebiliriz. Yatırım fonlarının hiç risk yokmuş gibi gösterilmesi tasarruf sahiplerini sonuçta zor durumda bırakabilmektedir.

Menkul Kıymetler Yatırım Fonunun hangi menkul kıymetlerden oluşacağı ve bu bilişimin zaman içinde nasıl bir değişim izleyeceği konusunda katılma belgesi sahiplerinin herhangi bir görüş bildirme ya da karışma yetkileri yoktur<sup>13</sup>.

Katılma belgesinin geri satılmak istenmesi halinde, menkul kıymet cüzdanının pay başına değeri düşük olabilir.

Fonun kurucusu olan bankanın kendi menkul kıymet cüzdanı ile fonun menkul kıymet cüzdanı arasında çıkar çatışması olabilir. Bu durum fonun menkul kıymet cüzdanı aleyhine sonuçlanabilir. Örneğin banka kendi menkul kıymet cüzdanındaki düşük getirili, yüksek riskli

<sup>13</sup> MELİK, s. 20-23.

menkul kıymetleri, başarısız satış yüklenimciliği (underwritery) işlemlerinden kalan ya da kendi başarısız iştiraklerine ait tahvil ve pay senetlerini fona devretmek isteyebilir. Menkul Kıymetler Yatırım Fonu hesabına gereksiz, aşırı sayıda alım satım yaparak komisyon gelirini arttırmak yoluna gidebilir.

Bazı durumlarda ise fon, bankaya yük olabilmektedir. Çünkü, fon kurulduğu zaman banka buna bir avans açıyor ve bu avansa göre portföy oluşturuyor. Gerekli izni aldıktan sonra katılma belgelerini halka arz ediyor. Avansın alınmasıyla fonun ve portföyün oluşması ile katılma belgelerinin halka arzı arasında en az 4-5 aylık bir süre geçmektedir. Bu sürede avansın faizsiz kalması banka açısından zarar oluşturmaktadır.

Fonun işlemleri sırasında bütün riski banka taşımaktadır. Fonun değer artışı, değer kaybı katılma belgelerini taşıyan kişilerde olmaktadır. Fonun işleyişinde ise, banka yönetici olarak katılma belgelerini her zaman bir evvelki akşamdan değerlendirilen fiyat üzerinden almakla yükümlüdür. Herhangi bir değer kaybı durumunda banka bir gün evvelki fiyattan belgeyi geri almak ve aradaki zararı yüklenmek zorundadır. Bankanın elinde sadece yüzde 5 arasında nakit (genellikle hazine bonusu) vardır. Bu nedenle banka geri ödeme sırasında zor durumda kalabilmektedir.

## **V. YATIRIM FONLARININ OLUŞTURULMASINA İLİŞKİN YÖNTEMLER**

### **A. NAKİT YÖNTEMİ (CASH METHOD)**

Bu yöntem ile fon oluşturmada fon sözleşmesi hazırlanıp fon yöneticisi ve güvenilir kişi belirlendikten sonra katılma belgeleri

yatırımcılara satılarak fon oluşturulur<sup>14</sup>. Daha sonra bu fonla, yatırım kurumu, sözleşmede belirlenmiş amaca uygun girişimlerde bulunmaya başlar.

Nakit metodunda menkul değerler, katılma belgeleri satıldıkça onlardan elde edilen meblağ ile satın alındıkları için yönetici ortaklığın bir karı söz konusu olmaz. Fonda toplanan para ile borsadan o günkü rayice göre menkul değer satın alınmakta ve bundan doğacak karda, zararda tamamen fona ait olmaktadır. Dolayısıyla yönetici ortaklığın herhangi bir spekülasyonu söz konusu değildir<sup>15</sup>.

## B. TAHSİS YÖNTEMİ (APPROPRIATION METHOD)

Bu yöntem ile fon kurulması durumunda ise, fon kurucusu veya kurucuları fon sözleşmesini hazırlayıp yasal formaliteleri tamamlarken bir fon da oluşturmaktadırlar. Tahsis edilen bu fonla bir portföy kurulmakta, daha sonra ise yeni katılma belgeleri hazırlanarak bu belgeler yatırımcılara satılmaktadır.

Yatırım fonu statüsünde kurulan bir kolektif yatırım kurumunda dört ilgili taraf bulunmaktadır. Bunlar, fon kurum veya kurucuları, fonun varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişi (trust), fon yönetiminden sorumlu olan yönetici ve fona katılmış bulunan yatırımcı bireylerdir. Fon sözleşmesi fon yöneticisinin, güvenilir kişinin ve yatırımcı bireylerin hak ve sorumluluklarını belirler ve fon yönetimine, işleyişine ilişkin kural ve politikaları genel esasları ile ifade eder.

Fon yönetimi fonun işletilmesi, katılma belgelerinin belirlenen fiyatla satılması ve yatırım politikalarının uygulanmasından sorumludur<sup>16</sup>. Yönetici genellikle sermaye pazarında aracılık görevi

<sup>14</sup> Cevat SARIKAMIŞ, **Sermaye Pazarları**, İstanbul 1995.

<sup>15</sup> YASAMAN, s. 31.

<sup>16</sup> Oğuz GÖKER, "Kollektif Yatırım Kurumları ve Bu Kurumların Ülkemizde İşlerliği Üzerine Bir İnceleme", Doktora Tezi, İ.Ü. İşletme Fakültesi 1977, s. 54.

üstlenmiş bir firmadır. Fonun oluşturduğu portföyü yönetirken veya fonun katılım belgelerini satın alır ve satarken, kendi nam ve hesabına hareket edebildiği gibi bir komisyoncu gibi de çalışabilir. Kendi nam ve hesabına çalışma veya tüccar gibi davranma yönetici firmanın kendi namına satın aldığı finansal varlıkları yatırım kurumuna satarak kar sağlayabilme olanağını vermektedir. Bu tür davranışın fonu zarara sokabileceği, yöneticinin kendi portföyündeki düşük kaliteli finansal varlıkları fona satabileceği olasılığı her zaman için mevcuttur. Yöneticinin ne sıfatla alım-satım aracılık yapabileceği ülkeden ülkeye değişmektedir. Örneğin İngiltere'de tüccar gibi davranma olanağı bulunmaktadır. Fon için güvenilir kişi görevini gören özel veya tüzel kişinin başta gelen görevi fonla ilgili tarafların fon sözleşmesi hükümlerine uygun işlev görmelerini sağlamaktır. Güvenilir kişi kendisine verilmiş bu görevi görürken şu uğraşlar içine girmektedir<sup>17</sup>.

- Fon varlıklarının saklanması
- Yatırımların kontrolü: Bu kontrol a) yatırımların fon politikalarına uygunluğunu saptamak, b) portföyün belirlenmiş sınırlar içinde oluşup oluşmadığını belirlemek, c) portföydeki menkul değerlerin pazarlanabilir varlıklardan oluşup oluşmadığını anlamak, d) yönetimin açıktan satma veya satın alma izlemleri ile uğraşıp uğraşmadığını görmek amacı ile yapılır.
- Katılma belgelerinin alım ve satım fiyatlarının doğruluğunun kontrolü.
- Katılma belgesi sahiplerinin sahiplik kayıtlarının tutulması.

Tahsis yöntemine ait açıklamaları şöyle bir örnekle özetleyebiliriz.

Bir banka 500 milyon TL.'lik bir fon kurmak istesin. Banka güvenilir kişidir, fon içtüzüğü oluşturulur. Başlangıçta avans olarak

<sup>17</sup> SARIKAMIŞ, s. 113.

konulan 500 milyon TL çeşitli menkul değerlere yatırılır. Oluşturulan portföy böylece 500 milyon TL'ye eşit olunca banka, itibari değeri 10.000 TL olan 50.000 adet katılma belgesi ihraç ederek satar. 500 milyon TL toplandığında banka bunu kendisine aktarır. Böylece banka ile fon arasında fon ilişkisi kalmamış olur<sup>18</sup>.

## **VI. MENKUL KIYMETLER YATIRIM FONLARININ SERMAYESİ VE PORTFÖY YAPISI**

### **A. MENKUL KIYMETLER YATIRIM FONUNUN SERMAYESİ**

Yatırım fonlarında, fona tahsis edilen bir sermaye yoktur. Fon tutarının kendisi yeni fonun kurulması için banka tarafından tahsis edilen avans sermaye sayılır<sup>19</sup>. Yatırım fonları sabit veya değişken sermayeli olabilir. Sabit fonlarda portföyün oluşumu, fon oluşumu fon içtüzüğünde belli edilir ve bu tutar değiştirilemez. Yeniden katılma belgesi çıkartılabilmesi için statünün değiştirilmesi gerekir.

Yatırım fonunun kuruluş sermayesinin temini bakımından iki model vardır;

- Güvenilir Kişinin Avansı: Güvenilir kişi (banka) yatırım fonunun kurulması için önce ortaya bir avans koyar. Örneğin; 50 milyarlık bir avansla işe başlar. 50 milyarlık bir portföy oluşturur. Bu portföyün mülkiyetini 10.000.000 paya bölüp her pay için katılma belgesi çıkarttığı takdirde her payın ilk ihraç değeri 50.000 TL'dir ve fonun mülkiyetinin 10 milyonda birini temsil ediyordur. Güvenilir kişi katılma belgelerini sattıkça topladığı paralardan önceden yatırdığı avansı geri çeker. Katılma belgelerinin tümü satıldığında avansın tamamı geri alınmış olur.

<sup>18</sup> BOZKURT, s. 320.

<sup>19</sup> Ünal TEKİNALP, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, İstanbul 1982, s. 115.

- Katılma belgesinin önceden satılması; güvenilir kişi fon kurulmadan katılma belgelerini ihraç edip satar ve topladığı paralarla fonu oluşturur.

## B. PORTFÖY OLUŞUMU

Bankaların portföy oluşturmasında, yatırım fonu kurmak ve işletecek olan bankanın izlediği politika şu şekildedir. Banka kurduğu yatırım fonuna katılanlara yüksek gelir sağlamak isterse, randımanı yüksek nitelikte, yüksek gelir getiren menkul kıymetler ile piyasa değeri hızla artan menkul kıymet portföyünde yer verir. Menkul Kıymet Yatırım Fonunda genelde bir limit yoktur. Fonun tamamı hisse senedi veya başka bir yatırım aracından oluşabilir. Ancak bazı konularda sınırlamalar vardır. Örneğin, banka kendi iştiraklerine ait hisse senetlerini yüzde 20'den fazla bir oran tutacak şekilde portföye alamaz. Yüzde yirmiden geri kalan kısımda borsadan hisse senedi alımı yaparak sağlayabilir. İştiraklerinin dışında menkul kıymetler edinip yatırım portföyüne koymak isteyen bankaların gelir ortaklığı senedi, devlet tahvili, hisse senedi gibi çeşitli alternatifleri vardır<sup>20</sup>.

Fon portföyünün oluşturulması çalışmaları, portföye alınacak menkul kıymetlerin belirlenmesi bunların risk ve getiri açısından analizi ile başlar. Bu belirlendikten sonra, portföyün ne tür menkul kıymetlerden oluşturulacağı, yöneticilerin mevcut piyasa koşullarını iyi inceleyip, geleceğe yönelik beklentileri de göz önüne alarak tespit etmeleri gerekir. Belirlenen bu limitler içinde, portföy yöneticisi öngörülen bir risk seviyesinde en fazla getiriyi elde etmeye çalışır.

Yönetici ortaklık menkul değerlerin seçiminde tamamen serbesttir (esnektir) yada seçilecek menkul değerler fon sözleşmesinde belirtilmiştir (sabittir). Portföyde bulunabilecek menkul değerler fon

<sup>20</sup> Muharrem KARSLI, "Yatırım Fonları", Dünya Gazetesi, 13 Temmuz 1987.

sözleşmesinde belirlenmişse, yönetici ortaklığın görevi bunlara uymaktır. Esnek fonda yönetici ortaklık insiyatifini kullanarak portföye uygun gördüğü menkul değerleri alır. Yönetici ortaklık burada tamamen serbest değildir<sup>21</sup>. Katılma belgesi sahiplerinin vekili olarak özen göstermelidir.

Portföye menkul değer alınmadan önce mali, istatistikî, teknik ve geleceğe yönelik analiz yapılır. Mali analiz yatırım yapılacak ortaklığın veya devletin verilerine dayanarak yapılır.

Yatırım fonundan ayrılmak her zaman mümkün olduğundan ayrıca bir nakit bulundurulmalıdır. Ayrılacak nakit bilimsel yollardan hesaplanır. Nakdin yerine hemen paraya çevrilebilen menkul değerlerde tercih edilebilir. Fon sözleşmesinde yönetici ortaklığın ne miktarda nakit bulundurması gerektiği bilinmelidir.

### C. PORTFÖY YÖNETİMİ

Portföy yönetimi dinamik bir süreçtir ve dört aşamadan oluşur.

#### 1. Portföy Planlaması

a- Yatırımcıların Durumu: Yatırım süresinin belirlenmesi, yatırımcının istek ve amaçlarının açıklığa kavuşturulması (Yıllık gelir, değer artışı gibi olumlu yada piyasa düşüşlerinin getireceği risk, satın alma gücündeki azalma gibi olumsuz nitelikler açısından) ve yatırım süresince ortaya çıkacak fon hareketlerinin yatırım tutarı ve yatırım süresi boyunca buna yapılacak ek ve çekişlerin kestirilmesi gerekecektir.

b- Yatırım Uzmanının Durumu: Yatırımcının kendisinin ya da banka portföy yöneticisinin sağlayabileceğinden daha iyi sonuçlar alması göz önünde tutulur.

<sup>21</sup> YASAMAN, s. 55-56.

c- Yatırım Kriterlerinin Saptanması Aşaması: Yatırımcının gerçekleştirmek istediği amaca ve yatırımcı adına girişimde bulunan yatırım uzmanının ulaşmak istediği sonuca yönelik yatırım kriterinin saptanması gereklidir.

## **2. Yatırım Analizi**

Yatırım analizinde, taşınır değerlerin kalite ve değer yönünden incelenmesi ve en elverişli seçimin yapılması gereklidir. Yatırım Analizi portföye girmesi gereken, taşınır değerlerin niteliklerinin incelenmesi, ölçülmesi, belirli bir süre içinde değişik taşınır varlıkların gelişim süreçlerinin ne olabileceğinin kestirilmesidir. İleriye dönük açık ve matematiksel hesaplamalarla yapılır. Ekonomik analiz (makro ekonomik analiz, sermaye piyasası değişkenleri,...), sektör analizi (yatırımların sektörel dağılımları, sektörlerin milli gelir içindeki payı...) ve geleceğin tahmini analizi (yıllık kar, piyasa değerleri, faiz...) içerir.

## **3. Portföy Seçimi ve Değerlendirmesi**

Portföyün hangi değerlerden oluşacağı ve bileşimi saptanmaktadır.

Belirli zaman aralıklarında portföyün veriminde ve değerinde ortaya çıkan değişiklikler incelenmekte, bu değişikliklerin yatırımcıların amaçları ve yatırım kriteri ile uyumluluk durumu araştırılarak değerlendirilmektedir. İki aşamada yapılır:

- Gelişimin Ölçülmesi: Değerlerin gelişimlerinin ölçülmesi düzeyinde olabileceği gibi portföyün bir bütün olarak yarattığı sonuçların değerlendirilmesi biçiminde de olabilir.

- Karşılaştırma: Bu aşamada, portföy yöneticisinin çalıştığı süre boyunca tahminlerinde ne oranda başarılı olduğu araştırılır. Alternatif portföyler arasında veya belirli standartlara göre yapılır.

Portföy değerlendirmesi alınan kararların bekleneni ne ölçüde gerçekleştirdiğini göstermektedir. Portföy seçimi yatırımın başında ileriye dönük varsayımlara dayalı verilerle yapılmakta ve portföyün yarattığı sonuçları gösterdiği gibi ilk yapılan tahminlerin başarı ve isabet durumu hakkında fikir vermektedir<sup>22</sup>.

#### 4. Portföy Denetlenmesi

Portföy denetlenmesi ile portföy planlaması arasındaki ilişki, belirli zamanlarda alınan sonuçların yatırımcının amaçlarını etkilemesidir. Ekonomik analiz, sektör analizi ve değer analizlerinin sürekli yapılmasını gerekli kılar. Portföyün uzman bir kadro tarafından yönetilmesi gerekir. Fonu idare edecek yönetici ortaklığın menkul değerler konusunda uzmanlaşmış olması ve bu fonu yönetebilecek kadrosunun bulunması gerekir.

### VII. PORTFÖY YÖNETİM YÖNTEMLERİ

Zamanla değişen ekonomik koşullar, portföyden bazı kıymetlerin çıkarılıp satılmasını, yerlerine yenilerinin alınmasını gerektirir. Portföyden hangi kıymetlerin ne zaman çıkarılacağı ve yerlerine hangi kıymetlerin ne zaman konulacağını saptamak uzmanlık gerektiren bir iştir.

Portföy yönetimi, bell bir politikaya göre yürütülür. Risk, randıman ve kıymet artışı faktörlerinin bir veya ikisine ağırlık verilmek suretiyle yürütülen bu politika, portföy sahibi tarafından saptanır ve yöneticiye bildirilir<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> Ali Sait YÜKSEL, Gültekin RODOPLU, **Sermaye Piyasası**, İstanbul 1982 s. 207-209.

<sup>23</sup> Mentuş ERTAY, **Sermaye Piyasası ve Tekniği**.

Portföy yönetiminde, portföye dahil edilen varlıkların türü, kalitesi ve vadesi yatırımcıların açısından önemlidir. Ekonomik durum, pazar koşulları değiştikçe risk karlılık kombinasyonu da değişeceğinden, en iyi portföye sahip olmak için portföyün devamlı olarak cari koşullara göre ayarlanması gerekir. Bu süreç, portföy yönetim tekniğinin temelini oluşturmaktadır<sup>24</sup>.

Ayrıca portföydeki kıymetler zaman zaman teste tabi tutulmalıdır. Bu performansı düşen menkul kıymetlerin tespit edilmesinde yardımcı olur<sup>25</sup>.

Temelde portföy yönetimini amaçlayan iki temel yaklaşım geliştirilmiştir. Fakat uzun dönemde başarılı sonuçlar alınabilmesi yatırımcının içinde faaliyet gösterdiği ekonomik ve endüstriyel çevrenin sürekli incelenmesi ve portföy analizi ile mümkündür.

Geleneksel portföy analizinde, riskin birden fazla menkul değerlere dağıtılması amaçlanır. Bu aynı zamanda “bütün yumurtaları aynı sepete koymamak” ifadesi ile de tanımlanabilir. Bu yaklaşım, yatırımcının amacının belirlenmesi, portföye alınacak menkul kıymetlerin seçilmesi ve portföyü yönetmek, yatırım amaçlarındaki değişme üzerine gerekli düzeltmeleri yapmayı kapsar.

Modern portföy analizinde, menkul kıymet yatırımlarının tek tek ele alınması yerine tümü bir arada uygun seçilmiş bir portföy içinde düşünülmektedir<sup>26</sup>.

Portföy yönetimi ile ilgili beş tane yöntemden söz konusudur. Bunlar:

<sup>24</sup> BOZKURT, s. 280.

<sup>25</sup> Semih BÜKER, **Anonim Şirketlere Yapılacak Yatırımlarda Hisse Senetlerinin Değerleme Yöntemleri**, Eskişehir 1976, s. 140.

<sup>26</sup> Gültekin KARAŞIN, **Sermaye Piyasası Analizleri** SPK, Yay.No. 6, Ankara 1986, s.102.

## A. AKTİF PORTFÖY YÖNETİMİ

Fon'u oluşturan menkul kıymetlerin miktar vade ve kompozisyonları piyasa koşullarına uygun olarak sürekli değişir. Böylece getiri oranı arttırılmaya çalışılır. İki maliyet unsuru vardır. Birincisi işlem maliyetidir. Aktif portföy yönetimi, portföydeki menkul kıymetlerin gelişen piyasa koşullarına göre değişen getirilerinin sürekli olarak gözden geçirilmesi ve düşük getirili menkul kıymetlerin portföyden çıkarılmasının yerine o anda en yüksek getiriyi sağlayan menkul kıymetlerin portföye alınmasını gerektirir. Portföy revizyonu denilen bu aşamada belli bir işlem maliyetine katlanması gerekir. Menkul kıymetlerin değerlerinin saptanması için yapılacak bilgi toplama, bilgi işleme ve değerlendirme yanında, alım satım vergileri, komisyon ücretleri de bu maliyetin unsurlarını oluştururlar.

İkinci maliyet unsurunda yapılan değerlendirmeler sonucunda verilen kararların hatalı olması nedeni ile ortaya çıkan zararlardır.

## B. PASİF PORTFÖY YÖNETİMİ

Portföyün içeriğini ve getirisini fonun kuruluşu aşamasında tespit ederek, seçilen menkul kıymetleri zaman için doğal alışlarına bırakmaktadır. Piyasa koşullarındaki değişimlerden kaynaklanan kar imkanlarından faydalanamama maliyeti vardır<sup>27</sup>.

## C. VERİM EĞRİSİ

Bu yöntemde, değişik vadelerdeki sabit getirili menkul kıymetlerin değişik verim oranlarına sahip olmalarından faydalanılır. Menkul

<sup>27</sup> Murat OĞUZ, "Yatırım Fonlarında Modern Teknikler", Dünya Gazetesi, 3 Nisan 1990, s. 3-4.

kıymetler vadelerinden önce dahna düşük oranlarda elden çıkarılarak, elde tutma dönemindeki getirileri ihraçlarındaki getir oranlarının üzerine çıkarılır.

#### D. GAPPING STRATEJİLERİ

Bu yöntemde portföy yöneticisi, gelecekteki piyasa faiz oranları hakkında tahminde bulunur ve buna göre kredi pozsyonunu belirler.

#### E. ALFA DEĞERİ YAKLAŞIMI

Bu yaklaşımda portföydeki menkul kıymetlerin beklenen getirileri ve bu beklenen getiriye göre hesaplanan bugünkü değerleri, piyasada bulunan alternatif menkul kıymetlerin beklenen getiri ve değerleriyle karşılaştırılır. Bir menkul kıymetin piyasa fiyatı ile risk ve getiri karakteristikleri göz önünde bulundurularak belirlenen değerle, olması gereken gerçek değerleri arasındaki farka o menkul kıymetin Alfa değeri denir. Pozitif Alfa değerli menkul kıymetlerin piyasa fiyatı olması gereken gerçek değerlerine göre düşük, negatif Alfa değerli menkul kıymetlerin piyasa fiyatı onun gerçek değerlerine göre yüksektir. Portföy yöneticilerinin amacı piyasadaki pozitif Alfa değerli menkul kıymetleri tespit ederek, bunlardan bir yatırım portföyü oluşturmaktadır. Portföy yönetiminin temel prensibi, portföy içinde bulunan negatif Alfa değerli menkul kıymetlerin yerine piyasadaki pozitif Alfa değerli menkul kıymetleri ikame etmek suretiyle optimal bir portföy oluşturmaktır (Portföy optimizasyonu)<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> OĞUZ, s. 3.

## VIII. FONLARDA YATIRIM HEDEF VE POLİTİKALARI

Yatırım hedef ve politikaları, risk ve güvenli getiri hedefleri arasında tercih edilen optimum noktaya göre belirlenir. Risk/getiri arasındaki yatırım politikaları şunlardır:

- Hızlı Büyüme Fonları (Aşırı Büyüme Amacı): Maksimum sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen, riskin yüksekliği karşısında hızlı büyümeyi amaçlayan spekülâtif karakterli menkul kıymetlere yatırım yapan, buna karşılık sıfır veya düşük gelirli fonlardır.

Borçlanma yolu ile finansmana giderler. Performansları fiyatların yüksekliği dönemlerde artar, düştüğü dönemlerde azalır. Düşük gelirli olmalarının nedeni, yatırım yaptıkları yeni şirketlerin temettü vermemesinden ve hisse senetlerine yatırım yaptıkları için faiz geliri elde edemediklerinden dolayıdır. Uzun vadede iyi getiri sağlarlar.

- Büyüme Amaçlı Fonlar: Büyümeyi ön plana alan, ileriye dönük fonlardır. Portföy riskleri düşük ve istikrarlıdır. Amaçları, düzenli bir gelir akımından daha çok değer artışı ve uzun vadede büyümeyi sağlamaktır.

- Büyüme ve Gelir Amaçlı Fonlar: Uzun dönemde büyümeyi ve portföy değerinde aşırı oynamalardan kaçınmayı amaçlar. Büyüme ve gelir arasında denge kuran fonlardır.

- Gelir Amaçlı Fonlar: Kıymet seçiminde tahvil ağırlıklı, hisse senedi seçiminde de ucuz fiyatlı yüksek getirili, büyüme hızı az hisse senetlerini tercih eden fonlardır.

- Tahvil Fonları: Yalnız tahvillere ve hazine bonolarına yer veren, sıfır riskle en yüksek geliri tercih eden, büyüme amacı gütmeyen, istikrarlı ödeme yapan fonlardır. Bunlarda üç tür<sup>29</sup> risk vardır:

a) Faiz oranı riski: Cari faiz oranları yükseldiği zaman tahvillerin

<sup>29</sup> "Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler", İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul 1989, s. 35.

fiyatı yükselerek, getirileri düşecektir.

b) Satın alma gücü riski: Enflasyon, sabit getirili bir menkul kıymetin satın alma gücünü zayıflatır. Fona yeni alınan tahviller yüksek oranlı faize sahipken, fona eskiden alınan tahviller düşük getiriye sahip olurlar. Bu tahvillerin satılması fon için kayıptır. Faiz oranlarının düştüğü dönemlerde bunun tersi olur.

c) Geri Ödememe Riski: Tahvil ihraç eden anonim ortaklıklar anapara ve faizlerini ödemedikleri zaman ortaya çıkar. Çeşitlendirme ile önlenabilir.

Kısa vadeli tahvillerin fiyatları uzun vadeli olanlara göre daha az değişken olduğu için fon portföyünün vadesini değiştirerek fonun uğrayacağı risk azaltılabilir.

## **IX. ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE YATIRIM FONU UYGULAMALARI**

### **A. A.B.D. YATIRIM FONLARI**

A.B.D.'de yatırım fonu paylarının satışını düzenleyen en önemli kanun, 1940 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'dur. Bu kanuna göre; yatırım fonları yatırımcılara doğru bilgi aktarılmalıdır<sup>30</sup>.

Açık fonlu fonların payları borsaya kote olmamakta, kapalı fonları kote olmaktadır.

Menkul kıymetlerin kanuna uygun olmayan fiyatlandırmalarını önlemek için SEC'ye denetim yetkisi vermiştir. SEC, Amerikan menkul değer borsalarının düzenleme merkezi durumundadır. Bütün yasal konuların yürütme ve kontrolünü bu Washigton'da bulunan bir federal büro yapar. A.B.D.'de yatırım fonlarının yönetimi, profesyonel şirketlerce yürütür.

<sup>30</sup> Nadir TOPÇUOĞLU, "Yatırım Fonları ABD Uygulaması", Banka ve Ekonomik Yorumlar, Mart 1981, s. 26-28.

A.B.D.'de yatırım fonları anonim ortaklık şeklinde kurulmaktadır. Yatırım fonları, herhangi bir şirketin yüzde ondan fazla hissesine ortak olamaz. Yıllık karlarının yüzde 90'ı pay sahiplerine ödenmelidir. Bu kazançtan vergi alınmaz. Kalan yüzde 10 kurum kazancı sayılarak vergi matrahı olur. Fon, herhangi bir çalışmanın yüzde 0.5'inden ve bütün çalışanlarının yüzde 5'inden fazla ortak olduğu şirketlerin menkul kıymetlerini satın alamamaktadır.

Yatırım fonunun payları başlangıçta nominal değerleri üzerinden satılır. Yatırım fonu tahvil ihraç edemez ve kayıtlarını cari muhasebe verilerine uygun olarak tutar. Fonun yatırım politikası, uygun olarak tutar. Fonun yatırım politikası, izahnamede yer almakta ve izahname 14 ayda bir yenilenmektedir. Fonun yatırım politikası, ancak yatırımcıların çoğunluğu tarafından alınacak bir kararla değiştirilebilir. 1940 tarihli kanun 3 tip menkul kıymetler yatırım fonu tanımlar.

a- Birim Yatırım Fonu: Bu fonlar inançlı mülkiyet sözleşmesi şeklinde kurulur. İtfa edilebilir ve oy hakkı taşımayan menkul kıymet ihraç eder. Amaçlık yüklenimi yapan şirket fonun paylarını satar ve portföy yönetimi üzerinde yetkileri vardır. Yeddi emin portföydeki menkul kıymetlerin gelirlerini toplayarak giderleri düştükten sonra kalan net gelirleri aylık olarak birim sahiplerine dağıtır.

b- Nominal Değerli Belge İhraç Eden Fon: Borç senedi ihraç ederler. Anapara ve faiz garanti edilir ve gayrimenkul teminatı vardır. Bugün için çok az bulunur. Faizler yatırımın nominal değerine ulaşınca kadar şirkete alıkonur.

c- Yönetici Şirketler: Kapalı sonlu fonları, portföyü çeşitlendirilmiş veya çeşitlendirilmemiş açık fonlu fonları kapsar.

## B. AB ÜLKELERİNDE YATIRIM FONLARI

AB'nde yatırım fonları mali kurumlar içinde yer almaktadır. Finansal hizmetlerin sınıflandırılmasında yatırım fonu yatırım hizmetleri, bankalar ve diğer mali kurumların yapacakları hizmetler arasında yer almaktadır. Bu kurum, üye ülkeler itibariyle etkinlik ve büyüklük açısından farklılık gösterebilir.

Avrupa tek pazarı için kollektif yatırım kuruluşlarına ilişkin hükümlerin yer aldığı, AET (AB)'nin 85/111 Sayılı ve 20-12-85 tarihli bir direktifi bulunmaktadır.

UNITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) yönergesi olarak anılan bu metin kabul edilerek 21-12-1985 tarihinde Official Journal of the European'da yayınlanmıştır<sup>31</sup>.

Direktifte yönetimle ilgili düzenlemeler ve yönetim koşulları, yatırım yapan girişimciler için menkul değer transferi düzenlemeleri belirlenmiştir.

Menkul kıymetler kollektif yatırım işletmelerine ilişkin kanunların koordinasyonunu öngören bir direktif aslında yatırım ortaklıklarını ilgilendirmektedir.

Direktifi Kuruluş, yatırım ilkeleri, katılımcılara sunulacak bilgiler, fon yönetimiinde çıkar çatışması ana başlıkları altında incelenebilir.

Kuruluş: Kollektif yatırım kuruluşları, yerleşik buldukları üye ülkenin yetkili organları tarafından verilen izinle kurulurlar. Herhangi bir yatırım fonuna kuruluş izni, o ülkenin yetkili organlarının yönetici şirketi, fon içtüzüğünü ve seçilen yeddiemini onaylamaları halinde verilir.

Kollektif yatırım kuruluşlarının portföyü, kanunlar ve fon tüzüğü çerçevesinde fonun ayrı bir kurum olan yönetici şirket tarafından

<sup>31</sup> AT'da Şirketler Hukuku ve Sermaye Piyasası Çalışmaları Türkiye Açısından Bir Değerlendirme, TÜSİAD, Yay.No. 89-3-125, 1989. s. 8.

yönetilir. Yönetici şirketin, fon yöneticiliği yapabilmesi için yeterli kaynakların olması yanında başka herhangi bir işle uğraşmaması da gerekmektedir.

Yatırım ilkeleri: Avrupa Birliği direktifi, Kollektif yatırım kuruluşlarının portföylerine alabilecekleri menkul değerlerle ilgili olarak, menkul değerlerin türüne, ihracının niteliğine ve portföyün içindeki paylarına göre çeşitli kısıtlamalar getirmiştir. Bu kısıtlamalara göre; Kollektif Yatırım kurumları AB üyesi ülkelerde kote edilmiş veya organize bir piyasada işlem gören menkul değerlere, üye olmayan ülkelerde borsaya kote edilmiş menkul değerlere yatırım yapabileceklerdir.

Kollektif Yatırım Kurumlarının yatırım yapabilecekleri menkul değerlerle ilgili olarak, direktif çeşitli miktar kısıtlamaları getirmiştir. ana kısıtlama, Kollektif Yatırım Kurumları varlıklarının en çok %5'ini bir şirketin menkul kıymetlerine yatırabilmelidir. Bu oran üye ülkeler tarafından en çok %10'a kadar arttırılabilir. %10'a kadar arttırmada da, bu miktarda yapılabilecek yatırımların toplamı fon varlıklarının %40'ını geçemeyecektir<sup>32</sup>.

### C. İSVİÇRE YATIRIM FONLARI

İsviçre sermaye piyasasının önemli unsurlarından birisi olan yatırım fonları dünyanın diğer ülkelerindekine göre daha sıkı hukuki düzenlemelerle Federal Bankacılık Komisyonu'nun denetimine tabidir<sup>33</sup>.

<sup>32</sup> Ali Suat YÜKSEL, **Para Bulma (Finansman)'nın Seçilmiş Konuları**, Ankara, 1970 s.140-142.

<sup>33</sup> Selim SOYDEMİR, A.B.D., **İsviçre, Kore ve Türk Hukukunda Yatırım Fonları ve Para Piyasası Fonlarının Türkiye'de Olabilirliği**, Ankara, 1986, s. 51.

Gelişen yatırım fonlarını başıboş bırakmamak ve özellikle küçük tasarrufların zarara uğratılmasına engel olmak, fonların belirgin olmayan hukuki yapıların, yasal bir düzene sokmak için 1966 yılında İsviçre Yatırım Fonu yasası çıkarılmıştır.

Bu yasada üçlü sistem esas alınmıştır (Katılma belgesi sahipleri-fon yönetimi-yönetici banka). Güvenilir kişi eliyle yönetim benimsenmiştir. İsviçre yasasına göre yatırım fonu, herkese karşı yapılan bir çağrı sonunda toplu yatırım yapmak amacıyla ve riskin dağıtılması kuralına uygun olarak katılanlar hesabına yönetilmek üzere, katılanlar tarafından fon yönetimini verilen paralardan oluşan bir özel mal varlığıdır. Tasarruf sahipleri tarafından doğrudan doğruya ve birlikte yapılan bir yatırım söz konusudur. Katılanlar hesabına fonu yönetecek olan fon yönetimi, riski dağıtmak yoluyla fonu işletecektir. Bu nedenle yasa fon yönetiminin ayrı bir girişine fon sermayesinin yüzde 7.5'inden çoğunu yatırmasını yasaklamıştır. Taşınmaz yatırım fonlarında da riskin dağıtılması ilkesine uyulmak gerekirse de taşınmazın tamamı bir fona ait olabilir. Geri satın alımları karşılayabilmek için fon nakit para bulundurmalıdır. Fon yönetimi, fona ait değerleri kendi namına ve fona katılanlar hesabına yönetir ve işletir. Fon denetim altındadır<sup>34</sup>. Fon yönetiminin konusu sadece yatırım fonu yönetimi olan banka, anonim ortaklık veya kooperatif ortaklık hukuku biçiminde kurulabileceği kabul edilir.

#### D. KORE YATIRIM FONLARI

Kore'de 1970 yılında Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Kanunu (Securities Investment Trust Business Cow)'nun yürürlüğe girmesinden sonra yatırım fonları kurulmaya başlamıştır. 1974 yılında kurulan Kore

<sup>34</sup> Güven VURAL, "Yatırım Ortaklıkları" Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi, Yayın No. 120, Ankara 1977, s. 54-64.

Yatırım Fonu, 1977 yılında Menkul Kıymetler ve Piyasalar Komisyonuna dönüştürülmüştür. 1976 yılında bankalara fon kurma yetkisi tanınmıştır.

İnançlı mülkiyet sözleşmesi temeli ile açık sonlu fon şeklinde kurulurlar. Yönetici şirket bir fon kurarak katılma belgelerini ihraç eder. Yönetici şirketin, Maliye Bakanlığından izin alması gerekmektedir. Yeddi emin, şirketin direktifi doğrultusunda ödemeleri ve tahsilatı yapar, portföye menkul kıymet alır ve satar.

Kore'de kurulan yatırım fonları borsada kote edilmiş menkul kıymetlere yatırım yaparlar. Yatırımcıların haklarını korumak için bazı kısıtlamalar getirilmiştir.

- Fon, portföy değerinin yüzde 20'sinden fazlasını bir şirketin hisse senetlerine yatıramaz,

- Fon, portföy değerinin yüzde 10'undan fazlasını bir menkul değere yatıramaz,

- Yönetici şirketin, çalışanlarının ve pay sahiplerinin yüzde 10'undan fazlasına sahip olduğu şirketin menkul kıymetlerini portföye alamaz ve onlara menkul kıymet satamaz,

- Portföy alacağı hisse senetlerinin son 30 gün içinde en az 10 gün işlem görmüş olması gerekmektedir.

Yatırımcı payını geri satın almak istediği zaman, fon portföyünün likiditesi önem kazanır. Kore'de itfa talebinden sonra 15 gün içinde fon payı itfa edilmek zorunda olduğundan borsaya kote olmayan menkul kıymetler likidite açısından sakınca yaratmayabilir<sup>35</sup>.

<sup>35</sup> "Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler" (Tebliğler ve Panel), İktisadi Araştırma Vakfı, İstanbul 1989, Yay.No. . s. 39.

## **İkinci Bölüm**

### **TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMET YATIRIM FONU**

Tasarruf sahipleri doğrudan doğruya şirketlerden veya bu şirketlere aracılık eden aracı kurum ve bankalardan veya acentalar aracılığı ile menkul kıymet borsalarından menkul kıymet satın almak suretiyle tasarruflarını değerlendirebilirler. Ancak menkul kıymetlere yatırım yapmak bilgi ve ihtisas gerektirir. Ayrıca münferit portföyler küçük oldukları için riskli portföylerdir. Bu risk anapara bakımından söz konusu olabileceği gibi portföy randımanı bakımından da söz konusu olabilir. Bu nedenle gelişmiş batı ekonomileri sermaye piyasalarında tasarruf sahiplerine mütehassıs bir yatırım politikasından istifade ve yatırım rizikosu hafifletme bakımından imkanlar taşıyan sermaye piyasası kurumları ortaya çıkartmışlardır. Bunlar konuları özellikle menkul kıymetler portföyü işletmek olan yatırım fonlarıdır. Bu kurumlar, Türkiye'deki ihtiyaçlar doğrultusunda ülkemizde de kurulmaya başlanmıştır.

#### **I. YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN HUKUKİ DÜZENLEMELER**

Yatırım fonları 2499 sayılı sermaye piyasası kanunu ile hukuk sistemimize girmiştir<sup>36</sup>.

<sup>36</sup> KARSLI, s. 128.

Bu kanun öncesinde yapılan denemeler Türk Ticaret Kanunu ile Borçlar Kanunu'nun vekaletle ilgili hükümlerine istinad ediyordu. Bugünde Sermaye Piyasası Kanunu'nda hüküm bulunmayan hallerde Borçlar Kanunu'nun vekalet akdi hükümleri geçerlidir.

Ülkemizde "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu" gibi uzun bir ismin benimsenmiş olması, iştirak yatırımlarıyla portföy yatırımlarını birbirinden ayırmak ve gerek yatırım ortaklıklarının, gerekse yatırım fonlarının münhasıran portföy işletme fonksiyonunu belirtmek için olsa gerektir.

Sermaye Piyasası Kanunu menkul kıymetler yatırım fonlarını 10 madde (35-44) halinde düzenlemiştir.

Yatırım fonu küçük tasarruf sahiplerinin sermaye yatırımlarına imkan sağlamak amacına dönük bir kurumdur. Bir finansman kaynağı ve sınai yatırımlara kaynak aktarma aracı olarak düşünülemez. Hisse senetlerine pazar sağlaması bakımından bu işlevde dolaylı olarak yapar, fakat her halükarda küçük tasarruf sahiplerinin menfaatleri her şeyin üstündedir.

Fonun tüzel kişiliği yoktur, ancak mal varlığı yönetici bankanın mal varlığından ayrı ve bağımsızdır. Fon malvarlığı rehin edilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü şahıslara haciz edilemez<sup>37</sup>.

## II. MENKUL KIYMET YATIRIM FONU TANIMI

Kanuna göre menkul kıymetler yatırım fonu, halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, risk dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre menkul kıymet portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığıdır<sup>38</sup>.

<sup>37</sup> SARIKAMIŞ, s. 133.

<sup>38</sup> BANKA VE SERMAYE PİYASASI MEVDUATI, Lebib Yalkın Yayınları, Mayıs 1995, s.3.

### III. MENKUL KIYMET YATIRIM FONU KURABİLECEKLER VE NİTELİKLERİ

Kanunda belirtilen esaslara uyan ve sermaye piyasası kurulunca aranacak nitelikleri taşıyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarda engeli bulunmayan emekli ve yardım sandıkları izin almak koşuluyla fon kurup yönetebilirler.

- Fon kurmak isteyen banka ve aracı kurumların sermaye piyasaları faaliyetlerinde bulunmak üzere sermaye piyasası kurulundan izin almaları,
- Aracı kurum ve sigorta şirketlerinin ödenmiş sermayelerinin asgari 10.000.000 (on milyar) olması,
- Son bir yıl içerisinde;
  - \* Kurucular hakkında sermaye piyasası faaliyetlerinin tamamen veya belirli faaliyet alanları itibariyle sürekli ya da altı aya kadar geçici olarak durdurulması kararı verilmemiş olması,
  - \*\* Kurucuların yetkileri hakkında sermaye piyasası ile ilgili mevzuata aykırılıktan dolayı mahkumiyetlerinin bulunmamış olması şarttır.

### IV. FONUN KURULUŞU

Bir menkul kıymetler yatırım fonu şu aşamalardan geçerek kurulur.

#### A. FON İÇ TÜZÜĞÜNÜN HAZIRLANMASI

2499 sayılı sermaye piyasası kanunu'nun 37nci maddesi ile fonun içtüzüğünde bulunması gereken hususlar belirtilmiştir. Tarafların

hakları ve borçları fon içtüzüğünde yer alır. Fon içtüzüğü kolektif yatırım sözleşmesinin temelini oluşturur. Fon içtüzüğünde bulunması gerekli şartlar şunlardır<sup>39</sup>.

- Fonun adı ile kurucu bankanın ünvanı ve merkezi,
- *Fonun tutarı*: Fonun tutarı, fonun kurulması için banka tarafından tahsis edilmiş avansa eşittir. Fonun tutarı ibaresi ile, fonu teşkil eden menkul kıymetler için bankanın ödediği paraların toplamı ifade edilmektedir. Fonların kuruluşta asgari fon tutarı 20.000.000 TL (yirmi milyar)'dan az olamaz. Katılma belgelerinin halka arz giderleri, fonun kurulması sırasında yapılan hazırlık, noter gibi giderler fon tutarının dışındadır. Katılma belgeleri fon tutarı üzerine ihraç ve pazarlama giderleri eklenerek satılabilir.
- *Fon yönetiminde uygulanacak şekil*: Fon yönetimi menkul kıymetleri elden çıkarma, değiştirme, rüçhan haklarını kullanma ve değerlendirme politikalarını belirlemeli, tercihleri içtüzükte göstermeli, böylelikle yatırımcıların değerlendirme yapmalarına imkan vermelidir.
- *Fonun yatırım yapacağı menkul kıymetlerin seçimi ve riskin dağıtılması esasları*: Fonun yatırım politikasının esasları belirtilmelidir. Portföyün kapsadığı menkul değerler sınıflandırılarak politika gösterilmelidir. Yani hisse senetlerinin, katılma hakkı sağlayan diğer senetlerin, tahvillerin, temettü ve faiz kapsamlarının, para ve diğer alacak haklarını sağlayan senetlerin miktarları belirtilmeli, bunların hhangi borsalara kote edilmiş bulunduğu kotasyon dışı menkul değer olup olmadığı gibi hususlar içtüzükte yer almalıdır.

<sup>39</sup> BANKA VE SERMAYE..., s. 6.

- *Katılma belgelerinin satış ve geri alınış fiyatlarının tespiti ve portföyün değerlendirilmesi esasları:* Fona katılma birimi "pay"dır. Katılma belgesi sahibinin yönetici bankaya karşı sahip olduğu hakları ve fona kaç pay ile katıldığını gösterir. Katılma belgesi, birden çok pay içerdiği durumlarda küpür niteliği taşıdığı için satış ve geriye satın alınış hallerinde bir pay değerinin tespiti ve buna katılma belgesinin içerdiği pay sayısı ile çarpılması gerekir.
- *Fon karının tesbiti ve katılma belgeleri sahiplerine dağıtılması:* Fon karının bilanço ile tespiti gerekir. Fonda değerlendirme ölçü ve ilkelerinin gösterilmesi şarttır. Kar dağıtımında pay esas alınır.
- *Kurucu bankanın yönetici sıfatıyla fondan alacağı ücret ve başka menfaatler ile gider karşılıklarının tespiti esasları:* Bankanın fon yönetimi nedeniyle alacağı ücret sabit olabileceği gibi yıllara göre değişir tarzda veya safi kara göre de belirlenebilir. Banka fonu saklama ücretide alabilir.
- *Fonun hesap dönemi:* Dönemler 12 aydan az veya çok olabilir. Bu sayede yılda birkaç kez kar dağıtılabilir.
- *Fonun süresi:* Fon belirli bir süreolabileceği gibi süresizde olabilir.
- *Fona katılma ve fondan ayrılma şekli:* Katılma belgelerinin geriye satın alınmaları ve tekrar satılmaları şartlarının fon tüzüğünde yer alması gerekir.
- *Fonun tasfiye şekli:* Fonun tasfiyesi ile, tasfiye memurlarının kimler olduğu, nasıl tayin edilecekleri, işlemleri ve fon ünvanının nasıl kullanılacağı, tasfiye memurlarının fon yönetimi ile ilişkileri belirtilir. Tasfiye hasılası, payları oranında yatırımcılara dağıtılır. SPK fon içtüzüğüne konulması gerekli hükümlerle ilgili olarak Maliye Bakanlığı'na yetki tanımıştır. Maliye Bakanlığı,

gerektiğinde fon içtüzüğüne fonun alabileceği menkul kıymetlerin belli borsalarda kote edilmiş veya alınıp satılır olmasını ya da gerekli gördüğü diğer hususların konulmasını isteyebilir<sup>40</sup>.

## B. FON İÇ TŪZŪĞŪNŪN NOTERCE TASDİKİ VE İZNİ

Yönetici banka tarafından hazırlanan fon içtüzüğü banka tarafından imzalatılır ve noterce tasdik olunur. Yazılı şekil gibi noter tasdiki de geçerlilik için şarttır.

Noter tarafından tasdik edilen fon içtüzüğü Maliye Bakanlığı'na sunularak kuruluş izni alınır. Maliye Bakanlığı'nın incelemesi hukukidir. Bakanlık sadece kanunda öngörülen şartların yerine getirilip getirilmediğini ve fon içtüzüğü'nün asgariyi gerçekleştirip gerçekleştirmediğini, kanunun ilgili hükümlerine uygun olup olmadığını inceler. Maliye Bakanlığı, menkul kıymetler portföyü işletmek amacı dışında bir amaçla yatırım fonu kurulmasına izin vermez.

## C. FON İÇ TŪZŪĞŪNŪN TESCİLİ VE DEĞİŞTİRİLMESİ

Maliye Bakanlığı tarafından uygun görülen fon içtüzüğü, kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve ilan olunur.

Fon içtüzüğünde belirtilen fon tutarının artırılması ve süresinin uzatılması Maliye Bakanlığı'nın izni ile yapılır ve yukarıda belirtilen şekilde tescil ve ilan olunur. Bunlar dışında fon içtüzüğünde değişiklik, bankanın haklı nedenlere dayanarak yapacağı talep üzerine merkezinin bulunduğu yerin Ticaret Mahkemesi kararı ile yapılabilir. Mahkemeye başvurmadan önce içtüzük değişikliği hakkında da Maliye

<sup>40</sup> TEKİNALP, s. 114-120.

Bakanlığı'ndan uygun görüş alınması gerekir. Mahkemece gerekli görülürse katılma belgesi sahiplerine bir ay ara ile Türkiye çapında yayın yapan günlük en az iki gazetenin Türkiye baskısında ilan ettirilir<sup>41</sup>. İlan metninin içeriği ve şekli kurul tarafından belirlenir. İlanların yayınlandığı gazetelerin yayın tarihinden itibaren altı iş günü içinde Kurul'a sunulması halinde tescile mesnet teşkil eden belge verilir.

## **V. FONUN OLUŞMASI VE KATILMA BELGELERİNİN HALKA İHRACI**

### **A. FONUN OLUŞMASI**

Menkul kıymetler yatırım fonunun kurulmasından sonra, kurucu banka fon içtüzüğünde belirtilen fon tutarı kadar avans tahsis eder. Bu avans ile riskin dağıtılması ve diğer yönetim ilkeleri uyarınca menkul kıymetler alınarak portföy oluşturulur. Kanun tahsis (avans) sistemini benimsediğinden, ancak fonun oluşmasından sonra katılma belgeleri çıkarılır ve halka arz olunur. Bu sistem katılma belgesi sahiplerinin yararınadır. Çünkü belge sahipleri oluşmuş bulunan bir fon için ödemede bulunurlar.

Banka satılan katılma belgeleri hasılatından fona verdiği avansı geri alır. Fonun kurulması için yapılacak masraflarla, katılma belgelerinin halka satışı için gerekli pazarlama giderleri toplanarak belge sayısına bölünür ve belge başına isabet eden miktar katılma belgelerinin satış fiyatına eklenebilir<sup>42</sup>.

Banka ayrıca bir yıl vadeli mevduata uyguladığı faiz oranında fazla olmamak üzere belirleyeceği bir faiz oranını avans faizi olarak geri

<sup>41</sup> BANKA VE SERMAYE..., s. 6.

<sup>42</sup> KARSLI, s. 130.

alabilir. Katılma belgelerinin halka arzına başlandığı tarihten itibaren fonda kalan avansa faiz tahakkuk ettirilemez<sup>43</sup>.

## B. KATILMA BELGELERİNİN ÇIKARILMASI VE HALKA ARZI

### 1. Katılma Belgeleri

Katılma belgesi, belge sahibinin yönetici bankaya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç hisse ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup emre veya hamiline yazılı olarak düzenlenebilir.

Katılma belgesinin itibari değeri yoktur. İhraç veya geri satın alınma değeri, ihracı veya satın alınması gününde, fon içtüzüğündeki ilkelere göre yapılır. İç tüzükteki ilkelere göre tesbit edilecek rayiç değeri üzerinden, belgenin temsil ettiği pay sayısına göre hesaplama işlemi yapılır.

Fon tutarı arttırılmak suretiyle çıkarılacak yeni tertip katılma belgelerinin değeri, tedavüldeki katılma belgelerinin temsil ettikleri tüm hisselerinin sayısına bölünerek hesaplanır.

İlk katılma belgelerinin ihracı sırasında katılma payı sayısı, bir payın ihraç değeri 50.000 TL geçmiyecek şekilde tespit edilir.

Katılma paylarının ihraç ve geri satın alınma değerleri, Kurul tarafından belirtilecek şekilde halka ilan edilir.

Katılma belgesinde fon içtüzüğünün tam metninin ve bankanın yetkili imzalarının bulunması şarttır.

Katılma belgesi ancak temsil ettiği değerlerin tam olarak nakden ödenmesi şartıyla satılabilir<sup>44</sup>.

<sup>43</sup> Dünya Gazetesi, 3 Nisan 1990.

<sup>44</sup> KARSLI, s. 131.

## 2. Katılma Belgelerinin İhraç ve Halka Arz Esasları

Katılma belgelerinin tabii olduğu hükümler ve ihraç esasları seri VII No: 1 Tebliğiyle belirlenmiştir. Aynı tebliğin 7 maddesi ise katılma belgelerinin halka arzını ayrıntılı biçimde düzenlemiştir<sup>45</sup>. Bu tebliğe göre;

- Katılma belgelerinin çıkarılması ve halka arzı sermaye piyasası kurulunun iznine bağlıdır.

- Katılma belgelerinin çıkartılması ve halka arzı için yapılacak izin başvurusundan önce;

a) Bakanlıktan fonun kuruluşu için izin alınmış olması,

b) Bakanlıkça verilen izin çerçevesinde onaylanmış fon içtüzüğünün bankanın merkezinin bulunduğu yerin Ticaret Siciline tescil ve ilan edilmiş olması,

c) Banka yönetim kurulu tarafından, fon kurulu üyelerinin ve murakibinin atanmış bulunması,

d) Fona banka yönetim kurulunun içtüzükte belirtilen tutarda avans tahsis edilmiş olması,

e) Bu avansla fon kurulu tarafından fon portföyünün oluşturulmuş bulunması şarttır.

- İzin İçin Başvuru: Banka, kuruluş işlemlerini kanun hükümlerine göre tamamladığı fonun, katılma belgelerinin ihracına izin verilmesi talebini içeren bir dilekçe ve şu bilgilerle kurula müracat eder.

a) Kanuna göre tescil ve ilan edilen fon içtüzüğünün metni ve ilanının yapıldığı Ticaret Sicil Gazetesi,

b) Fon içtüzüğünde belirtilen esaslara göre oluşturulan fon kurulunun üyelerinin ve fon murakibinin atanmasına ilişkin banka yönetim kurulu kararının onaylı bir örneği ile bu kişilerin özgeçmişleri,

<sup>45</sup> SARIKAMIŞ, s. 133.

c) Fon portföyünü oluşturan menkul kıymetlerin adet, birim, değer ve tutar olarak gösterildiği, "portföydeki Menkul Kıymetler listesi",

d) Fon içtüzüğünde belirtilen tutarda avansın fona tahsisine ilişkin banka yönetim kurulu kararının onaylı örneği,

e) Fon toplam değeri tablosu,

f) İzahname,

g) İhraç edilecek katılma belgesinin örneği,

h) Kurulca gerekli görülecek diğer bilgi ve belgeler.

- İzinin Verilmesi ve Ücret: Kurul başvuru üzerine gerekli gördüğü inceleme ve araştırmaları yaparak uygun gördüğü takdirde katılma belgesi çıkarılmasına ve halka satışına izin verir. Kurul tarafından verilen izin çerçevesinde katılma belgelerinin satışı, tescil edilmiş fon tutarı üzerinden 0.03 oranında ücrete tabidir.

- Kurul İzin Niteliği: Katılma belgelerinin ihracı için kurulca verilen izin, bunları çıkaran fonun ve katılma belgelerinin kurul ve kamuca tekeffülü anlamına gelmez. Verilen bu izin, yasal gereklerin yerine getirildiğini ve ilgili fon ile katılma belgelerinin kamu denetimi altında olduğunu gösterir.

- Katılma Belgelerinin Halka Arzı: Kuruldan halka arz yoluyla katılma belgesi satışı için izin alan banka veya aracı kurum tarafından kurulca onaylanan izahname, ticaret siciline tescil ve ilan edilir. Katılma belgeleri kurulca onaylanan örneğe uygun olarak bastırılır ve bu belgeler izahnamenin kurul izni tarahinden itibaren en geç 30 gün için Türkiye çapında yayın yapan günlük gazetelerde yayınlanarak satışa sunulur. Katılma belgeleri satış anında alıcıya teslim edilir.

Katılma belgelerinin pay değerleri ve fiyatları, fon içtüzüğü hükümlerine göre her iş günü itibariyle belirlenir ve takip eden iş gününde ilan edilir. Bu değer ve fiyatlar, ilan edildiği gün geçerlidir ve ilan gününde yapılan alım ve satımlarda uygulanır<sup>46</sup>.

<sup>46</sup> TEKİNALP, s. 117-120.

- Katılma Belgesi Fiyatlarının ve Pay Değerinin İlanı: Fon içtüzüğünde belirtilen esaslara göre her iş günü itibariyle hesaplanan “pay değeri” ve bu değer esas alınarak, küpür büyüklüklerine göre tespit edilen “katılma belgesi fiyatları” müteakip iş günü, ilan edilen izahnamede belirtilen banka şubelerinde açıkça görülebilecek yerlere aılan ilanlarla duyurulur.

- Fon Hesabına Kredi: Banka, kuruldan izin almak kaydıyla istisnai hallerde fon varlığının yüzde onunu geçmemek üzere fon hesabına kredi sağlayabilir. İzin için, bu kredinin alınmasını gerektiren sebeplerin açıklandığı ve kredi şartlarının belirtildiği bir yazı ile kurul'a müracat edilir. Verilen izin çerçevesinde alınacak kredinin kullanılması ve geri ödenmesi konusundaki işlemler kurul'a bildirilir.

- Aylık Rapor: Banka, her ay sonunda fon portföyünün menkul kıymet türleri itibariyle tutar ve yüzde olarak bileşimini tedavülde bulunan katılma belgesi sayısını, fon giderlerini ve ilgili ay sonu itibariyle pay değeri ile “fon toplam değerini” ana kalemler itibariyle gösteren bir tabloyu içeren, ekonomik ve hukuki önemi haiz sorunlar ile muhtemel gelişmeleri belirten bir rapor hazırlar. Bu rapor müteakip ayın 15nci gününden itibaren banka merkezinde, izahnamede belirtilen banka şubelerinde yatırımcıların incelemesine sunulur ve bir örneği kurula gönderilir.

- Yıllık Rapor: Banka her hesap döneminin bitiminden itibaren 3 ay içinde fonun bilançosu, kar-zarar tablosu ve murakıp raporu ile fon portföyünün bileşimini gösteren tabloları ve dönem içindeki gelişmeleri açıklamak üzere hazırlanmış bir faaliyet raporunu kurula gönderir. Bilanço, kar-zarar tablosu ve murakıp raporunun özeti ile fon portföy deerini oluşturan menkul kıymetlerin ana kalemler itibariyle miktar ve yüzde olarak bileşimini gösteren tablo belirtilen süre içinde Türkiye çapında yayım yapan gazetelerde ilan edilir.

- Kurul Denetimi ve Bilgi Verme Yükümlülüğü: Kurul katılma belgelerinin satışına izin verdiği fonların hesap ve işlemlerini denetler. Bankada fonun mali yapısının izlenmesi için her türlü bilgi ve belgeyi isteyebilir<sup>47</sup>.

### C. KATILMA BELGELERİNİN DEĞERİNİN TESPİTİ

Kurucu banka, fonu oluşturduktan sonra fon içtüzüğünde yazılı bulunan fon tutarını, uygun gördüğü bir sayfa bölerek bir fon payını belirler. Fon payı, fonun bölen sayıya oranını belirler. Örneğin, fon tutarı 10.000.000 TL bölen sayı 100.000 TL ise bir fon payı 1/100.000'ini temsil etmektedir<sup>48</sup>.

Fon içtüzüğünde belirlenen esaslara göre her iş günü itibariyle "pay değeri" ve bu değer esas alınarak küpür büyüklüklerine göre "katılma belgesi fiyatı" hesaplanır.

Pay değerinin tespit edilmesinde kullanılan unsurlar şunlardır:

- Fon portföyünün değeri, portföydeki menkul kıymetlerin değerinin toplamıdır.

- Fon toplam değeri, fon portföy değerine varan diğer varlıkların eklenmesi ve borçların düşülmesiyle bulunur.

- Her payın değeri, fon toplam değerinin dolaşımdaki pay sayısına bölünmesiyle bulunur.

- Fonun toplam portföy değerinin belirli bir oranı nakit olarak tutulur.

- Kurucu banka fon toplam değerinin üzerinden yönetim komisyonu alır. Bu her gün ödenir.

- Fon giderleri, fon değerinden ödendikleri gün düşülür.

- Fon toplam değeri yönetim komisyonu ve bir payın değeri

<sup>47</sup> T.C. Resmi Gazete, 13 Aralık 1986, S. 19310, s. 6-7-8.

<sup>48</sup> TEKİNALP, s. 124-125.

aşağıdaki şekilde hesaplanır:

- A: Fon portföy değeri
- B: Fonun nakit dengesi
- C: Fonun çeşitli giderleri
- D: Kurucu bankanın yönetim komisyonu
- E: Fonun toplam değeri
- F: Bir payın değeri
- G: Tedavüldeki pay sayısı
- $K_o$ : Komisyon oranı

$$E = A+B-C-(K_o \times E)$$

$$E + (K_o) E = A+B-C$$

$$E + (1+K_o) E = A+B-C$$

$$E = \frac{A+B-C}{1 + K_o}$$

$$F = \frac{E}{G}$$

Fonun portföy değerine, nakit miktarı eklenir. Bu toplumdaki giderler ve yönetim komisyonu düşülür. Bulunan fonun toplam değerini tedavüldeki pay sayısının böldüğümüzde bir payın değeri bulunur<sup>49</sup>.

Pay değerinin hesaplanmasını bir örnek yardımıyla açıklayalım: Günlük değerlemede kullanılan çeşitli esaslara göre her bir menkul kıymet için o günkü değerinin tesbit edildiğini varsaydığımız bir fon portföyünün toplam değerinin 10.500.000 (A) olduğunu varsayalım. İlgili gündeki diğer veriler ise şöyledir:

- Fonun nakit durumu 140.000 (B)
- Fonun giderleri 95.000 (C)
- Bankanın komisyonu portföy değerinin 0.03'ü ( $K_o$ )x0.03

<sup>49</sup> CEYLAN, s. 69-72.

$$10.500.000 + 14.000 = 10.640.000 \text{ (toplam değer)}$$

A B

$$10.640.000 - 95.000 = 10.545.000$$

C

$$F = \frac{A+B-C}{1 + K_o} = \frac{10.545.000}{1+0.03} = 10.541.837 \text{ fonun toplam net değeri,}$$

Tedavüldeki pay sayısı 10.000 ise portföyün pay değeri,

$$F = \frac{E}{6} = \frac{10.541.837}{10.000} = 1054.18 \text{ bir payın değeridir.}$$

- Portföydeki menkul kıymetlerin değeri;
- Değerleme gününde portföye alınan menkul kıymetler alınış fiyatlarıyla,

- Hisse senetleri değerlemesinde, borsadaki o hisse senedi için yapılan işlem sayısı ve arz-talep fiyatı belirler.

- Gelir ortaklığı senetleri, ilgili kurumların değerlendirme gününde ilan ettikleri alım fiyatlarının basit aritmetik ortalaması ile değerlenir.

- Hazine bonusu ve devlet tahvilleri bir önceki ihalede oluşan ortalama faiz oranına göre iskonto edilerek günlük değeri bulunur.

### 1. Katılma Belgelerinin Satış Fiyatlarının Tespiti

İki ayrı durum gözönünde bulundurulark yapılır<sup>50</sup>.

- Fonun kurulduğu tarihte ihraç edilecek katılma belgelerinin fiyatları: Bir payın değeri, fon tutarının pay sayısına bölünmesi ile bulunur. Bulunan değere ihraç ve pazarlama giderleri eklenerek satış değeri tespit edilir. Katılma belgelerinin ihraç değeri halka ilan edilir. Belge üzerine bir ihraç değeri veya nominal değer konulamaz.

<sup>50</sup> TEKİNALP, s. 117-118.

- Fonun kurulmasından sonra ihraç edilecek katılma belgelerinin fiyatları: Fon tutarı arttırılmadan katılma belgesi ihraç edilemez. Yeni katılma belgelerinin satış değerleri, portföyün yeni belgeleri ihraç tarihindeki rayiç değeri bulunarak hesaplanır. Portföyün ihraç günündeki rayiç değeri portföyü meydana getiren menkul kıymetlerin rayiç değerleri toplamına, fonun nakdinin ve muhtemel karının eklenmesi ile bulunacak miktardan fonun borçları ve mali yükümlülükleri çıkarılarak hesaplanır.

Değişken sermayeli fonlarda ilk ihraç edilen katılma belgeleri satılıp bittikten sonra talep devam ediyorsa, yönetici banka yeni katılma belgeleri ihraç etmeye devam edebilir. Yeni ihraç edilen katılma belgelerinin değeri, portföyün yeni katılma belgeleri ihraç ettiği tarihteki "hesaplanan değeri"dir<sup>51</sup>.

Fon tutarı arttırılmak suretiyle çıkarılacak yeni tertip katılma belgelerinin değeri, çıkarla günündeki fon rayiç değeri tedavüldeki katılma belgelerinin temsil ettikleri tüm hisselerin sayısına bölünerek hesaplanır.

## **2. Katılma Belgelerinin Geri Satın Alınış Fiyatlarının Tespiti**

Katılma belgeleri, geriye satın alma tarihindeki fon portföyünün cari değeri tespit edilerek belirlenir. Fon yönetiminin fonun günlük rayiç değerini her gün hesaplaması gerekir. Katılma belgelerinin satışı sırasında fon içtüzüğü veya başka belgelerle payların değerini etkileyecek önemli hususlarda alıcılara yapılan yazılı açıklamaların doğruluğundan yönetici ve alıcı bankalar birlikte sorumludurlar<sup>52</sup>.

Katılma belgelerinin günlük fiyatları: Fon toplam değerinin dolaşımdaki pay sayısına bölünmesi ile bulunan bir pay değerinin,

<sup>51</sup> KARSLI, s. 127.

<sup>52</sup> TEKİNALP, s. 118.

katılma belgesinin temsil ettiği pay sayısına çarpılması sonucu bulunur<sup>53</sup>. Bölen sayıyı tespitte sadece ilk katılma belgelerinin ihracında fon payı sayısı bir payın ihraç değeri 50.000 TL'yi aşmayacak şekilde belirlenir.

Katılma belgesinin bankaya karşı taşıdığı talep hakkı, dağıtılacak kara katılma ve belgenin rayiç fiyatla geriye alınması haklarını kapsar.

Katılma belgelerinin tasarruf sahiplerine satılmasında genellikle satış fiyatı, hisse başına net varlık değerine bir satış ücretinin eklenmesi ile belirlenir. Yatırım fonları talep halinde katılma belgelerini geri satın almaya mecbur olduklarından satın alma fiyatı, yine pay başına net varlık değeridir. Bu nedenle yatırım fonları sık sık paylarının net varlık değerini hesaplar<sup>54</sup>. Yatırım fonu katılma paylarının satış değerleri portföylerinde bulunan menkul kıymetlerin değerlerine göre oluşur. Katılma belgelerinin cari piyasa fiyatları fon portföy toplam değerinin katılma belgeleri sayısına bölünmesi ile bulunur. Katılma belgelerinin, fonun oluşmasından sonra ilk ihracındaki ve içtüzüğe göre satın alınması günündeki rayiç değeri vardır. Bu iki rayiç değeri ayrı ayrı hesaplanmalıdır. Rayiç değer belgenin ilk ihracında bankanın menkul kıymeti satın alma değeri, belge sahibinden geri alınmasında ise borsa rayiç değeridir. Rayiç değeri katılma belgesinin temsil ettiği pay sayısına göre hesaplanır.

Açık uçlu fonlarda genellikle, portföyün borsa değeri belge sayısına bölünür. Portföydeki menkul kıymetlerin cinslerine göre borsa değeri tespit edilir, bu değerler aynı cins menkul kıymet değerleriyle çarpılır, sonra her cinsin toplamalarının yekünü alınır. Bu hesaplanan değer üzerinden katılma belgelerinin banka tarafından alım satımı yapılır. Değer tespiti fonun ve borsanın işleğine göre haftada bir veya her gün yapılabilir. Satış ve geri alış değeri ayrıdır. Yönetici banka kredi hizmet

<sup>53</sup> Resmi Gazete, S. 19316, s. 9.

<sup>54</sup> BOZKURT, s. 320.

ve masraflarına karşılık içtüzükte belirtilen şekilde ve oranda bir komisyon (acyo) geri alış fiyatından düşer. Fonun katılma belgeleri de bir menkul kıymet olduğundan borsada işlem görebilir. Kapalı uçlu fonlarda katılma belgelerinin piyasa fiyatı ile portföy değeri arasında doğrudan ilişki yoktur. Açık uçlu fonlarda da eğer bankanın hesaplanan değerden alım satım yapması herhangi bir sebeple aksıyorsa, o zaman borsada ya da piyasada farklı değerler oluşabilir. Sabit sermayeli fonlarda ise katılma belgeleri tamamen satılmışsa banka ancak yeni bir fon kurmak suretiyle yeni belge talebini karşılayabilir. Yeni fon, eskisinin avantajlarına sahip değilse eskisi kadar rağbet görmemesi durumunda eski fona ait katılma belgeleri borsada prim yapar. Sabit sermayeli bir fonun katılma belgelerinin kote edildiği borsada ilk defa bir fiyatı oluşur. Fonun rağbet görmesi halinde katılma belgelerini fiyatı ihraç değerinin üstünde olur. O zaman fon prim yapar. Borsa fiyatı ihraç değerinin altına düştüğünde ise katılma belgeleri iskontoya düşer<sup>55</sup>.

İhraç ve geri alma günlerinde katılma belgelerinin rayiç değerlerinin hesaplanmasını örnek üzerinde göstermek istersek:

Örnek: A bankası 100.000.000 TL tahsis ederek bir MKYF kurmuştur. Fon içtüzüğüne göre bir payın ihraç değeri 10.000TL'dir. Bu halde her katılma belgesi 1 payı temsil etmek üzere 10.000 adet katılma belgesi çıkarılması gereklidir. Bu durumda ihraç gününde eğer katılma belgesi 1 pay temsil ediyorsa bunun rayiç değeri 10.000 TL 3 pay temsil ediyorsa 30.000 TL olarak halka satılacaktır.

Örnek: elinde iki katılma belgesi bulunan kimse, 1 yıl sonra katılma belgesini fona iade ederek çıkmak isterse geri satın alma rayiç bedeli ne olacaktır?

Geri satınalma gününde 1 payın rayiç bedeli fon portföyündeki menkul kıymetlerin borsadaki rayiç fiyatına göre bulunacaktır.

<sup>55</sup> KARSLI, s. 126-127.

Örneğin fon portföyünde bulunan tahvil ve hisse senetlerinin değerlerindeki yükseliş ve düşüşler dikkate alınarak portföy toplam rayiç değerinin 120.000.000 TL'ye yükseldiğini varsayalım. Bu durumda 1 payı temsil eden katılma belgesinin rayiç değeri,

$$120000000/10000 = 12000 \text{ TL}$$

Bu durumda katılma belgesi sahibi fondan hissesine düşen pay üzerinden (12000xkatılma belgesi=) TL alacak ana parasını çekebilecektir.

Fon tutarının, fon oluşturulduktan sonra arttırılması durumunda yeni katılma belgelerinin rayiç değerinin hesaplanmasını ise şu örnekle açıklayabiliriz:

#### 1. tertip ilk ihraç

Fon tutarı	100.000.000 TL
Fon bileşimi	75.000.000 hisse senedi 25.000.000 tahvil
Katılma belgesi	10.000
Bir payın ihraç değeri	10.000 TL

#### 2. Tertip fon arttırma

Arttırılan ilave fon miktarı	80.000.000 TL
Arttırma gününde portföy rayiç değeri	120.000.000 TL
Fonun toplam rayiç değeri	200.000.000 TL

10000 adet katılma belgesine ilave olarak 10000 adet daha ikinci tertip katılma belgesi çıkarılmaktadır. İkinci tertip katılma belgesi ihraç bedeli:

$$\frac{\text{Fon toplam rayiç bedeli}}{\text{Tedavüldeki belge sayısı}} = \frac{200.000.000}{20000} = 10.000 \text{ TL}$$

Yeni katılma belgelerinin rayiç değeri, çıkartma günündeki fon rayiç değerinin tedavüldeki belge sayısına bölünmesi ile hesaplanır.

## **VI. TARAFLARIN HAKLARI VE BORÇLARI**

### **A. BANKANIN HAKLARI VE BORÇLARI**

Banka yatırımcılara karşı vekil durumundadır. Fonu belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetip temsil etmeyi, fon varlığını koruyup saklanmayı yüklenmiştir. Banka fonu inançlı mülkiyet esaslarına göre kendi adına yatırımcılar hesabına yönetip, temsil eder, korur. Fonun banka tarafından kendi adına hesabına yönetilip temsil edilmesinin sonucu olarak, fon bankanın inançlı mülkiyetinde bulunur. Fondan kaynaklanan hakların ve bu haklardan doğan alacakların sahibi bankadır. Hisse senetlerinin verdiği;

- a) Malvarlıksal haklar (kar payı, tasfiye payı, rüçhan hakkı),
- b) Doğrudan veya dolaylı yönetime katılma hakkı,
- c) Aydınlatıcı haklar (bilgi alma, inceleme, denetleme),
- d) Koruyucu haklar (bireysel, mektesap, azınlık) banka tarafından kullanılır.

Fon portföyündeki menkul kıymetlerle ilgili oy hakları bankanın yetkili temsilcileri tarafından kullanılır. Banka hiçbir ortaklıkta tüm oyların yüzde 10'undan fazlasına sahip olamaz. Fonun ekonomik sahibi yatırımcılar olduğu için, banka tarafından kullanılan hakların ürünleri kar payı olarak yatırımcılara geçer, tasfiye halinde de tasfiye payı halini alır.

Bankanın borçları açısından özelliklerini ise şu şekilde özetleyebiliriz: Bankanın, fon içtüzüğünde yatırım ve yönetim politikaları şeklinde yer alan talimatı ne düzeyde yerine getirdiğine, kısmen veya tamamen gerçekleştirip gerçekleştirmediğine yatırımcılar

karışamazlar. Yatırımcıların fon borçlarından dolayı sorumlulukları yoktur. Yönetici ve saklayıcı bankanın bağlılık yükünü SPK'nun 35. maddesi ve fon içtüzüğüne bağlı olarak kabul edilmektedir<sup>56</sup>.

Yönetici bankanın fondan talep edeceği haklar şunlardır:

- Fonun kurulması, halka arzı için yapılacak masraflar, reklam, pazarlama ve sigorta giderleri.

- Yönetici bankanın pazarlama komisyonu ve pazarlamada diğer araçlara ödenecek komisyonlar.

- Yönetici ücreti ve yönetim giderleri,

- Portföy muhafaza, kupon tahsil ücretleri.

Yönetici banka bu haklarını alım satımını yaptığı katılma belgelerine uygulayacağı acyo ile tahsil edebileceği gibi, fonun kar dağıtımından yine içtüzükte belirtilen oranda pay almak suretiyle elde edebilir.

## B. YATIRIMCILARIN HAKLARI VE BORÇLARI

Katılma belgesi sahiplerinin haklarını dört bölümde inceleyebiliriz:

a) Fon Karına İştirak: Yatırımcı katılma belgesi ile fon içtüzüğü hükümlerine göre dağıtılacak fon karına katılma hakkı kazanır. Kar payının dağıtımında fon payı ölçü olarak alınır. Katılma belgesinin içerdiği fon payı miktarınca kar ödenir.

b) Fondan Ayrılma: Katılma belgesi sahipleri belgelerini ilan edilen günlük fiyatları üzerinden fonu satmakla her zaman fondan ayrılabilirler. Katılma belgeleri tekrar satın alınarak fona yeniden katılmak mümkündür.

c) Tasfiye Sonucuna İştirak: Fonun tasfiyesi halinde tasfiye sonucunda kalan mal varlığı, katılma belgesi sahiplerine payları oranında dağıtılır.

<sup>56</sup> TEKİNALP, s. 130.

d) Bilgi Alma Hakkı: Yatırımcıların bilgi alma, denetleme ve hesap isteme hakları yoktur<sup>57</sup>.

Bankanın kollektif yatırım sözleşmesi hükümlerini yerine getirmemesi halinde yatırımcılar sözleşmenin iflasını isteyebilirler. Bankanın içtüzüğe aykırı hareketinin yatırımcıya zarar verdiği hallerde yatırımcılar tazminat davası açabilir. Katılma belgelerinin satışı sırasında, fon içtüzüğü veya başka belgelerle payların değerini etkileyecek önemli hususlarda alıcılara yapılan yazılı açıklamaların doğruluğundan yönetici ve aracı bankalar birlikte sorumludur. Sorumluluk miktarı belli edilmiştir. Bu halde alıcıya, belge karşılığında ödenen para cari iskonto haddi üzerinden işlemiş faizi ile geri verilir. Yatırımcılar ayrıca: yatırım ilkeleri, menkul kıymetler portföyünün özel bir mal varlığı olarak bağımsızlık ilkesine göre düzenlenmesi, fon malvarlığının rehnedilmemesi ve teminat olarak gösterilememesi kuralıyla, fon hesanlarının ayrı olarak çıkarılması ve ayrı muhasebe tutulmasıyla korunmuşlardır.

Katılma belgesi sahibi, iki tür gelir elde eder. Birincisi fon içtüzüğünde yer almışsa kar payı, ikincisi katılma belgelerinin alış ve satış fiyatları arasındaki farktan doğan değer artış kazancıdır. Kar dağıtımının olup olmayacağı fon içtüzüğünde belirtilmelidir. Kar payı dağıtmayan bir fon elde ettiği portföy gelirlerini tekrar menkul değerlere yatıracığından katılma belgelerinin değerinde yine bir artış sağlayabilecektir. Katılma belgelerinin değerinde yeni bir artış sağlayabileceği gelir, fonun portföy işletmeciliğinden elde edeceği kazançlara bağlıdır.

Yatırımcının iştiraki fonun mal varlığına değil, fondan elde edilecek kazancıdır. Katılma belgeleri fon üzerindeki bir mülkiyet hakkını göstermez. Fon mal varlığı, fon yöneticisi bankanın kendi mülkiyetindedir. Banka fon üzerinde tasarrufta bulunmak hakkına

<sup>57</sup> RESMİ GAZETE, S. 19310, S. 9.

sahiptir ve yatırımcılarında bazı şartların gerçekleşmesi halinde bir alacak hakkına dönüşen kazanca iştirak hakları vardır. Fondan doğan hakların tamamı banka tarafından kullanılır. Katılma belgeleri bankaya karşı bir talep hakkı taşır<sup>58</sup>.

## VII. FON YÖNETİMİ

### A. YÖNETİM İLKELERİ

MKYF yönetiminde uyulması gereken ve emredici nitelik taşıyan ilkeler SPK'nun 41. maddesi ile düzenlenmiştir.

İlkelerin amaçları: Yönetici bankanın veya onun sahiplerinin, üst düzey yöneticilerinin çıkarlarının korunmasını önlemek. Fonun niteliğine uygun düşmeyen işlemleri yasaklamak, fon mal varlığını korumak. Hesaplarda açıklık ve bağımsızlığı sağlamaktır.

Yönetimde temel ilke önce riskin dağıtılması sonrada inançlı mülkiyet ilkesine göre portföyün işletilmesidir. SPK'nun 41. maddesi yönetim ilkelerini şu şekilde düzenlemiştir.

a) Yatırım fonunun mal varlığı, yönetici bankanın fon içtüzüğü ve bu Kanun'da doğan yükümlülüklerini yerine getirmesi ve sorumluluğunu karşılaması dışında hiçbir amaçlı kullanılamaz. Fon mal varlığı rehnedilemezveya teminat gösterilemez. Akisne yapılan işlem, pay sahipleri bakımından hükümsüzdür. Fon üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez.

b) Yönetici banka fonun portföyünden, fon da yönetici bankanın portföyünden borsaya kote edilmiş olanlar dışında menkul kıymet satın alamaz. Fon hiçbir nedenle yönetici bankanın hisse senedi ve tahvillerinin ve başka fonların katılma belgelerini satın alamaz.

<sup>58</sup> Kürşat Oğuz ÜNAL, "Menkul Kıymetler", Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1988, s. 146.

c) Yönetici banka fon portföyüne, sermayesinin yüzde 10'undan fazlasına sahip olduğu kamu kuruluşları dışındaki hissedarlarının, idare meclisi başkan ve üyelerinin, genel müdür ve genel müdür yardımcılarının ayrı ayrı yada birlikte sermayelerinin yüzde 25'inden fazlasına sahip oldukları ortaklıkların menkul kıymetlerini alamaz. Yönetici bankanın iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlerin toplamı, fon portföyünün %20'sini geçemez. (Bu hükme göre Akbank'ın yatırım fonu kurması mümkün değildir. Çünkü bu bankanın %10'dan fazla hisse sahibi olan Basancı Holding, hisse senetleri alınıp satılan şirketlerin çoğunda hissedardır. Ayrıca fıkranın devamı da bankayı bağlayarak, sonu "SA" ile biten şirketlerin hisse senetlerine fon hesabına yatırım yapmasına fiilen imkan bırakmamaktadır. aynı engeller değişik ölçülerde diğer büyük bankalar içinde geçerlidir)<sup>59</sup>.

d) Yatırım fonları, portföy değerlerinin %20'sinde fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramazlar. Bu sınır, portföy değerinin değişmesi veya opsiyon haklarının kullanılması nedeniyle aşıldığı takdirde, fazla kısmın en geç 6 ay içinde tasfiyesi gerekir. Belirtilen süre içinde elden çıkarmanın imkansız olduğu veya büyük zarar doğuracağı belirlenmesinin belgelenmesi halinde süre Kurul tarafından azami 3 ay uzatılabilir. Yatırım fonları, hiçbir ortaklıkta sermayenin yada tüm oy haklarının %10'undan fazlasına sahip olamazlar.

e) Yönetici banka, fon hesabına borsa rayiç değerinin üstünde menkul kıymet satın alamaz ve fon ait kıymetleri borsa rayiç değerinin altında satamaz.

f) Katılma belgelerinin satışı sırasında, fon içtüzüğü yada başka belgelerle, payların değerini etkileyecek önemli hususlarda alıcılara yapılan yazılı açıklamaların doğruluğundan yönetici ve aracı bankalar birlikte sorumludur. Bu açıklamalarla kendisine katılma payının

<sup>59</sup> Muharrem KARSLI, "Yatırım Fonları", Para ve Sermaye Piyasası, Kasım 1986, s. 33.

değerinin yanlış takdirine neden olacak nitelikte bilgi verilen alıcının istemesi halinde, belge karşılığında ödendiği para cari iskonto haddi üzerinden işlemiş faizi ile birlikte geri verilir.

g) Katılma belgesi sahipleri, belgenin günlük rayiç fiyattan geri satın alınmasını her zaman isteyebilirler. Maliye Bakanlığı, olağanüstü hallerde fonun bu yükümlülüğünün sınırlı bir süre için geriye bırakılmasına karar verebilir.

h) Yönetici banka, ancak istisnai hallerde ve fon varlığının %10'unu geçmemek üzere fon hesabına kredi alınması için Kurul'dan izin isteyebilir. Bu kredinin alınması ve geri ödenmesi hakkında Kurul'a bilgi verilir.

ı) Fon portföyündeki menkul kıymetlerle ilgili oy hakları bankanın yetkili temsilcileri tarafından kullanılır. Banka istisnai hallerde ve yazılı talimat vermek suretiyle bu hususta başkasına yetki verebilir.

j) Banka birden fazla fon kurup yönetebilir. Banka yönettiği her fonun varlıklarını kendi varlıklarından ayrı ve özel hesaplarda izlemek ve bunlar için ayrı muhasebe tutmakla yükümlüdür.

k) Kurulacak MKYF'lerinin tutarı, bankanın ödenmiş sermaye ve yedek akçelerinin toplamını aşamaz<sup>60</sup>.

Bu hükümler portföye tahsis edilen mali gücün kötüye kullanılmasını özellikle:

- Tahsis edilen sermayenin bir bankanın yada bankanın sahiplerinin iştiraklerinin finansmanında kullanılması,

- Bankanın veya ortaklarının yeni şirketler kurmaları için kaynak sağlanmasında kullanılmasını,

- Fon yöneticilerinin belli şirketlerin hisse senetlerinde toplanarak o şirketlerin yönetiminde söz sahibi olma ve yönetim kuruluna seçilme hevesine kapılmasını,

<sup>60</sup> Sermaye Piyasası Kanunu ve Tebliği, Meban SP Araştırma Merkezi, s. 46-47.

- Bu yüzden risk dağıtım ilkesinin zedelenmesini, küçük halk tasarruflarıyla kurulan fon portföyünün tahlikeye maruz kalmasını önlemeye yöneliktir.

## B. PORTFÖYÜN SAKLANMASI

Fon varlığının korunması ve saklanmasına ilişkin sorumluluğu devam etmek üzere kurucu fon portföyündeki varlıkları yapılacak bir sözleşmeyle İMKB Takas ve Saklama A.Ş. veya bu kuruluşun belirleyeceği bir kurumda usulüne uygun olarak muhafaza eder.

Fon portföyündeki varlıkların, bir banka nezdinde muhafaza edilmesi halinde, söz konusu varlıkların muhafazası için hizmetin gerektirdiği yeterlik ve nitelikte amaca uygun yeterli donanımlı ayrı bir yerde utulması, yatırım fonu portföyündeki varlıkların işlem gördükleri borsa veya kurucu tarafından her türlü riske karşı sigorta kapsamına alınmamış olmaları halinde, saklayıcı tarafından rayiç değerleri üzerinden bu kapsamda sigorta ettirilmeleri ve varlıkların hareketlerine ilişkin esasların kurucu ile saklayıcı banka arasında yapılacak bir sözleşme ile ayrıntılı kurallara bağlanması zorunludur<sup>61</sup>.

Saklama sözleşmesinde asgari şu unsurların bulunması zorunludur:

- Saklayıcı kuruluş ünvanı ve adresi,
- Yatırım fonunun adı, kurucunun ünvanı ve adresi,
- Sözleşmenin süresi,
- Saklayıcı kuruluş sorumluluğu,
- Alınacak ücret ve giderler ile ödeme koşulları,
- Emirlerin saklayıcı kuruluş iletilmesi ile yatırım fonunun bilgilendirilmesinin şekli.

<sup>61</sup> BANKA ve SERMAYE..., s. 4.

## VIII. FONUN DENETİMİ

Yatırım fonlarında genel olarak iki tür denetim sözkonusudur. Dış denetim, denetim kurullarınca, iç denetim ise saklayıcı banka, denetçiler ve özel denetçiler tarafından yapılır.

Denetimin amacı, yatırım fonunun alacaklarının ve katılma belgesi sahiplerinin korunmasıdır<sup>62</sup>.

### A. İÇ DENETİM

- Katılma Belgesi Sahipleri: İç denetimin yapılma şekli fon sözleşmesinde düzenlenmiş ve bu sözleşme ile katılma belgesi sahiplerine bazı denetim hakları verilmiş olabilir. Buna uygulamada rastlanılmamaktadır. Yatırım fonlarını düzenleyen kanunlarda katılma belgesi sahibine herhangi bir denetim hakkı verilmemiştir.

- Saklayıcı Banka: Yatırım fonları halka açık kuruluşlar oldukları için dış denetim ile yeterli kadar korunmak amacı güdülmüştür. Fon sözleşmesinde denetim görevi genellikle saklayıcı bankaya verilmektedir. Saklayıcı bankanın, yönetici ortaklığın kanuna ve fon içtüzüğüne uygun hareket etmesini sağlamak görevi vardır.

- Denetçiler: Yatırım fonunun denetimi, fon sözleşmesine taraf olmayan bir üçüncü şahıs tarafından da yapılabilir.

### B. DIŞ DENETİM

- Denetleme Kurulu: Kanunların denetleme kurulu öngörmesinin nedeni ekonomiktir. Halkın bu kuruluşlara güvenini arttırmak ve toplanan fonların yararlı biçimde kullanılmasını sağlamak amaçlanır.

<sup>62</sup> YASAMAN, s. 125.

- Diğer Denetim Yolları: Kanunlar, denetleme kurulundan başka bir kuruluşa da denetim yetkisi verebilir. Ayrıca, denetleme kurulu da yatırım fonlarını denetlemek için bazı kişi ve kurumları görevlendirebilir.

### C. SPK DENETİMİ

Yatırım fonları, Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimi altında yürütülür. Bu gözetim ve denetim:

- a) Fonların faaliyetlerinin Kanuna ve ilgili mevzuata uygun olup olmadığını,
- b) İşletme amaç ve ilkelerine uygunluğunu,
- c) Mali durumlarının kontrolünü,
- d) Hesapların denetimini kapsar.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun gerekli gördüğü hallerde, Maliye Bakanlığı'nın onayı ile bu denetim Maliye Bakanlığı tarafından görevlendirilecek Maliye müfettişleri, hesap uzmanları ve bankalar yeminli murakıpları tarafından da yapılabilir. Maliye Bakanı, gerektiğinde Kurul'un talebi olmaksızın da bu denetlemeleri yaptırabilir.

### IX. YATIRIM FONLARININ SONA ERMESİ VE TASFİYESİ

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 43 ve 44'üncü maddeleri fonun sona ermesi ve tasfiyesi ile ilgili hükümleri kapsar. Fon şu hallerde sona ermektedir:

- a) Fon içtüzüğünde bir süre öngörülmüş ise bu sürenin bitmesi,
- b) Fon içtüzüğü süresiz ise bankanın Maliye Bakanlığının görüşünü aldıktan sonra 6 ay öncesinden feshi ilan etmesi,

c) Bankanın, haklı nedenlere dayanarak merkezinin bulunduğu yerin Ticaret Mahkemesinden fesah talebine bulunması üzerine mahkemenin Maliye Bakanlığı'nın görüşünü aldıktan sonra karar vermesi,

d) Yönetici bankanın iflası veya tasfiyesi halinde Maliye Bakanlığı, yatırım fonunun yönetim ve muhafazasını uygun göreceği başka bir bankaya verebilir.

Yönetici bankanın iflas veya tasfiyesi kararından itibaren 15 gün içinde fonun yönetimini devralacak bir bankanın bulunmaması veya Maliye Bakanlığı'nın mevcut şartlar altında fonun devamını katılma belgesi sahiplerinin yararına uygun görmemesi halinde fon sona erer.

Fon mal varlığı, fon içtüzüğündeki ilkelere göre tasfiye edilir ve tasfiye bakiyesi katılma belgesi sahiplerine payları oranında dağıtılır. Fesih anından itibaren hiçbir katılma belgesi ihraç edilemez ve geri alınamaz.

SPK'nun bazı maddelerinin değiştirilmesi ile ilgili tasarının 20. maddesi ile yukarıda bahsedilen 44'üncü maddenin c bendinin aşağıdaki şekilde değiştirilmesi öngörülmektedir.

Fonun, içtüzük hükümlerine veya sermaye piyasası ilkelerine aykırı davranması, fonun devamının katılma belgesi sahiplerinin yararına uygun görülmemesi veya kurucunun haklı nedenlere dayanan istemi gibi hallerde, ilgili Bakanın onayı ile Kurul'un kurucunun merkezinin bulunduğu yer Ticaret Mahkemesinden talebi üzerine mahkemenin yatırım fonunun tasfiyesine karar vermesi.

## **Üçüncü Bölüm**

### **A TİPİ FONLARIN PORTFÖY YAPILARININ VE REEL GETİRİLERİNİN ANALİZİ**

Batıda özellikle A.B.D.'de yatırım fonları (Mutual Funds) vergilendirmeden portföy performanslarının değerlendirilmesine kadar pek çok araştırmaya konu olmuştur. Ülkemizde ise fonlar özellikle A tipi fonlar konusunda yapılmış uygulamalı çalışma yok denecek kadar azdır.

Bunun en büyük nedeni A tipi fonların geçmişinin birkaç yıl öncesine dayanmasıdır. Çalışmamızın amacı bu alanda ortaya çıkan boşluğu kısmende olsa doldurabilmektir.

#### **I. ARAŞTIRMANIN AMACI**

Ocak 94-Kasım 95 dönemlerini kapsayan çalışmamızın amacını, A tipi fonların portföy yapılarında meydana gelen değişmelerin incelenerek, diğer tip fonların portföy yapıları ile aralarındaki benzerlik ve farklılıkların ortaya konması oluşturmaktadır. Bunun yanında diğer bir amaçta A tipi fonların hesaplanan reel getirilerinin seçilmiş bazı yatırım araçları ile karşılaştırmaktır.

## II. A TİPİ FONLARIN PORTFÖY YAPILARININ ANALİZİ

Fon iç tüzüklerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla, portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'ini devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar A Tipi fon olarak adlandırılır.

İncelenen dönem içinde A tipi fonların aylar itibariyle portföy yapıları Tablo 1'de gösterilmiştir. Tablo incelendiğinde aşağıda belirtilen hususlar dikkati çekmektedir.

- A tipi fonların portföylerini durumsallık yaklaşımı sonucunda oluşturdukları dolayısıyla piyasa yapıcılık (Market Maker) görevini yeterince yerine getirmedikleri söylenebilir. Burada dikkat edilecek nokta "Aktif portföy yönetimiyle" durumsallık yaklaşımının birbirine karıştırılmamasıdır.
- A tipi fonların portföylerinde devlet iç borçlanma senetleri olarak nitelendirebileceğimiz devlet tahvili ve hazine bonosuna ilave hisse senetleri bulunmaktadır. Portföy içinde devlet iç borçlanma senetlerinin ağırlıkta olması özel kesime fonlanma imkanının bırakılmaması sonucunu da beraberinde getirmektedir. Daha açık bir deyişle kamunun menkul kıymet ihracı ile sermaye piyasasından topladığı fonların tutarı artmaktadır. Bu ise, reel kesime sermaye piyasasından yeterince fonlanma imkanı bırakmamaktadır. Daha fazla fon toplama daha yüksek faiz ödemesini de beraberinde getirmekte, bu durum, özel kesimin fon maliyetini arttırmaktadır. Bunun yanında kamu menkul kıymetleri ihalelerine giren bankaların satın aldıkları menkul kıymetlerden satamadıklarını kendi fonlarına aktardıkları düşünülmektedir.
- A tipi fonların portföylerinde yer alan menkul kıymet türü

açısından çeşitlendirmeye (diversification) gitmedikleri dolayısıyla sistematik olmayan riski azaltmak konusunda herhangi bir çabaları bulunmadığı söylenebilir.

Tablo 1: A Tipi Fonların Aylar İtibariyle Portföy Yapıları (%)

	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu	Hisse Senedi	Diğer
Ocak - 94	9.15	52.28	33.36	5.21
Şubat - 94	7.60	53.33	36.97	2.10
Mart - 94	-	49.38 *	47.74	2.88
Nisan - 94	16.80	17.00	64.44	1.76
Mayıs - 94	19.21	13.15	65.20	2.44
Haziran - 94	14.80	19.57	64.12	1.51
Temmuz - 94	7.60	56.34	35.54	0.52
Ağustos - 94	7.19	42.36	49.91	0.54
Eylül - 94	5.26	41.86	52.37	0.51
Ekim - 94	7.34	41.79	50.33	0.54
Kasım - 94	1.48	56.12	41.83	0.57
Aralık - 94	1.30	64.43	33.68	0.59
Ocak - 95	-	68.66	30.66	0.68
Şubat - 95	4.80	55.29	35.21	4.70
Mart - 95	2.75	57.31	37.55	2.39
Nisan - 95	1.50	62.50	34.84	1.16
Mayıs - 95	2.62	59.43	36.71	1.24
Haziran - 95	2.70	60.47	35.41	1.42
Temmuz - 95	3.03	57.97	37.94	1.06
Ağustos - 95	2.86	59.41	36.95	0.78
Eylül - 95	3.64	55.37	39.82	1.17
Ekim - 95	1.97	58.40	39.36	0.27
Kasım - 95	1.01	54.76	44.05	0.18

\* Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu Toplamı

- Devlet tahvilinin portföy içindeki ağırlığının giderek azaldığı görülmektedir. Bunun nedeni hükümetin kısa süreli borçlanma politikasını benimsemiş olmasıdır. Hazine bonolarının portföy içindeki en ağırlıklı menkuy kıymet olmasında buna bağlamak yanlış olmaz.
- A tipi fonların hisse senedine portföylerinde yasal zorunluluğun çok üzerinde yer verdikleri görülmektedir. A tipi fonları incelenen dönem içine hisse senedine en çok yatırım yaptıkları ay %65.20 ile Mayıs 94'tür. En az yatırım yaptıkları ay ise, %30.66 ile ocak 95'tir. Bu durumu Ocak etkisi (January Effect) ile açıklanabilir. Ocak etkisi Ocak ayında hisse senedi fiyatlarının diğer aylara göre daha düşük düzeyde kalmasıdır. Bunun yanında A tipi fonların hisse senetlerine yatırım yapmasında yasal zorunluluk dışında karlı bir yatırım aracı olduğunu farketmeleridir.

### **III. DİĞER TİP FONLARIN PORTFÖY YAPILARININ ANALİZİ**

Tablo 2 incelenen dönem içinde diğre tip fonların aylar itibariyle portföy yapılarını (%) göstermektedir. Bu tablo incelendiğinde aşağıda belirtilen sonuçlara ulaşılmıştır.

- Diğre tip fonların portföylerinde başlıca iki tür menkul kışmet vardır. Bunlar Hazine Bonosu ve Devlet Tahvilidir. Bunlar içinde Hazine Bonosu A tipi yatırım fonlarının portföy yapılarının analizinde bahsedilen nedenden dolayı ağırlıktadır.
- Diğre tip yatırım fonlarının hisse senedine yaptıkları yatırım ortalama %1'i geçmemektedir. Kuruluşlarından beri hisse senedine yatırım yapmaktan kaçınan bu fonların getirisi içerdiği menkul kıymet türüne ve bu kıymetlerin portföy içindeki ağırlıklarına bağı olacaktır.

Tablo 2: Diğer Tip Fonların Aylar İtibariyle Portföy Yapıları (%)

	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu	Hisse Senedi *	Diğer
Ocak - 94	18.76	66.28	1.13	13.68
Şubat - 94	14.68	70.69	-	14.63
Mart - 94	84.77	-	0.77	14.46
Nisan - 94	12.45	85.11	-	2.44
Mayıs - 94	7.28	83.09	0.53	9.10
Haziran - 94	9.49	74.74	1.84	13.93
Temmuz - 94	8.01	78.15	0.63	13.21
Ağustos - 94	5.96	82.82	1.20	10.02
Eylül - 94	1.50	92.17	0.70	5.63
Ekim - 94	1.06	93.89	1.04	4.01
Kasım - 94	0.92	89.92	0.87	8.29
Aralık - 94	1.76	90.10	1.47	6.67
Ocak - 95	1.33	91.06	0.94	6.67
Şubat - 95	0.40	94.88	0.87	3.85
Mart - 95	1.63	88.68	0.76	8.93
Nisan - 95	6.07	83.92	0.87	9.14
Mayıs - 95	9.14	79.91	1.07	9.88
Haziran - 95	3.17	89.44	0.88	6.51
Temmuz - 95	7.62	85.29	0.70	6.39
Ağustos - 95	8.33	86.44	0.49	4.74
Eylül - 95	11.10	85.28	0.66	2.96
Ekim - 95	9.32	87.92	0.62	2.14
Kasım - 95	10.32	86.26	0.61	2.81

\* Yatırım fonlarının portföylerinde yer alan yabancı hisse senetleri bu rakamlara dahil değildir.

- Diğer tip yatırım fonları ağırlıklı olarak sırasıyla hazine bonosu, devlet tahvili ve hisse senedine yatırım yaparlar. Bunun dışında yatırım

yaptıkları değerler bulunmakla beraber bu değerlerin portföy içindeki ağırlıkları önemsenmeyecek düzeydedir.

#### IV. A TİPİ FONLARIN PORTFÖY YAPILARI İLE DİĞER TİP FONLARI PORTFÖY YAPILARININ KARŞILAŞTIRILMASI

Daha önce yapmış olduğumuz analizlere bağlı kurulacak bu iki fon tipi arasında portföy yapıları açısından ne tür benzerlikler ve farklılıklar bulunduğunu açıklamaya çalışalım.

##### a- Benzerlikler

- Her iki fon tipinde de portföyde yer alan ağırlıklı menkul kıymet türü hazine bonosudur.
- Her iki fon tipinde diğer yatırım araçlarına önemsenmeyecek ölçüde yatırım yapılmıştır.
- Portföyde yer alan menkul kıymet türü açısından çeşitlendirme söz konusu değildir.
- Devlet tahvilleri her iki fon tipinde de ikincil derecede ağırlığa sahiptir.
- Her iki tip fonda da portföy durumsallık yaklaşımı çerçevesinde oluşturulmaktadır.

##### b- Farklılıklar

- A tipi fonlar yasal zorunluluk gereği portföylerinde B tipi fonlara kıyasla önemli oranda hisse senedi tutarlar.
- A tipi fonların portföyleride üç tür menkul kıymet ağırlıktayken diğer tip yatırım fonlarının portföy yapılarında iki tür menkul kıymet ağırlık taşımaktadır.
- A tipi fonlar birazda yasal zorunluluk gereği olarak hisse senedinin karlı bir yatırım aracı olduğunun farkına varmışlardır. Diğer tip yatırım fonlarında bu durum söz konusu değildir.

## V. A TİPİ FONLARIN GETİRİLERİNİN REEL BAZDA İNCELENMESİ VE SEÇİLMİŞ YATIRIM ARAÇLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI

İncelenen dönem içinde faaliyet gösteren A tipi yatırım fonlarının aylık nominal getirileri İMKB aylık bültenlerinden elde edilmiştir. Enflasyon dönemlerinde yatırımcıların nominal getiriden çok reel getiriyle ilgilendikleri gerçeğinden hareketle söz konusu nominal getiriler aşağıdaki formül yardımıyla reel getiriye çevrilmiştir.

$$\text{Aylık Reel Getiri (\%)} = \frac{1 + \text{Aylık Nominal Getiri (\%)}}{1 + \text{Aylık Enflasyon Getiri (\%)}}$$

Yukarıdaki formül yardımıyla hesaplanan A tipi yatırım fonlarının aylık reel getirileri (%) Tablo 3'de verilmiştir. Söz konusu tablodan görüleceği üzere A tipi fonların getirileri portföylerinde yer alan menkul kıymetlerin ağırlıklarına bağlı olarak aydan aya değişiklik göstermektedir.

A tipi fonların hesaplanan reel getirileri piyasada mevcut diğer yatırım araçlarının reel getirileri ile karşılaştırıldığında söz konusu fonların yatırımcı için cazip bir araç olup olmadığı ortaya çıkacaktır. Bu nedenle araştırmamızda A tipi fonlarla karşılaştırılacak yatırım araçlarına gereksinim duyulmuştur. Söz konusu bu araçlar şunlardır.

1. A.B.D. Doları
2. Cumhuriyet Altını
3. Hisse senedi piyasasını temsilen İMKB birleşik endeksi
4. Alman Markı

Bu araçlar A tipi fonların vadesiz bir araç niteliğinde olmasından dolayı piyasada mevcut yatırım araçları içinden likiditesi en yüksek alanlardan seçilmiştir. Şüphesiz yatırımcı elde edeceği reel getiri

yanında satın alacağı varlığın ihtiyaç anında kolayca nakte dönüşme özelliğinin bulunmasını da isteyecektir.

Tablo 4, seçilmiş bu yatırım araçlarının aylık reel getirilerini göstermektedir. Bu tabloda yer alan verileri Tablo 3'te yer alan diğer verilerle karşılaştırmak suretiyle incelenen dönem içinde söz konusu yatırım araçlarının getiri durumlarını şu şekilde ortaya koyabiliriz.

Önce A tipi fonların ortalama getirileriyle ABD dolarının getirileri reel bazda karşılaştırıldığında aynı yönde meydana gelen değişmelerin (artış ya da azalış) son derece az (Eylül, Ekim, Aralık) olduğu görülmektedir. Yani söz konusu iki yatırım aracından biri kazandırırken diğeri kaybettirmiş. Ancak A tipi yatırım fonlarının yatırımcısına incelenen dönem içinde ABD dolarından daha çok kazandırdığı, zararın söz konusu olduğu dönemlerde ise daha az kaybettirdiği gözlemlenmektedir. Kısacası A tipi fonların getirileri ABD dolarına göre daha fazla olmuştur. DM ve İMKB içinde aynı yorumu yapabiliriz. Bu iki yatırım aracı karşısındaki A tipi fonların incelenen dönemdeki getirileri çok daha fazla olmuştur. DB, 1994 yılının ilk üç ayı dışında A tipi fonlardan daha az getiri sağlarken, İMKB ise 1995 yılının sadece iki, üç ve dördüncü aylarında A tipi fonların sağladığı getirilerin üzerine çıkabilmiştir.

Tablo 3: "A" Tipi Yatırım Fonlarının Aylık Reel Getirileri (%) (1994)

A Tipi Yatırım Fonları	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1 İş Yatırım 2	4.21	-5.11	-6.81	1.47	-7.48	21.74	20.63	-3.24	-2.92	9.03	0.02	-2.85
2 İş Yatırım 3	2.49	-10.32	-5.44	0.72	-3.18	20.74	19.42	3.98	2.31	9.19	3.49	0.99
3 İş Yatırım 7	4.13	-7.92	-6.92	-0.15	-7.36	23.03	21.06	-2.75	-4.05	7.14	-0.22	-2.12
4 İktisat Yatırım 4	-2.69	-4.75	4.43	14.88	8.86	13.03	14.45	4.97	3.89	7.67	4.5	0.53
5 İktisat Atılım Fon	-0.81	-3.07	0.06	5.96	1.94	14.82	16.21	3.94	1.19	6.28	2.65	-3.78
6 Garanti Yatırım 4	1.78	-3.75	0.42	21.43	2.24	11.23	3.72	-0.19	1.95	8.4	6.31	-5.22
7 Garanti Yatırım 5	1.28	-4.56	6.6	28.13	13.22	16.52	8.98	7.13	-0.78	0.73	6.1	-4.04
8 Yonca Fon 1	-4.5	-14.48	-2.31	-0.1	3.09	12.12	9.91	7.51	2.19	2.22	2.9	-2.38
9 Esbank Fon 3	0.53	-43.35	9.83	12.09	2.69	19.81	8.9	1.73	-4.25	6.18	2	-2.55
10 Vakıf Hisse	4.48	-15.97	1.28	0.65	-1.12	18.71	20.9	6.64	0.46	8.39	2.47	3.47
11 Dışbank Mavi Fon	1.57	-8.17	15.44	11.12	7.87	14.81	22.68	4.28	-0.59	7.03	4.76	3.76
12 Dışbank Beyaz	-1.15	-9.97	-12.14	-0.45	-3.29	13.83	16.09	-0.99	-0.18	5.35	4.95	4.45
13 Dışbank Pembe	-0.75	-9.71	-22.31	31.92	8.08	14.65	24.64	-1.06	-1.48	4.66	3.83	2.06
14 Tütün Fon 1	-8.07	-5.77	-1.6	5.9	1.73	11.49	11.63	2.62	7.13	1.29	4.08	3.57
15 Tütün Fon 3	-	-	-	-	5.07	11.82	13.52	4.42	8.69	6.45	2.39	-0.02
16 Finans Fon 2	-3.15	-19.37	9.14	26.01	10.39	12.69	20.5	-2.49	-5.38	15.15	-1.94	1.81
17 Finans Fon 4	-2.76	-20.65	5.22	18.51	16.66	15.8	23.23	1.48	-5.54	10.73	-0.2	0.27
18 Halk Fon 3	-0.07	-7.19	-1.33	3.9	0.87	14.64	7.73	4.74	2.67	7.23	4.75	1.19
19 Emlak Fon 2	2.08	0.35	3.06	8.73	4.71	10.82	9.51	2.03	3.68	6.63	2.71	-0.78
21 Ege Fon 2	-6.15	-16.94	-3.67	20.56	-6.21	8.6	5.81	2.01	5.79	7.35	3.06	2.38
22 Kalkınma Fon 2	1.86	-2.41	-4.98	-0.61	-3.41	12.28	12.14	2.67	1.69	8	3.17	0.18
23 Demir Fon 1	-12.2	-11.85	-21.76	-1.04	-18.27	-12.79	35.1	1.96	5.12	26.97	8	-9.49

Tablo 3: (Devam) (1994)

A Tipi Yatırım Fonları	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
24 Türk Bank Fon	-7.32	-14.3	-9.82	-0.21	-0.47	8.99	13.8	0.37	5.58	10.76	-0.09	0.12
25 TSKB Uzman Fon	5.65	-9.34	-1.52	5.4	-2.8	7.3	26.08	6.09	1.58	5.8	0.91	-4.14
27 Tekstil Fon 3	-	1.2	-9.7	20.41	-4.31	14.86	21.78	-2.57	-6.14	15.62	3.77	-2.74
28 Ata Fon	0.47	-19.72	5.79	9.47	10.63	5.77	24.18	7.95	4.04	9.75	5.99	5.8
29 Koçbank Fon 1	7.58	-7.19	11.38	11.34	49.06	14.08	11.15	6.11	3.21	7.67	3.88	4.47
30 Koçbank Fon 3	-	-4.99	7.76	34.62	-1.37	12.14	11.54	5.06	3.48	7.73	2.21	3.94
31 Global Fon	0.15	-1.61	15.09	17.84	5.11	8.44	22.2	14.8	3.76	5.6	2.87	-3.45
32 Körfez Fon 1	-2.74	-13.81	16.19	26.65	41.26	11.89	17.18	3.04	5.21	6.48	3.83	-1.19
33 Tebin Fon	-1.3	-13.5	-1.49	16.6	9.22	16.02	16.22	5.99	3.55	8.25	2.84	2.96
34 Kent Fon	-2.21	-1.74	-2.51	4.96	-1.33	10.5	18.79	5.31	-7.07	9.3	3.61	-5.46
35 CU Sigorta Fon	-1.38	-18.3	0.84	11.65	13.44	10.28	20.5	-1.86	-6.48	16.1	-0.85	2.21
36 Alternatif Fon	-5.29	-30.68	3.79	-9.96	9.21	13.58	14.48	0.53	-8.48	1.72	-2.47	-1.18
37 Hak Fon 1	4.07	-3.11	-27.59	27.21	-1.91	8.59	11.35	2.82	4.32	8.01	1.86	-1.64
38 Inter Fon 5	1.05	-25.29	-28.17	14.63	3.96	26.57	22.23	0.53	3.16	6.97	1.18	-
39 YKB Hisse Fon	6.14	-5.57	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
40 Ak Fon 2	4.98	-15.92	-1.71	10.9	10.25	-	-	-	-	-	-	-
42 Fon 1 (Fon Md)	-3.92	-0.91	0.22	-	-	-	-	-	-	-	-	-
43 Impex Fon 2	-11.3	-19.85	-17.32	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ORTALAMA	-0.59	-10.74	-18.14	10.2785	27.2458	11.735	15.3395	2.70667	0.81103	7.483	2.483	-0.2334

Tablo 3: (Devam) (1995)

A Tipi Yatırım Fonları	Ocak 95	Şubat 95	Mart 95	Nisan 95	Mayıs 95
1 İş Yatırım 2	16.91	22.72	16.67	3.5	4.35
2 İş Yatırım 3	10.29	12.15	11.41	6.18	6.62
3 İş Yatırım 7	14.5	20.93	15.12	1.8	5.46
4 İktisat Yatırım 4	7.79	18.12	11.07	1.66	9.63
5 İktisat Atılım Fon	10.56	30.61	9.02	-2.34	14.27
6 Garanti Yatırım 4	14.27	13.74	22.67	-0.59	0.84
7 Garanti Yatırım 5	13.96	19.43	22.1	3.68	4.91
8 Yonca Fon 1	16.47	15.78	14.2	0.07	2.27
9 Esbank Fon 3	8.44	12.67	15.07	2.98	2.6
10 Vakıf Hisse	9.54	15.65	19.58	-0.12	8.55
11 Dışbank Mavi Fon	13.43	19.24	10.01	4.71	4.38
12 Dışbank Beyaz	15.38	17.87	11.21	4.02	3.86
13 Dışbank Pembe	12.09	15.36	10.22	2.15	5.15
14 Tütün Fon 1	10.07	15.4	-5.85	-13.14	-1.34
15 Tütün Fon 3	10.25	13.6	18.98	-16.97	1.11
16 Finans Fon 2	11.91	16.38	18.18	1.36	14.12
17 Finans Fon 4	12.79	15.99	15.44	-0.4	2.87
18 Halk Fon 3	4.13	14.66	18.93	9.84	3.11
19 Emlak Fon 2	10.37	15.08	14.19	-0.24	5.6
21 Ege Fon 2	12.17	16.16	13.36	1.22	4.03
22 Kalkınma Fon 2	9.92	17.48	14.73	-0.45	9.68
23 Demir Fon 1	27.59	-1.68	9.37	-5.7	10.4
24 Türk Bank Fon	10.24	19.94	7.74	-4.82	0.53
25 TSKB Uzman Fon	9.17	13.65	-4.15	-0.14	4.11
27 Tekstil Fon	9.96	19.57	17.22	1.71	7.16
28 Ata Fon	25.97	22.53	15.35	0.62	5.56
29 Koçbank Fon 1	9.52	14.58	10.03	0.82	6.28
30 Koçbank Fon 3	9.12	18.01	17.63	-1.78	6.06
31 Global Fon	15	23.64	13.04	9.59	-0.02
32 Körfez Fon 1	15.66	14.06	8.96	-2.15	10.12
33 Tebin Fon	10.85	17.38	9.93	1.68	8.08
34 Kent Fon	12.62	8.93	7.51	1.87	-3.47
35 CU Sigorta Fon	10.79	14.1	27.73	-2.05	8.8
36 Alternatif Fon	21.92	22.65	22.66	1.09	7.2
37 Hak Fon 1	9.52	12.96	16.65	0.69	9
ORTALAMA	11.977568	15.663243	11.838378	0.2797297	5.1859459

Tablo 4: Seçilen Yatırım Araçlarının Aylık Reel Getirileri

1994 ABD DOLARI		1995 ABD DOLARI		1994 DM		1995 DM	
1.	2.84	1.	0.92	1.	0.85	1.	3.32
2.	5.99	2.	-6.3	2.	6.26	2.	-4.57
3.	52.35	3.	7.90	3.	55.57	3.	1.97
4.	-18.79	4.	-2.40	4.	-18.33	4.	0.09
5.	-2.38	5.	-0.39	5.	-0.82	5.	-1.66
6.	-203.63	6.	-0.78	6.	-202.06	6.	-0.98
7.	-201.18			7.	0.39		
8.	-0.58			8.	0.292		
9.	1.42			9.	1.99		
10.	2.89			10.	-1.68		
11.	-2.25			11.	-3.38		
12.	-4.80			12.	-7.01		
1994 ALTIN		1995 ALTIN		1994 İ.M.K.B.		1995 İ.M.K.B.	
1.	8.26	1.	0.09	1.	-197.43	1.	-199.07
2.	2.63	2.	11.85	2.	-213.63	2.	93.45
3.	15.20	3.	-2.16	3.	-197.78	3.	28.18
4.	-3.03	4.	-0.67	4.	-18.86	4.	12.60
5.	-5.5	5.	-1.27	5.	-193.08	5.	-0.09
6.	-1.76	6.	-0.49	6.	44.25	6.	0.49
7.	-201.09			7.	-208.12		
8.	-0.68			8.	23.66		
9.	4.36			9.	0.66		
10.	-3.08			10.	-200.28		
11.	-3.10			11.	-6.20		
12.	-6.64						

Kaynak: ÇİMB Aylık Bültenleri

## SONUÇ

Uygulanmasına 1987 yılında başlanan ve gittikçe önem kazanan yatırım fonları, çalışmamızda üç bölüm altında incelenmiştir.

Birinci bölümde, yatırım fonlarının genel bir değerlendirilmesi yapılmış ve dünyadaki yatırım fonları uygulamaları ile Türkiye'deki uygulama karşılaştırılmıştır. Bu karşılaştırma neticesinde Türkiye'de yatırım fonlarının işlevlerini tam olarak yerine getirmedikleri anlaşılmaktadır. Bunun nedeni, bankaların yatırım fonlarını kendilerine prestij sağlayan bir birim olarak kabul etmeleri ve fonun zarar etmesi halinde bir yükümlülükle karşılaşmamalarıdır.

Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye' de yatırım fonlarının kuruluşu ve gelişimi incelenerek, yatırım fonları, tasarruf sahipleri ve bankalar açısından değerlendirilmiştir.

Çok sayıda yatırım aracını portföyünde bulunduran ve riski farklı yatırım araçlarına dağıtarak istikrarlı bir kazanç sağlayan yatırım fonlarına talep her geçen gün artmaktadır. Vadesiz olmalarında talebi olumlu yönde etkilemektedir. Özellikle son yıllarda gittikçe önem kazanan borsada hisse senetleri ile yatırım yapmanın ve devlet tahvili, döviz, altın gibi yatırım araçlarının herhangi biriyle riske girmekten kaçınan tasarruf sahipleri için yatırım fonları çekici bir alternatif haline gelmiştir. Tasarruf sahipleri bakımından olumlu olarak düşünülen bu fonların bankacılık sistemi üzerinden devlete yansıyan etkisinin bu

derece olumlu olduğu düşünülemez.

Bankaların menkul değeri portföyünün çok büyük bir kısmının devlet tahvili ve hazine bonosundan oluşması, kamunun finansmanında banka kaynaklarına daha fazla başvurduğunu göstermektedir. Bu durumda, sermaye piyasasının henüz tam anlamıyla gelişmediği Türkiye’de bankalar aracılığı ile faaliyetlerini finanse eden özel sektörün kaynak kullanım ihtiyaçlarını daraltarak finansman sorunlarını güçleştirmektedir. Devlet tahvili, hazine bonoları ile, yatırım fonlarının vergiden muaf olması ise, bunlara yatırım yapan bankaların büyük oranda vergi muafiyetlerinden yararlanmalarına neden olmaktadır. Bu durum devletin vergi gelirleri üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır.

Türkiye’de yatırım fonları gelirleri, devlet tahvilleri ve banka faizleri gelirlerinin üstündedir. Bu durum daha çok riskli piyasada doğrudan doğruya satılması güç olan özel sektör tahvillerinin fona alınmasından kaynaklanmaktadır. Ancak böyle bir uygulama yatırım fonlarını kısa vadeli ve riskli bir yatırım aracı haline getirmektedir. Yani Türkiye’de yatırım fonları bir para piyasası aracı haline almıştır. Oysa incelenen yabancı ülkelerdeki yatırım fonlarının amacı, uzun vadeli yatırımları yönelmiş sermaye piyasası aracı olmaktadır. Portföylerin yapısı tamamen devlet tahvillerine ve büyük ağırlıkla özel sektör tahvillerine kaydırılmıştır. Sermaye piyasasının gelişmesi açısından önemli yeri olan hisse senetleri fonlarda çok azdır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, A tipi yatırım fonları ile seçilmiş diğer alternatif yatırım araçlarının getirileri reel bazda karşılaştırılmıştır. Bu karşılaştırma sonucunda incelenen dönem içinde -A- tipi fonların diğer yatırım araçları karşısında sağladıkları getirilerin daha yüksek olduğu ortaya çıkmıştır.

### YARARLANILAN KAYNAKLAR

- BOZKURT, Ünal : **“Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi”**, İktisat Bankası Eğitim Yayınları No: 4, İstanbul 1988..
- BÜKER, Semih : **Anonim Şirketlere Yapılacak Yatırımlarda Hisse Senetlerinin Değerleme Yöntemleri**, Eskişehir 1976.
- CEYLAN, Ali : **Menkul Değer Analizi**, Uludağ Üniversitesi Yayınları, Bursa 1983.
- ERTAY, Menteş : **Sermaye Piyasası ve Tekniği...?**
- GÖKER, Oğuz. : **“Kollektif Yatırım Kurumları ve Bu Kurumların Ülkemizde İşlerliği Üzerine Bir İnceleme”**, Doktora Tezi, İ.Ü. İşletme Fakültesi 1977.
- Horne J.VAN, : **Financial Markets and Flows**, 2nd. Edition, Prentice-Hall, Inc., 1984.

- İktisadi Araştırmalar Vakfı : Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel), İstanbul 1989, Yay. No. 89/83.
- KARSLI, Muharrem : **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, İstanbul 1989.
- KARSLI, Muharrem : "Yatırım Fonları", Dünya Gazetesi, 13 Temmuz 1987.
- Muharrem KARSLI, : "Yatırım Fonları", Para ve Sermaye Piyasası, Kasım 1986.
- KARAŞIN, Gültekin : **Sermaye Piyasası Analizleri** SPK, Yay.No. 6, Ankara 1986.
- KIRMAN, Ahmet : "**Menkul Kıymetler Yatırım Fonları ve Vergilendirme**", TÜRKİYE BANKALAR BİRLİğİ, Yay. No. 158, Ankara 1990.
- MELİK, Şeref : **Sermaye Piyasası Araçları**, Emlak Bankası Eğitim Yayınları, No: 12, İstanbul 1993.
- OğUZ. Murat : "Yatırım Fonlarında Modern Teknikler", Dünya Gazetesi, 3 Nisan 1990.
- ÖNGUT, İbrahim : "**Yatırım Şirketleri ve Yatırım Fonları**", İktisat ve Maliye Dergisi, Nisan 1987, Cilt: 14, Sayı: 24.

- SARIKAMIŞ, Cevat : **Sermaye Pazarları**, İstanbul 1995.
- Sermaye Piyasası Kurulu : Portföy işletim kurumlarının sermaye piyasasındaki rolü, SPK-OECD Ortak semineri, Ankara 1978, SPK Mayıs-Haziran 1990 Bültenleri.
- SOYDEMİR, Selim : **A.B.D., İsviçre, Kore ve Türk Hukukunda Yatırım Fonları**, Ankara, 1986.
- TEKİNALP, Ünal : **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul 1982.
- TOPÇUOĞLU, Nadir : "Yatırım Fonları ABD Uygulaması", Banka ve Ekonomik Yorumlar, Mart 1981.
- TUNCER, Selahattin : **"Menkul Kıymetler Yatırım Fonu"**, Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar), Seminer Tebliğleri-Tartışmalar - Panel, İstanbul 1984.
- TÜSİAD : AT Şirketler Hukuku ve SP Çalışmaları. Türkiye Açısından Bir Değerlendirme, Yayın No. 89-3-125.
- YASAMAN Hamdi : **İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulama İmkanları**, İstanbul 1980.
- YÜKSEL A.Sait-RODOPLU Gültekin : **Sermaye Piyasası**, İstanbul 1982..

- YÜKSEL, Ali Sait : **Para Bulma (Finansman)'nın Seçilmiş Konuları**, Ankara, 1970
- ÜNAL, Kürşat Oğuz : **Menkul Kıymetler**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1988.
- VURAL, Güven : "Yatırım Ortaklıkları" Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi, Yayın No. 120, Ankara 1977.
- \_\_\_\_\_ : Ekonomik Bülten; 5 Haziran 1989,  
5 Kasım 1989,  
12-18 Şubat 1990.
- \_\_\_\_\_ : Ekonomik Panorama; 14 Ocak 1990.
- \_\_\_\_\_ : Finans Dünyası; Ocak 1990.
- \_\_\_\_\_ : İMKB Aylık Bültenleri.
- \_\_\_\_\_ : Ekonomik Panorama; 14 Ocak 1990.
- \_\_\_\_\_ : Resmî Gazete Muhtelif Sayıları.
- \_\_\_\_\_ : T.C. Merkez Bankası Üç Aylık Bültenleri.
- \_\_\_\_\_ : T.C. Merkez Bankası Yıllık Faaliyet Raporları (Muhtelif Sayılar).
- \_\_\_\_\_ : Türkiye Bankalar Birliği Yayınları.