

**KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ PORTFÖY  
KAZANÇLARININ VERGİLENDİRİLMESİ  
VE  
PORTFÖY DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ**

**(Yüksek Lisans Tezi)**

**Ekrem MERİÇ**

**Eskişehir - 1996**

T.C.  
ANADOLU ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ PORTFÖY  
KAZANÇLARININ VERGİLENDİRİLMESİ  
VE  
PORTFÖY DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ

(Yüksek Lisans Tezi)

Ekrem MERİÇ

Danışman:  
Doç.Dr. Nurhan AYDIN

Eskişehir - 1995

ANADOLU ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

## ÖZET

Kollektif Yatırım Kuruluşları, Türkiye gündemine ilk olarak 30 Temmuz 1981 tarihli ve 2499 Sayılı yasa ile girmiştir. Yasa kapsamında yatırım kulüpleri ile ilgili düzenleme bulunmamasıyla birlikte, yatırım ortaklıkları ve fonlarının düzenlenmesi olumlu bir gelişme olmuştur.

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda, 29 Nisan 1992 tarih ve 3794 sayılı yasa ile yapılan değişiklik sonucu, yatırım ortaklıkları ve fonları, menkul kıymetlere bağlı olmaktan çıkarılarak çeşitlendirilmiştir.

Bu gelişmeleri izleyen dönemlerde vergi yasalarında yapılan değişikliklerle farklı vergi düzenlemeleri getirilmesi sonucu bu kurumlar gittikçe artan oranda bir önem kazanmışlardır.

Bu gelişme Türkiye'de vergi yasaları ile yapılan düzenlemeler sonucu kollektif yatırım kuruluşlarında meydana gelen değişiklikler ile kollektif yatırım kuruluşları ve bu kuruluşlardan elde edilen gelirler üzerindeki vergi yükünün portföy değerine yönelik etkilerini ölçmeyi amaçlayan bir inceleme niteliğindedir.

1.2.3. Tahvillerin Değerlemesi . . . . .	61
1.2.4. Yabancı Tahvillerin Değerlemesi . . . . .	62
1.3. KATILMA BELGELERİNİN ALIM-SATIMI VE KAR	62
<b>2. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY KAZANCININ</b>	
<b>BELİRLENMESİ . . . . .</b>	<b>63</b>
2.1. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY YÖNETİMİ	63
2.1.1. Yatırım Ortaklıklarının Yapamayacakları İşler	63
2.1.2. Yönetim İlkeleri . . . . .	64
2.2. RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARINDA	
PORTFÖY YÖNETİMİ . . . . .	67
2.2.1. Yapamayacakları İşler . . . . .	67
2.2.2. RSYO'larda Yatırım Sınırlamaları . . . . .	67
2.2.3. RSYO'larda Portföy Yönetim İlkeleri . . . . .	68
2.3. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA	
PORTFÖY YÖNETİMİ . . . . .	69
2.3.1. Faaliyet Esasları . . . . .	69
2.3.2. GYO'larda Portföy Yönetim Sınırlamaları . . . . .	70
2.4. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY KAZANCININ	
BELİRLENMESİ . . . . .	71
2.4.1. Portföydeki Varlıkların Değerlemesi . . . . .	71
2.4.2. Kar Dağıtım Zamanı . . . . .	72
<b>3. YATIRIM KULÜPLERİNDE PORTFÖY KAZANCININ</b>	
<b>BELİRLENMESİ . . . . .</b>	<b>74</b>
3.1. PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ . . . . .	74
3.2. KAR DAĞITIMI . . . . .	74

## Üçüncü Bölüm

### KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINDA PORTFÖY KAZANÇLARININ VERGİLENDİRİLMESİ

<b>1. YATIRIM FONLARI VE YATIRIM ORTAKLIKLARINDA VERGİLENDİRME</b>	<b>75</b>
1.1. YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ	
KAZANÇ İSTİSNASI	78
1.1.1. A Tipi Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası	78
1.1.2. B Tipi Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası	79
1.1.3. Risk Sermayesi Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası	81
1.1.4. Gayrimenkul Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası	82
1.2. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ	
KAZANÇ İSTİSNASI	82
1.2.1. A Tipi Yatırım Ortaklıklarında Portföy İşletmeciliği Kazançları İstisnası	83
1.2.2. B Tipi Yatırım Ortaklıklarında Portföy İşletmeciliği Kazançları İstisnası	84
1.2.3. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarında Kazanç İstisnası	84
1.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Kazanç İstisnası	85
1.3. DAR MÜKELLEF YATIRIM FONLARI VE ORTAKLIK- LARININ PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARI	86
1.4. PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARI İSTİSNASININ SINIRLARI	88

## TABLolar DİZİNİ

Tablo No	Tablonun Adı	Sayfa
1.	Türkiye'de Yatırım Ortaklıkları . . . . .	42
2.	Yatırım Ortaklıklarında Aktif Kaldıraç . . . . .	46
3.	B Tipi Fon ve Ortaklıklarda Stopaj Oranları . . . . .	93
4.	Yatırım Fon ve Ortaklıkları Bünyesinde Vergilendirme . . . . .	95
5.	Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Gelirlerin Kurum Bünyesinde Vergilendirilmesi . . . . .	96
6.	Fon ve Ortaklıklardan Gelir Elde Eden Kurumlarda Vergi Yüğü . . . . .	97
7.	Kurum Bünyesinde Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi . . . . .	98
8.	1993 Yılı İçinde A Tipi Fon Olarak Kurulup Faaliyette Bulunan Yatırım Fonları . . . . .	99
9.	1993 Yılı İçinde A Tipine Dönüşen B Tipi Yatırım Fonları . . . . .	100
10.	Yatırım Fonlarının Değerleri ve İMKB Endeks Tablosu . . . . .	102

## GİRİŞ

Sermaye piyasasının gelişememe nedenleri arasında orta ve uzun dönem yatırım stratejileri izleyerek, genel piyasa ortalamasının üzerinde bilgi alabilen bireysel yatırımcılara göre bu bilgilere daha hızlı ulaşabilen, menkul kıymet analizini daha sağlıklı yaparak, büyük miktarlara ulaşan yatırımları ile sermaye piyasasında yer alan ve piyasa derinliğinin sağlanmasına yardımcı olan kolektif yatırım kuruluşlarının azlığı sayılabilir.

Sermaye piyasaları gelişmemiş ülkelerde finansal piyasalardaki yatırımların çoğunluğu bireysel yatırımcılar tarafından gerçekleştirilirken, gelişmiş ülke sermaye piyasalarında işlem hacminin büyük bir kısmı kolektif yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmektedir.

Sermaye piyasası geliştirmekte olan Türkiye’de ise gerek Sermaye Piyasası Kanunu ile gerekse de vergi yasaları ile kolektif yatırım kuruluşları teşvik edilmektedir.

Bu çalışmada kolektif yatırım kuruluşlarının gelirlerinin vergilendirilmesi ve vergilendirmenin etkileri incelenmeye çalışılmıştır.

Birinci bölümde, kollektif yatırım kuruluşları, kuruluş bazında kavram, özellikler, Dünyada ve Türkiye gelişimleri açısından incelenerek sınıflandırılmıştır.

İkinci bölümde, Türkiye’de kollektif yatırım kuruluşlarında portföy kavramı, portföy işletmeciliği konusundaki yasal düzenlemeler ve portföy kazancının belirlenmesi incelenmiştir.

Üçüncü ve son bölümde, kollektif yatırım kuruluşlarında portföy kazançlarının vergilendirilmesi kurumlar bazında ve bu gelirleri elde edenler bazında ayrı ayrı incelenerek Türkiye’de vergi yasaları ile sağlanan indirim ve istisnalar belirtilerek uygulama sonuçları üzerinde bir çalışma yapılmıştır.

Sonuç kısmında ise konunun genel bir değerlendirilmesi yanında kollektif yatırım kuruluşları konusunda öneriler getirilmeye çalışılmıştır.



## **Birinci Bölüm**

### **KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI**

#### **1. KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI VE GELİŞİMİ**

Menkul kıymetlere yatırım, özellikle bir portföy oluşturarak, bu portföyü yönetmek bir uzmanlık gerektirmektedir. Küçük yatırımcılar ve küçük portföy sahipleri bu işi kendi başlarına yapamamakta, bir uzmanın bilgisinden de her zaman yararlanamamaktadırlar. Sonuçta riskli portföylerle birlikte, büyük oranlı zararlar da oluşmakta, bu ise küçük yatırımcıyı sermaye piyasasından soğutmaktadır<sup>(1)</sup>.

Finansal piyasalarda liberalleşmeyle birlikte ortaya çıkan gelişmeler faizlerde, döviz kurlarında, menkul kıymet fiyatlarında önemli ölçüde dalgalanmalara neden olmuş, bu da portföy yönetimini daha önemli hale getirmiştir. Bireysel yatırımcıların ve kurumların karmaşık ve değişken piyasa koşulları altında portföy yönetimi yapmaları ise gün geçtikçe zorlaşmaktadır<sup>(2)</sup>.

---

(1) Muharrem Karşlı, Sermaye Piyasası, Borsa, menkul Kıymetler, İstanbul: İrfan Yayıncılık, 1994, s. 129 (4. Baskı).

(2) Gürman Tefik, Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları, Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1995, s. 138.

Sermaye piyasasının temel sorunları arasında en önemlilerinden biri orta ve uzun vadeli yatırım stratejileri izleyen, ortalamanın üzerinde bilgi alma ve analiz yeteneği olan ve yine ortalamanın üzerindeki yatırım tutarları ile sermaye piyasasında pozisyon alarak, derinliğin sağlanmasına yardımcı olan kollektif yatırım kuruluşlarının azlığıdır<sup>(3)</sup>.

Kollektif yatırım kuruluşu yöneticilerinin finansal piyasalardaki değişkenleri etkileme olanağı olmamasına karşılık, bu değişkenleri tanınması, değerlendirmesi ve yorumlaması ve buna uygun portföy yapılanmasına gitmesi mümkün olmaktadır<sup>(4)</sup>.

Kollektif yatırım kuruluşlarının temeli; uzmanlar eliyle oluşturulacak ve uzmanlar eliyle yönetilecek büyük bir portföye, küçük birikim sahipleri ortak edilerek, hem onları uzmanlık hizmetlerinden yararlandırmak, hem de herkes için aynı bir tip portföyü defalarca tekrarlamamanın anlamsızlığını gidermek, bu arada portföyden azami randıman sağlamak, portföyün riskini minimize etmek, dolayısıyla çok sayıda küçük birikim sahibine karla risk arasında optimal denge sağlamak, portföyün kupon tahsili, saklama ve rüçhan hakkı kullanma gibi hizmetlerini tek elden yapmak şeklinde açıklanabilir.

Buna göre, kollektif yatırım kuruluşlarının temelini meydana getiren unsurlar şu şekilde sıralanabilmektedir.

- Çok sayıda küçük birikim sahibi
- Herkes için bir tek tip portföy

---

(3) Berra Kılıç, "Kurumsal Yatırımcı ve Fonlar", Yeni Yüzyıl. 16 Kasım 1995.

(4) Tefvik, s. 138.

- Ortaklığa dayalı model (Yatırım Ortaklığı),
- Güvenilir kişi eliyle yönetim modeli (Yatırım Fonu) ve
- Yatırım kulüpleri

olmak üzere birbirinden farklı üç model geliştirilmiştir.

ABD'de halen yürürlükte bulunan 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Yasası, yatırım şirketlerini;

a. Birim Yatırım Tröstleri (Unit Investment Trust) ve

b. Yönetim Yatırım Şirketleri (Managed Investment Companies)

olarak gruplandırmakta, bunları ise;

1. Open End Investment Companies - Açık sonlu yatırım şirketleri

2. Closed End Investment Companies - Kapalı sonlu yatırım

şirketleri olarak iki ayrı bölümde incelemektedir<sup>(9)</sup>.

Terminolojide Açık sonlu fonlar için "Mutual fund", kapalı sonlu fonlar içinse (Investment company) terimleri kullanılmaktadır.

Türkiye'de yatırım ortaklıkları ile yatırım fonları arasındaki farklılık hukuki statüden kaynaklanmakta olup, Batı uygulamasındaki açık sonlu fonlar yatırım fonu, kapalı sonlu fonlar ise ülkemizdeki yatırım ortaklıklarına benzer bir yapı arz etmektedir. Yatırım ortaklıklarının tüzel kişiliğinin olmasına karşılık, yatırım fonlarının tüzel kişiliğinin olmaması ve yatırım ortaklığının portföyünü her an küçültüp, büyütememesine karşılık yatırım fonlarının, kayıtlı pay sayısı sınırları içinde portföylerini her an küçültüp, büyütebilmeleri en önemli farklılıktır<sup>(10)</sup>.

(9) The Investment Company Act of 1940.

(10) Tevfik, s. 37.

## **2. YATIRIM FONLARI**

### **2.1. YATIRIM FONLARININ AMAÇLARI VE KURULUŞ ŞEKİLLERİ**

Yatırım fonları bir kollektif yatırım kuruluşu olarak amaçları ve kuruluş şekilleri açısından incelenebilir.

#### **2.1.1. Yatırım Fonlarının Amaçları**

Yatırım fonları bir çok bireysel yatırımcının parasını bir havuzda toplayan ve onlar adına portföy yönetimi yapan finansal kurumlardır<sup>(11)</sup>.

Yatırım fonları daha öncede değinildiği gibi kollektif yatırım kuruluşlarının güvenilir kişi eliyle yönetim modelini oluşturmaktadır. Burada en önemli özellik muhafaza ve yönetimin güvenilir bir kişiye devredilmesi ve bu kişi ya da kurum tarafından kendi mal varlığı ile karıştırılmaksızın yönetilmesidir<sup>(12)</sup>.

#### **2.1.2. Yatırım Fonlarının Kuruluş Biçimleri**

Uygulamada yatırım fonları ya ABD örneğindeki gibi anonim şirket olarak, ya da İngiltere örneğinde olduğu gibi inançlı mülkiyet temelinde kurulurlar. Anonim şirket olarak kurulan fonlarda yatırımcılar pay sahibi olurlarken, inançlı mülkiyet sistemine göre kurulan fonlarda ortaklık hakkı bulunmamaktadır<sup>(13)</sup>.

---

(11) Tevfik, s. 1.

(12) Karşlı, s. 142.

(13) Sevtap Süngü, "Dünyada Yatırım Fonları", Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel), İAV Yayınları. 1989/73, s. 31.

Bu iki yöntemi şöyle açıklayabiliriz.

a) Güvenilir kişi avansı ile kuruluş: (Tahsis sistemi)

Güvenilir kişi (trustee) yatırım fonunun kurulması için önce ortaya bir avans koyar. Örneğin 100 milyar TL'lik bir avansla işe başlayarak 100 milyar TL'lik bir portföy oluşturur. Bu portföyün mülkiyetini 1.000.000 paya bölerek, her pay için bir katılma belgesi çıkardığı takdirde her bir payın ilk ihraç değeri 100.000 TL olmakta ve fonun mülkiyetinin, diğer bir deyimle portföyünün milyonda birini temsil etmektedir.

Güvenilir kişi katılma belgelerini halka sattıkça, topladığı paralardan, başlangıçta yatırdığı avansı geri çeker. Katılma belgelerinin tümü satıldığında ise avansın da tümü geri alınmış olur.

b) Katılma Belgelerinin Önceden Satılması (Nakit Sistemi)

Bu sistemde ise güvenilir kişi fonun kurulması için avans vermez, fon daha oluşmadan katılma belgelerini ihraç ederek satar ve topladığı paralarla fon portföyünü oluşturur<sup>(16)</sup>.

SPKanunu'muz da avans sistemini benimsemiştir. Fon portföyünün daha önceden oluşturulması katılımcıların fon yönetimine olan güvenini artırmaktadır.

SPKanunu'muza göre fonun kurucusundan ayrı bir tüzel kişiliği bulunmamakla birlikte kurucunun mal varlığından tamamıyla bağımsızdır<sup>(17)</sup>.

(16) M. Karşlı, s. 143.

(17) 2499 S.K. Md. 37. R.G. Tarihi 30.7.1981 No:17416.

## 2.2. DÜNYADA YATIRIM FONLARI VE GELİŞİMİ

Yatırım fonları ilk olarak 19. yüzyılda Anglo-Sakson ülkelerinde ortaya çıkmıştır<sup>(18)</sup>. Günümüzdeki anlamı ile ilk yatırım fonu ise 1924 yılında Boston'da kurulmuştur. ABD'de 1929 bunalımından yatırım fonları da etkilenmiş, dolayısıyla gelişimleri 2. Dünya Savaşı sonrasında gerçekleşebilmiştir<sup>(19)</sup>.

### 2.2.1. ABD'de Yatırım Fonları

ABD'de en çok düzenleme yapılan alanlardan birini yatırım fonları oluşturmaktadır. Eyalet yasaları yatırım fonu pay sahiplerini koruyucu hükümler içermekle birlikte "Blue Sky Kanunları" da diğer menkul kıymet sahipleri ile birlikte katılma belgesi sahiplerini de korumaktadır.

1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasası ile katılma belgelerini halka arz eden tüm yatırım fonları için yasal düzenleme getirilmiştir. Bu yasaya göre yatırım fonları, yatırımcılara doğru bilgi aktarmak zorundadır. Bu bilgiler SEC'e izahname olarak verilmektedir. Burada SEC'in bilgileri garanti altına alması sözkonusu değildir. Ancak bilgi ihmal edilmiş, ya da yanlış verilmişse, bundan zarar gören yatırımcıya dava açma hakkı tanınmaktadır.

1934 tarihli ikincil piyasaları düzenleyen Menkul Kıymetler ve Piyasalar Yasası ile de borsaya kote edilmemesine karşılık, yasalara uygun olmayan fiyatlandırmaları önlemek amacıyla SEC'e denetim yetkisi verilmiştir.

---

(18) Karşlı, s. 142.

(19) Süngü, s. 30.

Yine SEC tarafından uygulanmakta olan 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Yasası ile yatırımcıları korumak amacı ile geniş kapsamlı düzenlemeler getirilmiştir. Bu yasanın amaçları şunlardır.

- Yatırımcılara tam ve doğru bilgi aktarılmasını sağlamak
- Yatırım fonlarının yatırımcıların çıkarları doğrultusunda kurulmasını sağlamak
- Fonların uygun kişiler tarafından yönetilmesini sağlamak
- Tutarlı muhasebe yöntemleri uygulanmasını sağlamak
- Yatırımcıların onayı olmaksızın yatırım politikasında önemli değişiklikler yapılmasını engellemek
- Fonların yeterli kaynak bulundurmasını sağlamak

ABD'de yatırım fonları anonim ortaklık şeklinde kurulmaktadır. Fon herhangi bir çalışanın %0.5'inden ve bütün çalışanlarının %5'inden fazla payla ortak olduğu şirketlerin menkul kıymetlerini satın alamamaktadır. Fonun yatırım politikası izahnamede yer almakta ve izahname en az 14 ayda bir yenilenmektedir. Fonun yatırım politikası, ancak yatırımcıların çoğunluğu tarafından alınacak kararlar değiştirilebilmektedir. Fona ait mali tabloların en az 6 ayda bir yatırımcılara ve 3 ayda bir de SEC'e gönderilmesi gerekmektedir<sup>(20)</sup>.

ABD'de yatırım fonları sektörünün son 20 yıl içinde gösterdiği gelişim, başka hiçbir olgunun değiştiremediği ölçüde ülkenin mali yapısını değiştirmiş, sektörün yönettiği aktifler 1985'de yaklaşık 500 milyar dolar iken bugün 2.6 trilyon doların üzerine çıkmıştır. 1980 yılında hane halkı bazında %6'sı yatırımlarını yatırım fonlarına kanalize etmekte iken, bugün bu oran 1/3'e yükselmiştir. 1980 yılında 564 fon mevcut iken, bugün bu sayı 10 kat artmıştır<sup>(21)</sup>.

(20) Söngü, s. 35.

(21) Kılıç, s. 19.

ABD'de yatırım fonları banka mevduatlarının o denli üzerinde artış göstermektedir ki; 2000 yılına kadar yatırım fonlarında biriken fon hacminin banka mevduatları ve mevduat sertifikaları toplamını geçmesi beklenmektedir<sup>(22)</sup>.

### **2.2.2. İsviçre'de Yatırım Fonları**

İsviçre'de bugünkü şekliyle ilk yatırım fonları 1930'da üç bankanın katılımıyla kurulan SIP şirketi tarafından oluşturulmuştur. Daha sonra bu üç bankadan Union de Banques Suisses (UBS) bunlardan ayrılarak kendi yatırım fonu olan INTRAG'ı kurmuştur. INTRAG bugün dünyadaki çok uluslu şirketlerin menkul kıymetlerine yatırım yapan fonlara sahiptir. Bunların da en önemlisi AMCA (America-Canada) Kuzey Amerika şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. Ayrıca, yalnız ağır teknolojiye, yalnız altın ve elmas madenlerine, yalnız elektronik teknolojisine yatırım yapan fonları da bulunmaktadır. INTRAG'ın bunlardan başka SAFIT, FONSA, SIMA gibi çok uluslu şirketlere yatırım yapan yirminin üzerinde fonu ve 10 milyar Frank'ın üzerinde bir fon varlığı bulunmaktadır<sup>(23)</sup>.

### **2.2.3. Fransa'da Yatırım Fonları**

Fransa'da 1957'de çıkarılan bir yasa ile yatırım fonları düzenlenmiştir. Bu yasa ile getirilen yenilik hukuki alanda müşterek mülkiyet esasının benimsenmesidir.

Fransa'daki düzenlemeye göre Yatırım Fonunun tüzel kişiliği yoktur. Katılanların hakları, fonun malvarlığının belirli bir oranındaki

---

(22) Tevfik, s.4.

(23) Karşlı, s. 142.



payları ile belirlenir. Fon var olduğu sürece katılanlardan bir veya birkaçı fonun dağıtılmasını isteyemezler. Katılma payının başkasına devri veya fona geri iadesi yoluyla, yatırımcılar müşterek mülkiyetten çıkabilirler. Katılma paylarının sınırı yoktur. Yeni katılanlarla paylar çoğalır. Fona geri satış yolu ile azalır. Fona giriş ve çıkış serbesttir. Katılma belgeleri, menkul kıymet olarak değerlendirilirler<sup>(24)</sup>.

## 2.3. TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI VE GELİŞİMİ

### 2.3.1. Tanım

Yatırım fonları Türk Hukukuna 28 Temmuz 1981 tarihinde kabul edilerek 30 temmuz 1981 tarihinde yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile girmiştir.

2499 sayılı yasada; Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre menkul kıymet portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlıkları "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu" olarak tanımlanmıştır<sup>(25)</sup>.

13 Mayıs 1992 tarih ve 3794 sayılı yasayla bu tanım biraz değiştirilerek, (Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inaçlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığına YF adı verilir) şeklinde

(24) Güven Vural, Yatırım Ortaklıkları, AİTİA Yayın No.: 120, Ankara: 1978, s. 45.

(25) 2499 S.K. md. 35 R.G. 30.7.1981-17416.

Yine SPKanunu'nda 27 Haziran 1995 gün ve 558 sayılı KHK ile yapılan değişiklikle (ortaklık ve kuruluşlara ait alacakları temellük ederek SPKanunu'na göre VDMK ihraç etmek amacıyla oluşturulan "Risk Sermayesi Yatırım Fonları" nın da kurulabilmesi yönünde düzenleme yapılmıştır<sup>(27)</sup>.

### **2.3.2. Kuruluş ve Faaliyet Şartları**

2499 S.K.'na göre bankalar dışında hiçbir kişi ve kuruluş veya mal varlığına MKYF kurma yetkisi tanınmamış<sup>(28)</sup>, 3794 sayılı yasada yapılan düzenleme ile bankalar yanında, sigorta şirketleri, aracı kurumlar, kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 S.K'nın geçiçi 20. maddesi uyarınca, S.P.K'nın tebliğle belirleyeceği esaslara uyanların YF kurabilecekleri ibaresi yer almıştır<sup>(29)</sup>.

Yatırım Fonu kurmak için, kurucunun Yatırım Fonu içtüzüğünü hazırlayarak, bunun noterden tasdikli bir örneği ve SPK'ca belirlenecek diğer belgelerle birlikte SPK'ya izin için başvurulması zorunludur. Banka ve sigorta şirketlerinin ise yatırım fonu kurmak için SPK'ya başvurmaları durumunda HDTM'nin görüşü alınır.

Fon yönetimi ve saklama hizmetlerinin farklı kurumlarca yürütülmesine SPK tarafından karar verilebilmektedir.

---

(27) SP Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair K.H.K. Md. 9 R.G. 27.6.1995-22326.

(28) 2499 S.K. md. 35 R.G. 30.7.1981-17416.

(29) 3794 S.K. md. 37 R.G. 13.5.1992-21227.

SPK;

a. Fonun kuruluşu, fonun asgari tutarı, fon türleri itibarı ile portföylerde bulundurulabilecek kıymetleri ve portföy sınırlamaları, değerlendirme esasları, fon karının tespiti ve dağıtımı ile fonun faaliyet ve yönetim ilkelerini, birleşmesini, sona ermesini ve tasfiyesini,

b. Fon içtüzüğünün, yönetim ve saklama sözleşmelerinin düzenlenmesini, kapsamını, değiştirilmesini, tescil ve ilanını, katılma belgelerinin değerine, ihraç ve geri satın alma fiyatlarının hesaplanmasına ve ilanına, alım satım ilkelerine ilişkin esasları belirler.

Fon malvarlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez.

Fon kurucusu veya yöneticisinin iflası veya tasfiyesi halinde gerekli tedbirler SPK'ca alınır<sup>(30)</sup>.

Fonun kuruluşu sırasında, kurucular SPK'dan izin almak şartıyla fon kurup yönetme işlerini aralarında oluşturacakları bir konsorsiyum eliyle de yapabilmektedirler.

Konsorsiyum oluşturulması halinde, yönetimi, aracı kurumlardan biri veya bankalardan biri yüklenir. SPK'ya, resmi dairelere, katılma belgesi sahiplerine ve fon adına üçüncü şahıslara karşı fonu, konsorsiyum yöneticisi temsil eder.

---

(30) 3794 S.K. md. 37 R.G. 13.5.1992-21227.

- Katılma belgelerinin satış ve geri satın alınış fiyatlarının tespiti usulü, geri alınış ilkeleri ve portföyün değerlendirilmesi ile saklama esasları,
- Portföye altın ve diğer kıymetli madenler alınacaksa bunların standartları, bunlar üzerinde nasıl işlem yapılacağı ve günlük değerlerinin tespiti ve saklama esasları,
- Kurucunun yönetici sıfatıyla fondan alacağı ve fon toplam değeri üzerinden hesaplanarak verilecek ücretin oranı ve başka menfaat ile gider karşılıklarının tespiti esasları,
- Fonun hesap dönemi,
- Varsa fonun süresi,
- Fon gelir gider farkının katılma belgesi sahiplerine aktarılmasına ilişkin esaslar,
- Fona katılma ve fondan ayrılma şartları,
- Fonun tasfiye şekli gibi bilgileri kapsamı zorunludur<sup>(33)</sup>.

Asgari fon tutarı ise kuruluşta 20 milyar TL. olarak belirlenmiştir<sup>(34)</sup>.

Kurucu yatırım fonunun kurulması için içtüzükte öngörülen fon tutarı kadar avans tahsis eder. Söz konusu avans ile portföy oluşturulur ve katılma belgeleri kayda alınma prosedürüne uygun bir şekilde halka arz yoluyla satılır. Avans ve içtüzük hükümlerine göre hesaplanacak avans faizi, katılma belgelerinin satış hasılatından içtüzük hükümlerine göre kurucuya iade edilir<sup>(35)</sup>.

---

(33) SPK Tebliği Seri VII No.: 2 md. 12. R.G. 31.7.1992 - 21301 (Mük.)

(34) SPK Tebliği Seri VII No.: 2 md. 15. R.G. 31.7.1992 - 21301 (Mük.)

(35) SPK Tebliği Seri VII No.: 2 md. 16. R.G. 31.7.1992 - 21301 (Mük.)

### 2.3.3. Yatırım Fonlarının Gelişimi

Türkiye’de ilk yatırım fonu uygulaması, yasal düzenlemelerin yapılmasından önce 1979 yılında bir “menkul değerler, bankerlik ve finansman şirketi” olan MEBAN AŞ. tarafından başlatılmış ve iki adet fon oluşturulmuştur. Modern yatırım fonu kavramından oldukça uzak olan bu fonlar kısa süre sonra şirketin tasfiyesi ile birlikte sona ermiştir<sup>(36)</sup>.

Türkiye’de Yatırım Fonları ile ilgili yasal düzenlemeler ilk olarak 2499 S.K (R.G. 30.7.1981-17416) ile yapılmış, 1982 yılında Yapı ve Kredi Bankası ile Pamukbank bünyesinde çalışmalarına başlanmış, ancak bir yandan idari formaliteler, bir yandan vergi sorunlarının bulunması bu çalışmaları engellemiştir. Bu problemlerin çözümünü takiben ilk Yatırım Fonu Türkiye İş Bankası tarafından kurulmuş ve katılma belgeleri 13.7.1987 tarihinde piyasaya sürülmüştür. 1987 sonuna kadar olan 5 aylık dönemde 7 fon daha kurulmuştur<sup>(37)</sup>.

25.6.1992 tarih ve 3824 S.K Yatırım fonlarını vergisel açıdan hisse senedi içerip içermemesi bakımından kısa ve uzun vadeli olarak ikiye ayırmış, 31.7.1992 tarihli Seri VII No:2 SPK tebliği ile sermaye piyasası açısından konuya açıklık getirilerek A tipi fon tanımı yapılmıştır.

Türkiye’de 41’i A tipi, 67’si B tipi olmak üzere toplam 108 adet Yatırım Fonu bulunmaktadır.

(36) Tuncay Artun “Bir Yatırım Fonu Öyküsü”, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Kasım 1986.

(37) Selahattin Tuncer “Türkiye’de MKYF” Türkiye’de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel), İAV Yayınları. 1989/73 s.31.

## 2.4. YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI

Yatırım fonları pay sayısının değişebilirliği, kar dağıtımı, portföydeki kıymetlerin niteliği, yatırım hedef ve politikaları gibi kriterlere göre sınıflandırılabilir. Ayrıca ICI (Investment Company Institute) Amerikan Yatırım Fonları Kurumu tarafından da bir sınıflandırma yapılmıştır.

### 2.4.1. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Sınıflandırma

Yatırım fonları pay sayısının değişebilirliğine göre açık uçlu fonlar ve kapalı uçlu fonlar olarak iki grupta incelenmektedir.

#### a. Açık uçlu fonlar:

Yatırımcılar tarafından talep edildiğinde pay sayısı artırılabilen, yatırımcılar tarafından iade edildiğinde ise pay sayısı azaltılabilen fonlar açık uçlu fonlar olarak tanımlanır.

Açık uçlu bir fonun hisse başına fiyatı, borsada işlem gören hisse senetleri gibi gün boyunca olan arz ve taleple kontrol edilemez. Açık uçlu yatırım fonlarının pay fiyatı her gün, gün boyunca sabittir. Bu fiyat önceki günün öğleden sonrasında piyasa kapanış zamanındaki gerçek değere dayanır.

Kapalı uçlu yatırım fonlarının payları belli başlı borsalarda işlem görürken, açık uçlu yatırım fonları borsalarda işlem görmezler. Açık uçlu fonlar devamlı olarak pay ihraç edip, itfa ederken, kapalı uçlu fonlar böyle değildir.

Açık uçlu yatırım fonlarını yatırım açısından cazip hale getiren iki özelliği vardır, likit oluşları ve pay fiyatı ayarlamaları.

- Likidite: Açık uçlu yatırım fonlarında fon payları istendiği anda kolayca alınıp, satılabilirler. Açık uçlu fonların likiditesi şöyle çalışır. Çoğu yatırım fonu, piyasa koşulları iyi olduğunda pay sahiplerinin paralarını %90'ı menkul kıymetlere yatırılmış halde tutarlar. Yatırılan para, fonun amaçlarına göre; kısa vadeli, uzun vadeli yatırılabilir veya nakit pozisyonda tutulabilir.

Bir fonun nakit pozisyonu onun mevcut nakit varlıkları anlamındadır, yani bu paylarının itfasına (veya satılmasına) karar veren yatırımcılara ödenebilecek paradır. Eğer fonun itfaları fonun sahip olduğu nakitten fazla ise fonun portföyündeki menkul kıymetlerin bazıları bu itfaları karşılayacak şekilde satılmalıdır.

- Pay fiyatlaması: Açık uçlu bir yatırım fonunu çekici hale getiren ikinci unsur pay fiyatlamasının yürütülmesidir. Açık uçlu yatırım fonu paylarının fiyatlaması iki unsura dayanır; Fonun portföyündeki kıymetlerin piyasa fiyatı ve fonun pay sahiplerinin sayısı. Fondaki kıymetlerin toplam piyasa değerinden fon giderleri çıkarıldıktan sonra elde edilen değer toplam pay sayısına bölünerek fonun fiyatı bulunur. Fonun fiyatının piyasa ile aynı gelişmeyi göstermesi gerekmez. Örneğin endeks düştüğünde fonun pay değerinin düşmesi gerekmez, değeri yükselebilir veya aynı kalabilir. Fonun değeri fonun portföyü içindeki kıymetlerin piyasada nasıl değerlendirildiklerine ve fonun dolaşımdaki pay sayısına bağlıdır.

b. Kapalı uçlu fonlar:

Yatırımcılar tarafından talep edildiğinde pay sayısı anında arttırılamayan, yatırımcılar tarafından fona iade edilemeyen, dolayısıyla pay sayısı azaltılamayan fonlar kapalı uçlu fonlar olarak tanımlanır.

Hem açık uçlu, hem de kapalı uçlu fonlar çeşitli yatırım hedeflerine sahiptirler ve yatırımcılardan topladıkları paraları çeşitli menkul kıymetleri almak için biriktirirler. İkisinin arasındaki fark; kapalı uçlu fonlarda sabit sayıda pay ihraç edilmesine karşın, açık uçlarda değişken olmasıdır.

Kapalı uçlu fonlar sabit bir sayıda ihraç edildiklerinden fiyatları açık uçlulardan farklı bir şekilde hesaplanır. Pay başına fiyat hesaplamasındaki farklılıklar yüzünden kapalı uçlu bir fonun fiyatı, fondaki toplam menkul kıymetlerin gerçek değerinden veya pay başına net varlık değerinden daha düşük veya yüksek olabilir. Kapalı uçlu bir fonun net varlık değeri her payın satış fiyatına eşitse fonun başabaş fiyatında işlem gördüğü söylenir. Bu nedenle portföy içindeki menkul kıymetlerin gerçek değerini bulmak ciddi bir çalışma gerektirir. Piyasa koşulları ve menkul kıymetin popülaritesi kapalı uçlu fonun fiyatını düşürebilir<sup>(38)</sup>.

Sonuç olarak, fon için ödenen pay fiyatı her zaman için fon portföyündeki menkul kıymetlerin gerçek değerini yansıtmayabilir.

#### **2.4.2. Kar Dağıtımına Göre Sınıflandırma**

Kar dağıtımı açısından yatırım fonlarında kar dağıtan ve dağıtmayan fonlar olmak üzere iki model söz konusu olmaktadır.

---

(38) Tefik, s. 5.



a. Hisse senedi fonları:

Bu fonlar değişik Şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparlar. Bu fonların en gözde çeşidi büyüme fonlarıdır. Bu tür hisse senedi fonlarında portföy içindeki hisselerin değerinin zamanla artması ve böylelikle, aynı zamanda hisse senedi fonunun da değerinin artması beklenmektedir.

b. Tahvil fonları:

Bu fonlar genellikle gelir fonları olarak adlandırılırlar. Çünkü yatırım yaptıkları kıymetler, yani tahviller pay sahiplerine gelir sağlayacak şekilde yönetilirler.

Tahvil fonları çeşitli Şirket, ülke, mahalli idare veya hükümet tahvillerinden meydana gelebilirler.

c. Büyüme ve gelir fonları:

Bu fonlar tipik olarak hisse senedi ve tahvil yatırımlarının birleşiminden oluşturulmuşlardır. Genellikle “Denge Fonları” olarak adlandırılırlar.

d. Para piyasası yatırım fonları:

Para piyasası yatırım fonları, yatırım fonlarının en yaygın çeşididir. Dünyada bu kadar yaygın olmalarının sebebi güvenilir ve esnek oluşları ve üzerlerine çek keşide edilebilmesi gibi çeşitli kolaylıklar sağlamalarıdır. Para piyasası yatırım fonlarının yaptıkları yatırımların hepsi kısa vadeli yatırımlardır. Ortalama vadeleri genellikle 30 gün ile 45 gün arasındadır ve 90 günden fazla olmaz. Bu fonlar, banka kredi mektupları, repolar ve hazine bonoları gibi kısa vadeli enstrümanlara yatırım yaparlar<sup>(40)</sup>.

(40) Tefik, s. 9.

#### **2.4.4. Yatırım Hedef ve Politikalarına Göre Sınıflandırma**

Yatırım fonlarının risk/getiri planlarına göre yatırım hedefleri birbirinden farklı olmaktadır. Bu sınıflandırmaya göre yatırım fonları şöyle sıralanabilir;

##### **a. Aşırı büyüme amaçlı fonlar:**

Bu tip fonlar maksimum sermaye kazancı elde etmeyi hedeflemişlerdir. Bu yüzden spekülasyon hisse senetlerine ve yeni kurulmuş şirketlere yatırım yaparlar. Sık sık borçlanma yoluyla finansman yoluna giderler. Bu tip fonların performansları fiyatların yükseldiği dönemlerde artar, fiyatların düştüğü dönemlerde ise azalır. Genellikle aşırı büyümeyi amaçlayan fonlar düşük gelir getirirler. Bunun nedeni, yatırım yaptıkları yeni şirketlerin temettü vermemesinden ve hisse senetlerine yatırım yaptıkları için yeni faiz geliri elde edememelerinden kaynaklanmaktadır.

Bu tip fonlar uzun vadede iyi getiri sağlamaktadırlar. Diğer bir açıdan bakıldığında ise belli endüstrilerde uzmanlaşmış oldukları için portföy riskleri fazladır.

##### **b. Büyüme amaçlı fonlar:**

Aşırı büyümeyi amaçlayan fonlara göre bu fonların portföy riskleri daha düşüktür ve daha istikrarlıdır. Yatırım yaptıkları şirketler yeni kurulmuş şirketler değildir. Amaçları, düzenli bir gelir akımından daha çok değer artışı ve uzun vadede büyümeyi sağlamaktır.

##### **c. Büyüme ve gelir amaçlı fonlar:**

Bu fonlar genellikle tanınmış şirketlere yatırım yaparlar. Uzun

dönemde büyümeyi ve portföy değerinde aşırı oynamalardan kaçınmayı amaçlamışlardır. Hem gelir akımı, hem de değer artışı elde etmeyi hedeflemişlerdir.

d. Gelir amaçlı fonlar:

Yüksek oranda temettü veren şirketlerin hisse senetlerine ve özel veya kamu kesimi menkul kıymetlerine yatırım yaparlar<sup>(41)</sup>.

e. Tahvil fonları:

Yalnız tahvillere ve hazine bonolarına yer veren, sıfır riskle en yüksek geliri tercih eden, büyüme amacı gütmeyen fonlardır<sup>(42)</sup>.

#### **2.4.5. Yatırım Fonları Kurumuna Göre Sınıflandırma**

Yatırım fonlarının ayrı kategorilerde sınıflandırılmasının temel nedeni yatırım fonlarının yatırım hedefleridir. Bir yatırım fonunun hedefi, fon yöneticilerinin amacı, bu amaca ulaşmak için pay sahiplerinin parasını nereye yatırdığı anlamındadır.

Amerika'da Yatırım Fonları kurumu (ICI, Investment Company Institue) 22 değişik yatırım fonu kategorisi tanımlamış bulunmaktadır<sup>(43)</sup>.

a. Hızlı büyüme fonları:

Hızlı büyüme fonları, maksimum sermaye kazancı elde etmeyi hedeflerler. Cari gelir önemli bir unsur değildir. Bazıları ise, yeni başlayan bir işletmenin veya yeni bir endüstrideki işletmelerin

(41) Süngü, s. 34.

(42) Karslı, s. 152.

(43) Tefik, s. 152.

e. Milli ipotek birliği fonları:

GNMA veya Ginnie MAE Fonları olarak da adlandırılan bu fonlar Devlet Milli İpotek Birliği (GNMA) tarafından garantilenmiş ipotek senetlerine yatırım yaparlar. Bu kategoriye girmesi için bir yatırım fonu portföyünün çoğunluğu bu senetlerden oluşmalıdır.

f. Global fonlar:

Global Tahvil Fonları tüm dünyadaki şirket ve hükümetlerin borçlanma senetlerine yatırım yaparlar. Global hisse senedi fonları dünya çapında işlem gören hisse senetlerine de yatırım yapabilirler. Doğrudan yatırımcılarla karşılaştırılınca, global fonlar yatırımcılara dışarıda yatırım yapabilmek için kolay bir yol sağlarlar. Fonun profesyonel para yöneticileri alışveriş, kayıt tutma detayları, kur farkları, yabancı diller, saat farkları, hukuk kuralları ve düzenlemeleri, iş gelenek ve uygulamaları ile uğraşırlar. Global fonlar portföydeki çeşitlendirmeyi (Diversification) artırma imkanı verirken, aynı zamanda yeni bir risk, yani kur riskini de dikkate almak zorundadırlar.

g. Büyüme fonları:

Büyüme fonları sağlam şirketlerin adi hisse senetlerine yatırım yaparlar. Asıl amaçları temettü akışından çok sermaye kazançlarını arttırmaktır. Büyüme fonu alan yatırımcılar temettü geliri elde etmekten çok fonun pay fiyatının yükselmesi ile ilgilidirler.

h. Büyüme ve gelir fonları:

Büyüme ve Gelir Fonları, hisse değeri artan ve temettü ödemelerini yaptıklarını kanıtlamış sağlam şirketlerin adi hisse senetlerine yatırım yaparlar. Bu tip fonlar uzun dönemli sermaye büyümesi ile birlikte istikrarlı bir gelir akışını hedeflerler.

p. Opsiyon ve gelir fonları:

Opsiyon ve Gelir Fonları, milli menkul kıymet borsalarında satım opsiyonları alıp satarak, temettü ödeyen şirketlerin senetlerine yatırım yaparak yüksek cari kazanç hedeflerler. Cari kazanç genellikle opsiyon satmaktan elde edilen temettü primlerinden, opsiyonun uygulanması için veya diğer bir sebeple portföydeki menkul kıymetlerin satışından elde edilen kısa dönem kazançlarından ve alım işlemlerinin kapatılmasından doğan getiriden oluşur.

r. Kıymetli maden veya altın fonları:

Kıymetli Maden veya Altın Fonları, portföylerinin üçte ikisini altın, gümüş ve diğer madenlerden oluşan kıymetlere yatırır.

s. ABD hükümeti gelir fonları:

ABD Hükümeti Gelir Fonları, çeşitli hükümet tahvillerine yatırım yaparlar. Bu tahviller; ABD Hazine Bonolarını, Federal Garantili İpoteğe Dayalı Kıymetleri ve diğer devlet senetlerini içerir.

ş. Ayarlanabilir oranlı hükümet ipotek fonları (ARM):

Faiz haddindeki yükselmelerin riskinden korunmak amacıyla yaratılmış olan bu fonların portföyündeki kıymetlerin çoğu federal kurumlar tarafından garantilenmiştir. İpotek Fonlar genellikle sabit oranlı ipoteye dayalı menkul kıymet içerirler ve faizlerdeki yükseliş anaparadan kayıp riskini de beraberinde getirir. Buna karşılık ARM'lerin faiz haddi değişkendir, fakat bu değişkenlik genel faiz haddi seviyesine göre değil, yarıyıl veya yıllık olarak ipoteye göre ayarlanır. Bu nedenle ARM'ler bir yıllık tahvil gibi düşünelebilir. Anaparayı kaybetmek riski ihmal edilebilecek düzeydedir. Dikkat edilmesi gereken nokta düşen faiz oranlarıdır. Bu durumda ayarlanabilir oranlı ipotek fonları net varlık değerlerinden kaybedebilirler.

Trust, genellikle üçlü bir ilişkiden oluşur. Trust'ü kuran, belirli malların üzerindeki mülkiyet hakkını bir trust belgesi ile güvenilir bir kişiye devreder. Güvenilir kişi trust belgesi koşulları içinde trust mallarını trust'ten yararlananların çıkarına uygun olarak yönetmeği taahhüt eder.

Investment Trust'ler hukuki yapıları açısından değil, konuları gereği bu adı almışlardır. Amaç yatırım Ortaklıklarının trust kavramından yararlanarak örgütlenmeleridir.

ABD'de tüzel kişiliği kapsamayan "Investment Company" terimi daha yaygın olarak kullanılmaktadır.

Yatırım Ortaklıkları Fransa'da "societe de placement, fonds de placement, societe de investissement" deyimleriyle, Almanya'da "kapitalanlagegesellschaft, Investmentgesellschaft, Anlagefonds" deyimleriyle adlandırılmaktadır<sup>(45)</sup>.

Yatırım ortaklıkları çoğu ülkede anonim şirket olarak kurulmaktadır. Portföyün sahibi anonim şirket olduğundan, her ortak şirketteki ortaklık payı oranında olmak üzere portföy üzerinde mülkiyet ve söz hakkına sahiptir. Fakat bu haklar doğrudan doğruya kullanılamaz. Haklar anonim şirketlerdeki genel kurul ve yönetim kurulu gibi organlarda kullanılabilir. Şirketin çalışma dönemi sonunda portföy yatırımı ve yönetimden sağlanan bilanço karı şirket prosedürüne göre ortaklara dağıtılır.

Anonim şirketin genel mal varlığı ile menkul kıymetler portföyü birbirinden bağımsız değildir. Yatırım ortaklıkları ile yatırım fonlarını

---

(45) Vural, s. 20.

Bugünkü anlamıyla ilk yatırım ortaklıkları İngiltere ve İskoçya'da 1860 yılından sonra görülmeye başlamıştır<sup>(48)</sup>.

### 3.1.1. İngiltere'de Yatırım Ortaklıkları

İngiltere'de ilk kez 1863 yılında kurulan "International Financial Society of London" ile 1864 yılında kurulan "Continental Union" adlı kuruluşlar yatırım ortaklığı özellikleri gösterebilirler de Belçika'daki "Societe Generale" gibi ikisinin de tam anlamıyla yatırım ortaklığı işlevi gösterebilmeleri uzun yıllar almıştır. 1863 yılında kurulan "The London Financial Association" diğerlerine oranla günümüz yatırım ortaklıklarına daha çok benzemesine karşın, uygulamada başarılı olamamıştır.

1868 yılında Londra'da kurulan "Foreign and Colonial Government Trust"ün ise kuruluşundan itibaren asıl amacı, küçük tasarruf sahiplerine de tıpkı büyük yatırım sahipleri gibi yararlar sağlamak üzere, yatırım riskini, yabancı senetlere ve devletin koloniler için çıkardığı değişik senetlere dağıtmak olmuştur. Diğer bir deyişle bu kuruluş yatırım riskini çeşitlendirme yolu ile dağıtan ilk kuruluştur. Bu nedenle bankacılık ve kredi işlemlerine yer vermeyen bu kuruluş çağdaş Yatırım Ortaklıklarının öncüsü olmuş, bu dönemde oluşturulan yatırım ortaklıkları başta Osmanlı Devleti olmak üzere pek çok ülkenin taşınır değerlerine yatırım yapmışlardır.

İngiltere'de yatırım ortaklıkları 1890 yılına kadar Londra Borsa'sının işlem hacminin 1/7 sini yaratmakta iken 1890 yılında ortaya çıkan Baring's Bankası Krizi ardından 55 trust krizden etkilenmiş pek çoğu ise tasfiye edilmiştir.

<sup>(48)</sup> Vural, s. 27.

1909 yılında toparlanan ortaklıklar 1914 yılına kadar savaş ekonomisini finanse etmiş, 1929 ekonomik krizini izleyen yıllarda ortaklıklar esnekleşerek, portföyün sabitliğinin doğurduğu hareketsizlikten kurtulmuştur. Londra borsasında kote edilen pay senetlerinin %10'u yatırım ortaklıklarının pay senetlerinden oluşmaktadır<sup>(49)</sup>.

### **3.1.2. ABD'de Yatırım Ortaklıkları**

ABD'de 1823 yılında kurulan "Massachusetts Hospital Life Insurance Company" adlı ortaklığın, sigortalılarıyla yaptığı birtakım işlemler, bir ölçüde yatırım kuruluşu özelliği göstermekle beraber, bu ülkede ilk yatırım ortaklığı 1889'da kurulan "New York Stock Trust" olmuştur. Halen faaliyetine devam eden en eski ortaklık ise "Boston Personal Property Trust" olmuştur.

ABD'de yatırım ortaklıkları 1920 yılından başlayarak büyük gelişme göstermişler, bu gelişme 1929 yılına kadar sürmüş, sayıları 700'e ulaşarak, aktif değerleri toplamı ise 7 milyar dolar olmuştur. 1929 krizinde ise yatırım ortaklıkları büyük kayıplara uğramışlar, krizi izleyen 5 yıllık dönemde yatırım ortaklıklarının aktif değerlerinde 5 milyar dolarlık azalma olmuştur.

1930 ve 1940 arası dönem yatırım ortaklıkları için adeta bir kargaşa dönemi olmuş, SEC'in önerisi üzerine Amerikan Kongresi Yatırım Ortaklıkları Yasası (Investment Company ACT)'ni 1 Kasım 1940'tan itibaren yürürlüğe koymuştur<sup>(50)</sup>.

---

(49) Vural, s. 33.

(50) Vural, s. 39.



likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarım biçimi) risk sermayesi yatırımı olarak tanımlanmıştır.

Kayıtlı sermayeli olarak kurulan başlangıç veya çıkarılmış sermayelerini esas olarak sermaye kazancı elde etmek amacıyla risk sermayesi yatırımlarına yönelterek, risk sermayesi yatırım faaliyetinde bulunan ortaklıklara RSYO denilmektedir.

Girişim şirketleri olarak tanımlanan; RSYO tarafından risk sermayesi yatırımı yapılan anonim ortaklıkların sınai uygulama veya ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini amaçlamaları veya bu doğrultuda faaliyet gösteriyor olmaları, ya da yönetim, teknik ve sermaye desteği ile bu doğrultuya girebilecek nitelik taşımaları şarttır<sup>(53)</sup>.

#### Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ise

- Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına (gayrimenkul sertifikası ve konut kredileri karşılığında ihraç edilen VDMK gibi),
- Bina, arsa ve araziden oluşan gayrimenkullere,
- Gayrimenkuller üzerindeki intifa haklarına,
- Gerekli izinleri ilgili mevzuat çerçevesinde alınmış, inşaatla başlayabilmesi için gerekli belgelerin tam ve doğru olduğu SPK'ca ilan edilen ekspertiz şirketlerince onaylanmış, gayrimenkule dayalı projelere,

(53) SPK Tebliği Seri VII NO:21 R.G. 6.7.1993-21629 (Mük).

- Kira geliri elde etmek amacıyla bitmiş veya asgari %50'si tamamlanmış gayrimenkullere yatırım yaparak, bunlardan oluşan portföyü işleten kurumlardır<sup>(54)</sup>.

3794 sayılı yasada yapılan değişiklikle yatırım ortaklığı kuruluşu için SPK'dan izin zorunluluğu getirilerek, bu ortaklıkların menkul kıymet portföyü işletmek dışında yapabilecekleri faaliyetleri de yine SPK'nın belirleyeceği hüküm altına alınmıştır<sup>(55)</sup>.

31.7.1992 tarihli SPK genelgesinde ise<sup>(56)</sup> (Yatırım ortaklıklarının; sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumları) olduğu belirtilmiştir.

Bu tebliğle getirilen düzenlemeler arasında yatırım ortaklıklarının, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı güdemeyecekleri ve esas sözleşmelerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla, portföy değerinin en az %25 'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış KİT'ler dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış yatırım ortaklıklarının A tipi ortaklık olarak adlandırılacağı hüküm altına alınmıştır.

---

(54) SPK Tebliği Seri VI No:7 RG. 22.7.1995-22351.

(55) 3794 S.K. md. 35 R.G. 13.5.1992.

(56) SPK Tebliği Seri VI No:4 RG.31.7.1992-21301.

getirilmesinden sonra gerekli belgelerle birlikte, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na başvurmasıyla başlatılır. Her iki türde de gerekli sermaye şartlarının yerine getirilip kuruluş izninin alınmasından sonra yatırım ortaklığı tescil ve ilan işlemleri ile tamamlanır<sup>(58)</sup>.

### 3.2.3. Türkiye'de Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

Türkiye'de yatırım ortaklıkları ile ilgili yasal düzenlemeler 30.7.1981 tarihinde yapılmış olmasına karşılık ilk yatırım ortaklığı 13.06.1991 tarihinde Vakıfbank tarafından kurulmuştur. Haziran/1996 sonu itibarıyla Türkiye'de 12 yatırım ortaklığı faaliyet göstermektedir. Bunları kayıtlı sermayeleri ve çıkarılmış sermayeleri, kuruluş tarihleri ile bir tablo halinde şöyle sıralayabiliriz.

**Tablo 1: Türkiye'de Yatırım Ortaklıkları**

	Kuruluş Tarihi	milyar TL.	
		K.S.	Ç.S.
Vakıf Y.O.	13.06.1991	50	45
Global Y.O.	22.01.1992	500	200
Atlas Y.O.	22.10.1993	500	195
M. Yılmaz Y.O.	05.08.1994	100	100
Evren Y.O.	19.10.1994	500	250
Atlantis Y.O.	19.08.1994	1.000	100
Bumerang Y.O.	17.05.1995	1.000	100
Yapı Kredi Y.O.	29.08.1995	600	150
Demir Y.O.	17.07.1995	500	100
İş Y.O.	01.04.1995	2.000	500
Finans Y.O.	09.08.1995	1.000	250
Avrasya Y.O.	20.11.1995	10.000	250

(58) Tevfik, s. 45.

### b. Değişir Sermayeli veya Açık Sonlu “Open-End” Yatırım Ortaklıkları

Bu tür ortaklıklarda ise yatırım ortaklıkları hisse senetlerini, ortağın istemi üzerine, her zaman gerçek aktif değerleri üzerinden geri satın almak durumundadır. Bu ortaklıklarda, ortaklığa giriş ve çıkışlar nedeni ile sermaye sürekli bir değişim göstermektedir.

### **3.3.2. Yönetimin Hareket ve Takdir Özgürlüğü Kriterine Göre Sınıflandırma**

Bu kritere göre yatırım ortaklıklarını yönetsel yatırım ortaklığı ve sabit veya yarı sabit trustler olmak üzere iki grupta inceleyebiliriz.

#### a. Yönetsel Yatırım Ortaklığı

Bu ortaklıklarda yönetim menkul değerlerden oluşan portföyü, sözleşmede belirlenen esasları, yasal kısıtlama ve kuralları gözönünde bulundurarak, kendi takdir ve isteği doğrultusunda, çeşitlendirerek yönetme hakkına sahiptir.

#### b. Sabit veya Yarı Sabit Trust

Trust statüsünde olan bu tür kuruluşlarda, portföye alınacak değerler, değiştirilemeyecek bir şekilde sözleşme ile belirlenmiştir.

### **3.3.3. Sermaye Bileşimlerine Göre Sınıflandırma**

Sermaye bileşimlerine göre yatırım ortaklıkları, sermayesi sadece adi pay senetlerinden oluşan ve sermayesi adi pay senetleri yanında

**Tablo 2: Yatırım Ortaklıklarında Aktif Kaldıracı**

Zaman Periyodu 1		Zaman Periyodu 2	
		(milyar TL)	
Aktifler	Pasifler	Aktifler	Pasifler
Hisse Sn. 200	Borç 100	Hisse Sn. 240	Borç 100
	Hisse Sn. 100	(+ %20)	Hisse Sn. 140
	(100 Hisse)		(+ %40)
<u>+200</u>	<u>+200</u>	<u>+240</u>	<u>+240</u>

1. Zaman periyodunda kapalı sonlu yatırım ortaklığı aktifleri 200 milyar TL. olup tamamı hisse senetlerine yatırılmıştır. Pasif değerler ise 100 milyar TL hisse senedi ihracı ile 100 milyar TL tahvilli borçtan oluşmaktadır.

2. Zaman periyodunda ise portföydeki hisse senetlerinin %20 artışının pay sahiplerinin hesaplarında yol açtığı %40'lık artış gösterilmektedir. Portföydeki artıştan tahvil sahiplerinin etkilenmemesi ise tahviller için ödenecek faizin sabit olması, dolayısıyla aktifteki veya diğer bir deyişle portföydeki artış, eksilişlerden etkilenmemelerinden kaynaklanmaktadır.

Sonuçta %20'lik portföy değeri artışı, pasifte hissedarların hesaplarında kaldıraç etkisi nedeni ile daha büyük oranlı bir artışa neden olmaktadır. Bu artış oranını şu rasyo ile açıklayabiliriz<sup>(61)</sup>.

$$\text{Aktif Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{İhraç edilen hisse senetlerindeki artış (\%)}}{\text{Aktif değerindeki artış (\%)}}$$

(61) Amling, s. 220.

d. Portföyü sadece ayrıcalıklı pay senetlerinden oluşan ortaklıklar.

e. Portföyü sadece bir sanayi kolunun veya belirli bir bölgede bulunan sanayi kuruluşlarının pay senetlerinden oluşan ortaklıklar.

Bu tür ortaklıklara sanayidu uzmanlaşmış ortaklıklar adı da verilmektedir.

### **3.3.5. Rizikonun Karşılanması Kriterine Göre Sınıflandırma**

Yatırım ortaklıkları bir uçta son derece tutucu veya spekülâtif girişimlerden uzak, diğer uçta da son derece spekülâtif girişimde bulunanlar olmak üzere, büyük değişiklikler gösterir. Tutucu yatırım ortaklıkları, portföylerini iyi tanınmış, güvenilir ve sağlam gelir getiren tahvillerden oluştururlar. Buna karşılık spekülâtif etkilerden daha çok yararlanmak isteyenler ise az veya hiç tanınmayan ortaklıkların düşük fiyatlı pay senetlerine yatırım yapmaya ilgi duyarlar.

### **3.3.6. Vergilendirme Sistemine Göre Sınıflandırma**

Yatırım ortaklıklarını tabi oldukları vergi sistemine göre şirketler gibi vergilendirilen ortaklıklar ile özel vergi rejimine tabi olan ortaklıklar olarak inceleyebiliriz.

a. Anonim şirketler gibi; işletme, sermaye ve temettü gelirleri ayrı ayrı vergiye tabi olan yatırım ortaklıkları

b. Özel vergi rejimine tabi olan yatırım ortaklıkları<sup>(62)</sup>.

---

(62) Vural, s. 92.

## 4. YATIRIM KULÜPLERİ

### 4.1. TANIM

Yatırım kulübü, birbirlerini tanıyan, kolay anlaşabilen az sayıda kişinin, küçük tasarruflarını bir araya getirerek, belli bir süre boyunca borsada ortak menkul kıymet yatırımında bulunmak üzere meydana getirdikleri bir yatırımcılar grubu olarak tanımlanabilmektedir<sup>(63)</sup>.

Yatırım kulüplerinin sözleşmesi, kuralları ve belli bir organizasyon tarzı vardır<sup>(64)</sup>.

Batı ülkelerindeki uygulamalarında görüldüğü gibi yatırım kulübünün bir büroda, atölyede çalışanlar, bir derneğin üyeleri arasında kurulması, üyelerin bir araya gelebilmeleri ve birbirlerini anlamaları açısından daha kolay gerçekleşebilmekte ve uygulamada bu gibi örneklere daha sık rastlanılmaktadır.

Hukuki açıdan yatırım kulübü bir şirket ya da bir dernek değildir. tüzel kişiliği yoktur. Vergiye muhatap değildir.

Yatırım kulüplerinin en az kaç üyeye kurulacağı ve en fazla kaç üyesinin olabileceği anasözleşmede belirtilir. Ükelere göre değişmekle birlikte, genellikle en az 5 üye ile kurulup, en fazla 10-55 üyeyi bulmaktadır. Üye sayısının üst sınırı 20 olarak belirlenen ya da sonradan 20'ye çıkarılan ülkeler de bulunmaktadır. Üye sayısının belirlenmesinde başlıca kriter, anlaşma ve birlikte hareket etme

(63) Azmi Fertekligil, "Yatırım Kulüpleri" Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Mart 1987. s. 36.

(64) Karşlı, s. 160.

### 4.3. YATIRIM KULÜPLERİNİN SAĞLADIĞI YARARLAR

Yatırım kulüplerinin sağladığı yararlar riskin azaltılması, karşılıklı eğitim ve basitlik olarak tanımlanabilir.

#### 4.3.1. Riskin Azaltılması

Başlangıçta portföyün çapı küçüktür. İlk dönemde ortaya çıkabilecek kayıplar ağır sonuçlar doğurmaz. Portföyün büyümesi ile birlikte üyelerinin tecrübeleri de artar. Ek olarak yatırımlar riskin dağıtılması ilkesine göre, çeşitlendirilerek yapıldığından, üyelerin karşılaşacakları risk en aza inmektedir.

#### 4.3.2. Karşılıklı Eğitim

Yatırım kulüpleri birer “Borsa Okulu” konumundadırlar. Kulüp üyeleri ortak faaliyet süresince, borsa mekanizması ve teknikleri ile bir menkul kıymet portföyünün nasıl işletileceği konusunda tek başlarına belki de hiç bir zaman öğrenemeyecekleri bilgi ve tecrübeye sahip olacaklardır.

#### 4.3.3. Sadelik

Kulübün hukuki konumu, kuruluş işlemleri ve işleyişi oldukça basittir. Sözleşme örneği, faaliyette bulunulan ülke borsalarından borsa üyelerinden kolayca elde edilebilmektedir<sup>(70)</sup>.

---

(70) Karşılı, s. 161.



#### 4.4. YATIRIM KULÜPLERİNİN ORGANİZASYONU VE İŞLEYİŞİ

Kulüp üyeleri hukuki açıdan, portföyün müşterek maliki durumundadırlar. Sözleşmede, üyelerin yatıracakları aidatlar, kararların alınışı ve kazancın dağıtım şekli, menkul kıymetlerin alım satım koşulları, kulübe yeni üye girişi veya bir üyenin kulüpten çıkışıyla ilgili kurallar belirtilir<sup>(71)</sup>.

Yatırım kulüplerinin kooperatifçiliğin bazı temel ilkelerini de uyguladıkları görülmektedir. Örneğin, yatırdığı para miktarı ne olursa olsun, her üyenin kulüple ilgili kararların alınmasında bir oy hakkı vardır. Kararlar, toplantılara gelenlerin oy çokluğu ile alınır. Her üye dilediği takdirde kulüpten ayrılabilir. Ancak üyeler paylarını kulübün diğer üyelerinin onayı olmadan üçüncü bir kişiye devredemezler. Kulüp yöneticilerine, görevlerine karşılık bir ücret ödenmesi söz konusu değildir<sup>(72)</sup>.

Üyeler başlangıçta aralarında bir başkan, bir sekreter ve bir veznedar seçerler. Başkan, kulübü temsil eder ve kararları uygular. Sekreter, kararları yazar ve toplantıları düzenler. Veznedar, para ve hesaplarla uğraşır. Para bir banka hesabında tutulur.

Kulüpte aidatlardan meydana gelen fonların kullanılışı karara bağlamak ve portföyü meydana getiren kıymetlerle ilgili gelişmeleri incelemek üzere her ay bir toplantı yapılır.

Toplantılarda üyeler tarafından, genel ekonomik durum çeşitli faaliyet sektörleri ve portföyü oluşturan menkul kıymetler üzerinde konuşmalar, tartışmalar yapılır.

---

(71) Fertekligil, s. 37.

(72) Vural, s. 16.

Yatırım kulüplerinde üyelerin her ay yatırabilecekleri meblağ da sınırlanmıştır. Örneğin; Fransa'da her üyenin yapacağı aylık ödeme en fazla 1.000 F. giriş sırasında yapılan ilk ödeme en fazla 3.000 F. olarak belirlenmiştir.

Kulüp statüsünde bir hisse birimi belirlenir ve her üye adına hisse sayısı bu birimin taahhüt edilen aylık ödeme oranına göre belirlenerek kayda geçirilir. Örneğin; bir hisse bedeli 500 birim kabul edilmişse üyeler her ay üst sınırı geçmemek koşulu ile bunun iki veya dört katı aylık ödeme yapmayı kararlaştırabilirler. Buna göre ayda 1.000 birim ödeme yapan üye her ay 2 hisse üzerinden yıl sonunda 24 hisse sahibi olacaktır<sup>(73)</sup>.

#### 4.5. TÜRKİYE'DE YATIRIM KULÜPLERİ

Türk Hukuk Sisteminde yatırım kulübü kurulmasına açık bir engel bulunmamakla birlikte, bu alanda bir boşluk bulunmaktadır. Hukuki açıdan bir düzenleme yapılmadığından, belirsizlik içerisinde ortaya çıkabilecek yatırım kulüpleri bazı anlaşmazlıklara, hatta yolsuzluklara açık olacağından, böyle bir durumda sermaye piyasasına olan güven sarsılabilecektir.

Yatırım kulüplerinin 2499 sayılı Sermaye Piyasası kanunu içerisinde yer alacak bir düzenleme ile birlikte SPK tarafından hazırlanacak bir tebliğ ile uygulama esaslarının belirlenmesi, yanısıra sermaye piyasasında, yatırım kulüplerine karşı güven oluşturmak amacı ile eğitici, yol gösterici bir denetim mekanizması oluşturulmalıdır<sup>(74)</sup>.

---

(73) Fertekligil, s. 37.

(74) Fertekligil, s. 38.

## **İkinci Bölüm**

### **KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINDA PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ**

#### **1. YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ**

##### **1.1. YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY YÖNETİMİ**

Türkiye'de 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanun uyarınca SPK tarafından yapılan düzenlemelerde, yatırım fonlarının portföyleri, yönetim ilkeleri ve portföy sınırlamaları açısından incelenmektedir.

##### **1.1.1. Yatırım Fonlarında Yönetim İlkeleri**

Yatırım fonlarının yönetiminde uyulması zorunlu olan ilkeler şunlardır.

a. Yatırım fonlarının malvarlığı, kurucunun fon içtüzüğünden, Sermaye Piyasası Kanunu'nda ve bu kanun uyarınca çıkarılan Tebliğlerden doğan yükümlülüklerini yerine getirmesi ve

sorumluluklarını karşılaması dışında hiç bir amaçla kullanılamamaktadır. Fonun mal varlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez.

b. Kurucu yönettiği her fonun çıkarlarını ayrı ayrı gözetmek, fonlardan birini diğeri aleyhine kullanmamakla yükümlüdür<sup>(75)</sup>.

c. Borsada işlem gören varlıkların fon portföyüne alınmaları ve fon portföyünden çıkarılmalarının borsa kanalıyla yapılması, fon adına katılma belgelerinin alım, satım nedeniyle İMKB tahvil ve bono piyasasından aynı gün valörü ile aynı gün valörlü işlem saatleri dışında fon portföyüne alım veya fon portföyünden satım yapma zorunluluğu doğması durumunda ise İMKB tarafından belirlenen işlem kurallarına uyulması zorunludur<sup>(76)</sup>.

Fon portföyüne rayiç bedelin üzerinde alım ve portföyden rayiç bedelin altında satım yapılamaz. Rayiç bedel borsada işlem gören varlıklar için işlem gününde fon açısından alımda en düşük, satımda en yüksek fiyattır<sup>(77)</sup>.

d. Fon, kurucunun hisse senedi, tahvil ve diğeri borçlanma senetlerini ve başka fonların katılma belgeleri ile yatırım ortaklıklarının hisse senetlerini alamaz.

e. Kurucu birden fazla fon kurup, yönetebilir. Kurucu yönettiği her fonun varlıklarını kendi varlıklarından ayrı, özel hesaplarda izlemek ve bunlar için ayrı muhasebe kayıtları tutmakla yükümlüdür.

(75) SPK Tebliği Seri VII No.: 2. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

(76) SPK Tebliği Seri VII No.: 4. R.G. 24.8.1993-21678.

(77) SPK Tebliği Seri VII No.: 6. R.G. 26.3.1994-21886.

f. Kurucu, ancak istisnai hallerde ve fon varlığının %10'unu geçmemek üzere, fon hesabına kredi alınması için SPK'dan izin isteyebilir. Bu kredinin alınması ve geri ödenmesi aşamalarında SPK'ya bilgi verilir.

g. Fon portföyündeki menkul kıymetlerle ilgili oy hakları kurucunun yetkili temsilcileri tarafından kullanılır.

h. Fon portföyü için alım ve satım kararları verme yetkisi fon kuruluna aittir<sup>(78)</sup>.

i. İhtüzüklerinde hüküm bulunmak şartıyla; A tipi yatırım fonlarında, fon portföy değeri içindeki hisse senetlerinin toplam değer artış oranı bir gün önceki değerine göre %5 veya daha fazla olursa, %5'i aşan kısmı, fon portföy değeri içindeki hisse senetlerinin toplam artışı oranı bir gün önceki değerine göre %5 veya daha fazla olduğunda %5'i aşan değer azalışını karşılamak üzere ihtiyat olarak ayrılabilir. Söz konusu ihtiyat tutarı fon portföy değeri içindeki hisse senetleri toplamının %25'ini geçemez ve günlük olarak ilan edilmesi şarttır<sup>(79)</sup>.

### **1.1.2. Portföy Sınırlamaları**

Yatırım fonlarında oluşturulacak portföyle ilgili sınırlamalar şunlardır.

a. Kurucu, fon portföyüne, sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olan kamu kuruluşları dışındaki hissedarlarının, yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, genel müdür ve genel müdür yardımcılarının ayrı

(78) SPK Tebliği Seri VII No.: 2. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

(79) SPK Tebliği Seri VII No.: 4. R.G. 24.8.1993-21678.

ayrı ya da birlikte sermayelerinin %20'sinden fazlasına sahip oldukları ortaklıkların menkul kıymetlerinin toplamı fon portföy değerinin %20'sini aşamaz.

b. Yatırım fonları, portföy değerlerinin %10'undan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramazlar. Bu sınır portföy değerinin değişmesi veya rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle aşıldığı takdirde, fazla kısmın üç ay içerisinde tasfiyesi gerekecektir. Belirtilen süre içerisinde elden çıkarmanın imkansız olması durumunda veya büyük zarar doğuracağı belirlenmesi durumunda bu süre SPK tarafından uzatılabilir.

c. Kurucunun doğrudan ve dolaylı iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlerin toplamı fon portföyünün %20'sini geçemez<sup>(80)</sup>.

d. Fonlar portföylerindeki varlıkların riskten korunması amacıyla, portföylerine sözleşme tutarı fon portföyünün %5'ini geçmemek koşuluyla yabancı vadeli işlem sözleşmelerini ve opsiyonları dahil edebilirler.

e. Yatırım fonu tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına, bir kurucunun yönetimindeki yatırım fonları ise toplu olarak, hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamazlar<sup>(81)</sup>.

f. Portföydeki varlıkların değerinin fiyat hareketleri nedeni ile fon iç tüzüklerinde belirtilen asgari sınırlarının altına inmesi halinde oranın

---

(80) SPK Tebliği Seri VII No.: 2. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

(81) SPK Tebliği Seri VII No.: 8. R.G. 3.5.1995-22276.

en geç 10 işgünü içinde içtüzükte belirlenen sınırlara çıkarılması zorunludur.

g. Yatırım fonları borsaya kote edilmesi şartıyla, borsa dışında halka arz yolu ile satılan menkul kıymetleri borsa dışında portföylerine alabilirler. Ancak, kurucunun halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlere ihraç miktarının en çok %10'u ve fon portföyünün en çok %5'i oranında yatırım yapabilirler<sup>(82)</sup>.

## 1.2. YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ

Yatırım fonlarında portföy kazancı, risk ve getiri analizleri çerçevesinde menkul kıymetlerin temettü, faiz gibi getirileri ile değer artışlarından yararlanmak, bu menkul kıymetlere bağlı hakları kullanmak ve hizmetleri yapmak amacına yönelik, portföy işletmeciliği sonucunda oluşmaktadır<sup>(83)</sup>.

Bu açıklamalara göre yatırım fonlarının portföy kazancının;

a. Portföylerindeki menkul kıymetlerden sağlanan iratlar ile

b. Portföylerindeki menkul kıymetlerin satışından doğan değer artış kazançları gibi iki gruptan oluşmaktadır<sup>(84)</sup>.

(82) SPK Tebliği Seri VII No.: 9. R.G. 19.2.1996-22559.

(83) Selahattin Tuncer, "MKYO ile MKYF'lerin Maliyeti", Vergi Dünyası, Haziran 1992, Sayı 130, s. 13.

(84) Celali Yılmaz, Sermaye Piyasasında Vergilendirme, SPK Yayın No.: 23, Aralık 1995, s. 125.

Yatırım fonlarında, katılma belgelerinin itibari değeri bulunmamaktadır. Fon pay değeri, fon toplam değerinin tedavüldeki katılma belgelerinin kapsadığı pay sayısına bölünmesi ile elde edilmektedir<sup>(85)</sup>.

Örneğin, fon toplam değeri 1.098.707.426 TL ve pay sayısı 50.000 olan bir fonun Birim Pay Değeri şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$\begin{aligned} \text{BPD} &= \frac{1.098.707.426}{50.000} \\ &= 21.974 \text{ TL} \end{aligned}$$

Yatırım fonlarında portföy kazancını belirlemeye yönelik menkul kıymet değerlemeleri ise şu şekilde açıklanabilir.

### **1.2.1. Hisse Senetlerinin Değerlemesi**

Fon portföyünde bulunan hisse senetleri İMKB Hisse Senedi piyasasında günlük olarak oluşan kapanış fiyatları ya da ağırlıklı ortalama fiyatlarıyla değerlendirilmekte. Fon kurucusunun seçimini yaparak, fon içtüzüğünde hisse senetlerinin ne şekilde değerlemeye tabi tutulacağını açık olarak belirtmesi gerekmektedir.

Yabancı borsalarda işlem gören hisse senetleri ise kapanış fiyatları ile değerlendirilmektedir. Seçim hakkı olmamasına rağmen, fon kurucusunun bu konuyu da içtüzükte belirtmesi gerekmektedir<sup>(86)</sup>.

(85) SPK Tebliği Seri VII No.: 2, md. 21. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

(86) Tevfik, s. 52.



### 1.2.2. Hazine Bonoları ve Kısa Vadeli Borçlanma Senetlerinin Değerlemesi

Hazine bonoları ve kısa vadeli borçlanma senetlerinin değerlemesinde iç verim oranına göre, ya da İMKB Tahvil piyasasında oluşan fiyatlar üzerinden günlük değerlendirme yapılmaktadır. SPK 1 Nisan 1995 tarihinde itibaren hazine bonoları ve borsada işlem gören diğer sabit getirili kıymetlerin değerlemesinin, İMKB ağırlıklı ortalama kapanış fiyatları üzerinden yapılması zorunluluğunu getirmiştir<sup>(87)</sup>.

SPK tarafından katılma belgelerinin fiyatlarında, değerlendirme yönetiminde yapılan bu değişiklik dolayısıyla 1 Nisan 1995 tarihinde ani bir dalgalanma olmaması için, ortaya çıkacak farkın, en fazla 100 işgünü içinde ve hergün eşit olarak, katılma belgesi fiyatlarına yansıtılarak eritilmesi konusunda yatırım fonlarına imkan tanınmıştır. Bu farkların ve katılma belgelerine yansıtılması konusunda seçilecek gün sayısının SPK'ya bildirimini de düzenleme çerçevesinde zorunlu kılınmıştır<sup>(88)</sup>.

İMKB Yönetmeliği ve İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Yönetmeliğine göre Tahvil piyasasında işlem görmeyen kısa vadeli borçlanma senetleri içinse içverim oranı kullanılmaya devam edilecektir<sup>(89)</sup>.

İç verim oranına göre hesaplamada kullanılan formül şu şekilde gösterilebilir<sup>(90)</sup>.

(87) Tefik, s. 52.

(88) Emel Yiğit-Saime Dik, "Yatırım Fonları Kazandırıyor", Ekonomik Trend, 5 Mart 1995, s. 14.

(89) İMKB Sermaye Piyasası ve Borsa Bilgi Seti, s. 45.

(90) Tefik, s. 52.

$$\text{Bugünkü Değer} = \frac{\text{Nominal Değer}}{(1 + R)^{g/365}}$$

$$R = \text{İç verim oranı (bileşik getiri)} = (1 + r/m)^m - 1$$

$$g = \text{Vadeye kalan gün sayısı}$$

$$m = \text{Yıl içinde faize esas dönem sayısı}$$

$$r = \text{faiz oranı}$$

Vadesine 91 gün kalan %98 faizli 1.000.000 TL nominal değerindeki bir borçlanma senedinin değeri şöyle hesaplanacaktır.

$$R = [1 + (0.98 \times 91/365)^{365/91} - 1] \times 100 = \%140.29$$

$$BD = \frac{1.000.000}{2.4029^{91/365}} = \frac{1.000.000}{1.2443} = 803.729 \text{ TL.}$$

Aynı borçlanma senedinin vadesine 50 gün kaldığında ise değeri şöyle hesaplanacaktır.

$$BD = \frac{1.000.000}{2.4029^{50/365}} = \frac{1.000.000}{1.1279} = 886.603 \text{ TL.}$$

Bu uygulama sonucunda geçen bir yıllık dönemde portföylerinde daha fazla hazine bonusu ve borçlanma senedi bulunduran B tipi yatırım fonları katılma belgelerinde daha fazla dalgalanma görülmüştür.

### 1.2.3. Tahvillerin Değerlemesi

SPK düzenlemesi ile tüm tahviller İMKB'de oluşan fiyatlar üzerinden değerlendirilecektir.

### 1.2.4. Yabancı Tahvillerin Değerlemesi

Yabancı tahvillerin değeri, satın alındıkları borsalardaki değerlendirme günü kapanış fiyatlarına birikmiş faizin eklenmesi suretiyle bulunur. Birikmiş faiz şu formül yardımıyla bulunur.

$$\text{Birikmiş Faiz} = \frac{\text{BFt} \times \text{GGS}}{\text{Dönem Gün Sayısı}}$$

BFt = t döneminde ödenmesi beklenen faiz.

GGS = Son kupon ödemesinden değerlendirme gününe kadar geçen gün sayısı.

### 1.3. KATILMA BELGELERİNİN ALIM-SATIMI VE KAR

Katılma belgesi sahipleri belgelerini fon içtüzüklerinde belirlenen esaslara göre fona iade etmek suretiyle her an paraya çevirebilirler. Ayrıca iç tüzüğünde hüküm bulunmak şartı ile fon kurucusunun talebi ve İMKB nin uygun görmesi üzerine menkul kıymet niteliğindeki A tipi yatırım fonları katılma belgeleri borsada işlem görebilir<sup>(91)</sup>. Türkiye’de henüz borsada işlem gören A tipi yatırım fonu katılma belgesi bulunmamaktadır.

A tipi yatırım fonlarında, içtüzükte hüküm bulunması ve kuralları belirlenmiş olması koşuluyla, katılma belgesi sahiplerinin katılma belgelerinin paraya çevrilmesi için asgari 2 işgünü önceden katılma belgesi satış ihbar formu düzenlemeleri gerekebilmektedir<sup>(92)</sup>.

(91) SPK Tebliği Seri VII No.: 4. R.G. 24.8.1993-21678.

(92) SPK Tebliği Seri VII No.: 8. R.G. 3.5.1995-22276.

Buna göre fonda oluşan kar, katılma belgelerinin günlük fiyatlarına yansımakta olduğundan, hesap dönemi sonunda ayrıca kar dağıtılması söz konusu değildir. Katılma belgesi sahipleri, belgelerini herhangi bir işgünü fona geri sattıklarında, ellerinde tuttıkları süre için fonda oluşan kardan paylarını almış olacaklardır. Nitekim 47 sayılı KVK Genel Tebliğinde katılma belgelerinin fona geri satışından kaynaklanan gelirlerin temettü sayılacağı belirtilmiştir<sup>(93)</sup>.

## **2. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ**

### **2.1. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY YÖNETİMİ**

Türkiye’de 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanun uyarınca SPK tarafından yapılan düzenlemelerle yatırım ortaklıklarında portföy faaliyetleri, yapamayacakları işler ve portföy yönetim ilkeleri olarak düzenlenmiştir.

#### **2.1.1. Yatırım Ortaklıklarının Yapamayacakları İşler**

Yatırım Ortaklıklarının yapamayacakları işler şunlardır:

a. Ödünç para verme işleriyle uğraşamazlar,

b. Bankalar Kanunu’nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucu verebilecek iş ve işlemler yapamazlar,

---

(93) Yılmaz, s. 47.

c. Ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunamazlar.

d. Aracılık faaliyetinde bulunamazlar.

### 2.1.2. Yönetim İlkeleri

Yatırım Ortaklıklarında yönetim ilkeleri ise şunlardır:

a. Hiçbir ortaklıkta sermayenin, ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına sahip olamazlar<sup>(94)</sup>.

b. Portföy değerlerinin %10'undan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramazlar. Bu sınır portföy değerinin değişmesi veya rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle aşıldığı takdirde fazla kısmın en geç 3 ay içerisinde tasfiyesi gerekmektedir. Belirtilen süre içerisinde elden çıkarmanın imkansız olduğu veya büyük zarar doğuracağı belgelenmesi halinde bu süre SPK tarafından uzatılabilmektedir<sup>(95)</sup>.

c. Kurucu intifa senedi, OYHS, Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde, oyda imtiyaz hakkı tanıyan hisse senetleri dışında imtiyaz veren hisse senedi ve 360 gün ile daha uzun süreli borçlanma senedi ihraç edemezler.

d. Faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla taşınır ve taşınmaz mal edinemezler. Bu miktar ve değer, sermaye ve yedek akçelerinin %10'unu, aktif toplamının %5'ini geçemez<sup>(96)</sup>.

(94) SPK Tebliği Seri VI No.: 4. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

(95) SPK Tebliği Seri VI No.: 6. R.G. 19.2.1996-22559.

(96) SPK Tebliği Seri VI No.: 4. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

e. Borsada ve borsa dışında teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören kıymetlerin portföye alımlarının ve satımlarının borsa veya bu piyasalar kanalıyla yapılması zorunludur.

Yatırım ortaklıkları, borsaya kote edilmesi şartıyla borsa dışında halka arz yolu ile satılan menkul kıymetleri borsa dışında portföyelerine alabilirler. Ancak;

- yatırım ortaklığının danışmanlık hizmeti aldığı kuruluşların,
- yatırım ortaklığının yönetim kurulunun seçiminde imtiyaz sahibi olan aracı kuruluşların,
- yatırım ortaklığının yönetim kurulunun seçiminde imtiyaz sahibinin aracı kuruluş olmaması durumunda; imtiyaz sahibinin, sermayesinin %10'undan fazlasına sahip bulunduğu aracı kuruluşların,
- yönetim kurulu seçiminde imtiyaz bulunmayan ortaklıklarda, sermayenin %10'undan fazlasına sahip ortakların ayrı ayrı ya da birlikte sermayesinin %10'undan fazlasına sahip oldukları aracı kuruluşların,
- halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlere ihraç miktarının en çok %10'u ve ortaklık portföyünün en çok %5'i oranında yatırım yapılabilir<sup>(97)</sup>.

f. Rayiç bedelin üstünde varlık satın alamaz veya rayiç bedelin altında varlık satamazlar. Rayiç bedel, borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, diğerleri için işlem gününde şirket açısından oluşan; alımda en düşük, satımda en yüksek fiyattır. Varlık satımlarında satış bedeli tam olarak, nakden alınır.

(97) SPK Tebliği Seri VI No.: 6. R.G. 19.2.1996-22559.

g. Portföyündeki varlıkları esas itibarıyla rehin veremez ve teminat olarak gösteremezler. Ancak kredi temini için portföyün %5'ini teminat olarak gösterebilir ve SPK düzenlemeleri çerçevesinde ödünç menkul kıymet verebilirler.

h. RSYO hisse senetleri hariç Türk ve yabancı yatırım ortaklıklarının hisse senetleri ile yatırım fonlarının katılma belgelerine yatırım yapamazlar.

i. Yatırım ortaklıklarının portföyelerine yabancı kıymet alabilmesi için, bunların türlerini, özelliklerini ve hangi borsa veya borsa dışı organize piyasalardan alacaklarını sözleşmelerinde belirlemiş olmaları gerekmektedir.

Yatırım Ortaklıkları, sermaye ve yedek akçeleri toplamının %25'ini TPKKH 32 Sayılı Karar çerçevesinde alım satımı yapılabilen sermaye piyasası araçlarına yatırabilirler. Ancak, portföyelerindeki varlıkların riskten korunması amacıyla, portföyelerine sözleşme tutarları sermaye ve yedek akçeler toplamının %5'ini geçmemek koşuluyla yabancı vadeli işlem sözleşmelerini ve opsiyonları dahil edebilirler. Bu %5'lik oran, %25'lik oranın hesaplanmasında dikkate alınmaktadır.

j. Çıkarılmış sermaye ve yedek akçeleri toplamının %10'undan fazlasını altın ve diğer kıymetli madenlere yatıramazlar<sup>(98)</sup>.

---

(98) SPK Tebliği Seri VI No.: 4. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

## 2.2. RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY YÖNETİMİ

Türk Sermaye Piyasasına 6 Temmuz 1993 tarihinde yapılan SPK düzenlemesi ile giren RSYO'lar, yapamayacakları işler, yatırım sınırlamaları ve portföy yönetim ilkeleri açısından inceleyebiliriz.

### 2.2.1. Yapamayacakları İşler

RSYO'lar şu işlemleri yapamazlar:

- a. Ödünç para verme işlemleriyle uğraşamazlar,
- b. Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verebilecek iş ve işlemler yapamazlar.
- c. Ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunamazlar.
- d. Risk sermayesi yatırım dışındaki sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunamazlar.

### 2.2.2. RSYO'larda Yatırım Sınırlamaları

RSYO'ların sermayelerinin %10'undan fazlasına sahip olan hissedarlarının, yönetim kurulu üyelerinin, genel müdür ve birim sorumlularının ayrı ayrı ya da birlikte sermayelerinin %10 veya daha fazlasına sahip oldukları ortaklıklara yatırım yapabilmeleri için sözleşmelerinde açık hüküm bulunması gerekmektedir.



RSYO'lar yatırım yaptıkları girişim şirketlerinin menkul kıymetlerini en fazla 10 yıl süreyle portföylerinde bulundurabilirler. Bu sürenin sonunda elden çıkarmanın imkansız olması veya büyük zarar doğuracağına anlaşılması üzerine bu süre SPK tarafından uzatılabilir.

### **2.2.3. RSYO'larda Portföy Yönetim İlkeleri**

RSYO'lar portföy yönetiminde şu ilkelere uymak zorundadırlar:

a. Girişim şirketlerinin yönetimine katılıp, bu şirketlere gerekli danışmanlık ve yöneticilik hizmetlerini sunabilirler.

b. Diğer RSYO'lara yatırım yapamazlar.

c. Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı veren hisse senedi dışında, imtiyazlı hisse senedi ihraç edemezler.

d. Faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla taşınır ve taşınmaz mal edinemezler. Bu miktar ve değer, çıkarılmış sermayelerinin %10'undan fazla olamaz.

e. Girişim şirketlerine yapacakları yatırımlarını, tarafların hak ve yükümlülüklerini gösteren bir yatırım sözleşmesi çerçevesinde yaparlar<sup>(99)</sup>.

---

(99) SPK Tebliği Seri VIII No.: 21. R.G. 6.7.1993-21629 (Mük.).

## 2.3. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY YÖNETİMİ

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları kavramı, Türk Sermaye Piyasasına 22 Temmuz 1995 tarihinde yapılan düzenlemelerle girmiştir. GYO'ları yatırım esasları ve portföy yönetim sınırlamaları açısından inceleyebiliriz.

### 2.3.1. Faaliyet Esasları

GYO'ların yatırım yapabilecekleri varlıklar şunlardır.

a. Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına (gayrimenkul sertifikası ve konut kredileri karşılığında ihraç edilen VDMK gibi) yatırım yapabilirler.

b. Bina, arsa ve araziden oluşan gayrimenkullere yatırım yapabilirler.

c. Gayrimenkuller üzerinden intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler.

d. İlgili mevzuat uyarınca gerekli izinleri alınmış, projesi hazırlanmış, inşaat başlanabilmesi için gerekli belgelerin tam ve doğru olduğu SPK'ca belirlenen ekspertiz şirketlerince onaylanmış, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapabilirler.

e. Kira geliri elde etmek amacıyla, bitmiş veya asgari %50'si tamamlanmış gayrimenkullere yatırım yapabilirler.

### 2.3.2. GYO'larda Portföy Yönetim Sınırlamaları

GYO'lar;

a. Kısa vadeli fonlarını değerlendirebilmek amacıyla gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları dışındaki sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler. Ancak yatırım yapacakları tutar çıkarılmış sermaye ve yedek akçeler toplamının %10'unu aşamaz. Bu sınırın aşılması durumunda fazla kısmın en geç 3 ay içerisinde gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılması gerekmektedir. Bu süre içerisinde yatırım yapılmasının imkansız olduğu veya büyük zarar doğuracağı belgelenmesi durumunda bu süre SPK tarafından uzatılabilir.

b. Borsa veya borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarını portföye alım ve satımlarında, bu işlemleri borsa veya borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda yapmak durumundadırlar.

c. Hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimlerine hakim olmak amacı güdemez ve hiç bir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'dan fazlasına sahip olamazlar.

d. RSYO'ların hisse senetleri hariç Türk ve yabancı yatırım ortaklıklarının hisse senetleri ile yatırım fonlarının katılma belgelerine yatırım yapamazlar.

e. Altın ve diğer kıymetli madenler ile yabancı gayrimenkul ve menkul kıymetlere yatırım yapamazlar.

f. Kurucu intifa senedi, OYHS, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde oyda imtiyaz hakkı tanıyan hisse senedi dışında, imtiyaz veren hisse senedi ihraç edemezler.

g. Kredi temini amacı dışında, portföyündeki varlıkları rehin veremez, teminat olarak gösteremez ve ipotek tesis ettiremezler<sup>(100)</sup>.

## 2.4. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ

Türkiye’de yatırım ortaklıkları kayıtlı sermayeli anonim şirket statüsünde kurulurlar ve tüzel kişiliğe sahiptirler. Bu kurumların bina, demirbaş gibi genel mal varlıkları ile menkul kıymetler portföyü birbirinden bağımsız değildir. Diğer bir deyişle yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği hisse senetlerini alan ortakların portföy üzerinde olduğu kadar, ortaklığın diğer tüm mal varlığı üzerinde de hakları vardır<sup>(101)</sup>.

Yatırım ortaklıklarının sermaye piyasası araçlarının alım satımını yapmayı konu olarak belirlemeleri dışında diğer anonim şirketlerden aslında hiçbir farkı bulunmamaktadır<sup>(102)</sup>.

### 2.4.1. Portföydeki Varlıkların Değerlemesi

Yatırım fonlarının portföyündeki varlıkların değerlemesine ilişkin olarak 1.2. Yatırım fonlarının portföy kazancının belirlenmesi konusunda yapılan açıklamalar, yatırım ortaklıklarının portföyündeki

(100) SPK Tebliği Seri VI No: 7. R.G. 22.7.1995-22351.

(101) Mehmet Bolak, Sermaye Piyasası, menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, (2. Baskı, İstanbul: Beta Yayıncılık, 1994) s. 87.

(102) Yılmaz, s. 47.

varlıkların değerlemedesinde de geçerli olduğu için bu bölümde tekrar açıklanmamıştır.

Yalnızca farklı bir uygulama olarak SPK tarafından 22 Temmuz 1995 tarihinde Seri VI No.: 7 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında portföydeki varlıkların değerlemesi konusunda düzenleme yapılmıştır. Bu düzenlemeleri:

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının portföye gayrimenkul alım ve satımları ile gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapılması durumunda söz konusu projenin inşaata başlayabilmesi için gerekli belgelerin tam ve doğru olduğunun SPK'ca belirlenecek ekspertiz şirketleri tarafından hazırlanmış raporlara dayandırılması zorunludur. Ayrıca gayrimenkullerin kiraya verilmesi durumunda, kira sözleşmesinin yapılmasından önce kira rayiçlerine ilişkin olarak ekspertiz raporu hazırlanması ve her yıl yenilenmesi zorunludur.

Proje ve kira rayiçlerine ilişkin ekspertiz raporları ile proje ve kira sözleşmeleri, projenin başlamasından veya kira sözleşmesi yapılmasından 15 gün önce SPK'ya gönderilir. Ayrıca, kira bedeli ekspertiz raporunda belirtilen değerden düşük olamaz.

#### **2.4.2. Kar Dağıtım Zamanı**

Yatırım ortaklığınca ihraç edilen hisse senetleri kuruluş aşamasında, yatırım ortaklığının tescil edildiği hesap dönemi itibari ile kar payına hak kazanır. Sermaye arttırımı yoluyla yeni hisse senedi ihraçlarında ise yeni pay alma hakkının kullanımına ilişkin sirkülerin yayınlandığı hesap dönemi itibari ile kar payı alma hakkı doğar.

Yatırım ortaklıklarının nakdi sermaye artırımını nedeni ile çıkaracakları hisse senetlerinin satış süresi içerisinde, yeni pay alma hakkının kullanımına ilişkin sirkülerin yayınlandığı hesap dönemi sona ererse, hesap döneminin son gününü takip eden tarihten başlamak üzere, hisse senetlerinin geçmiş hesap dönemine ilişkin kar payı kuponları iptal edilerek satılır.

Aynı özellikler yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların satışında verilecek hisse senetleri içinde geçerlidir.

Bu konunun izahname ve sirkülerde ortaklara ve tasarruf sahiplerine belirtilmesi zorunludur.

Yatırım ortaklığının karı; portföyündeki menkul kıymetlerin alım-satımından oluşan kar, gerçekleşen faiz, temettü ve benzeri gelirlerin toplamından, amortisman ve genel yönetim giderleri gibi giderlerin düşülmesinden sonra bulunan tutardır. Gerçekleşme deyimi faiz, temettü ve benzeri gelirlerin vadesinde, duyuru tarihinde ya da satış anında tahsil edilebilir hale geldiği durumu ifade eder. Dönem karının hesabında, portföydeki menkul kıymetlerin tahakkuk etmiş değer artışları dikkate alınmaz.

Kar dağıtımında küsurat işlemi yapılmaksızın mevcut payların tamamı eşit şekilde kar payından yararlanır<sup>(103)</sup>.

---

(103) Beyanname Düzenleme Rehberi, Maliye HUD yayını.

### **3. YATIRIM KULÜPLERİNDE PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ**

#### **3.1. PORTFÖY KAZANCININ BELİRLENMESİ**

Yatırım kulüplerinde çalışma dönemi sonunda (normal olarak yıl sonu) kulübün mali işlerden sorumlu yöneticisi, kulübün hesabını çıkartarak son güne ait borsa fiyatları üzerinden portföyün borsa değerini belirler.

Portföy borsa değerinden toplam hisselerin maliyet bedelini düşmek yoluyla, faaliyet döneminde oluşan farkı belirler. Bu farkın olumlu olması, kulüp sermayesinde oluşan değer artışını, temettü ve faiz olarak elde edilen gelirleri, olumsuz olması ise, gelirleri düşüldükten sonra kulüp sermayesindeki azalmayı gösterir.

#### **3.2. KAR DAĞITIMI**

Kulüp üyeleri, çoğunluk kararıyla, olumlu farkın tümünün ya da sadece gelirlerin, hisse sayısına göre üyeler arasında dağıtılmasına veya tamamının ortak portföy hesabına alınarak, eski hisselerle orantılı olarak yeni hisseler oluşturulmasına karar verebilirler.

Farkın olumsuz olması durumunda dahi elde edilen temettü ve faiz gelirlerinin dağıtılması yoluna gidilebilir.

Kulüpten ayrılan üyelerin hesap ilişkileri de faaliyet dönemi sonunda kesilir<sup>(104)</sup>.

---

(104) Fertekligil, s. 38.

## **Üçüncü Bölüm**

### **KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINDA PORTFÖY KAZANÇLARININ VERGİLENDİRİLMESİ**

#### **1. YATIRIM FONLARI VE YATIRIM ORTAKLIKLARINDA VERGİLENDİRME**

30 Temmuz 1981 Tarih ve 2499 sayılı Sermaye piyasası Kanunu ile Türk Hukuk sistemine MKYO'ler bir sermaye şirketi olarak girmişlerdir. Gerçekte bu kuruluşlar "anonim şirket" olmaları nedeniyle yeni sayılmamalıdır. Ancak bu yeni kuruluşlar TTK içinde değil Sermaye Piyasası Kanunu içinde düzenlenmiş olup, amaçları menkul kıymet portföyü işletmek şeklinde belirtilmiştir.

MKYO, TTK hükümlerine göre A.Ş. modelinde kurulacağı için yasa koyucu tarafından kurumlar vergisi ödevlileri arasında ayrıca sayılmamıştır. Fakat doğal olarak kurumlar vergisi ödevlileri arasında yer almaktadırlar.

İlke olarak kurumlar vergisi ödevlisi olan bu kuruluşların Kurumlar Vergisi Kanunu'nun istisnaları düzenleyen 8. maddesine 1981



yılında 2573 sayılı Kanun ile eklenen 12. bendi uyarınca portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur. Bu istisna kapsamında portföy işletmeciliği kazançları vergilendirilmezken, bunun dışında kalan (gayrimenkul sermaye iradı, danışmanlık hizmetleri gibi) kazanç ve iratlar kurumlar vergisi kapsamına girmektedir<sup>(105)</sup>.

Yine 30 Temmuz 1981 tarihinde Sermaye Piyasası Kanunu ile Türk Hukuk sistemine giren MKYF'ler ise tüzel kişiliği olmayan mal varlıkları olup, sermaye şirketi olarak kabul edilmemiş, ortaya çıkan boşluk 5 ocak 1982 tarih ve 2573 sayılı Kanun ile giderilmiştir. Söz konusu yasa ile KVK'nın 2. maddesine "Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan MKYF'ler bu kanununun ve GVK'nın uygulanmasında sermaye şirketi sayılır" hükmü eklenerek MKYF'leri de kurumlar vergisi kapsamına alınmıştır<sup>(106)</sup>.

1981 yılında 2573 sayılı kanun ile MKYO yanında MKYF'lerinin de portföy işletmeciliği kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur.

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda 29 Nisan 1992 tarihinde 3794 Sayılı Kanunla yapılan değişiklik sonucu yatırım fonları ve ortaklıklarının menkul kıymetler yanında, risk sermayesi, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulabilmesine olanak sağlanması, yanısıra A tipi yatırım fonları ve ortaklıkları adı altında özel düzenlemeler getirilmesi sonucunda,

<sup>(105)</sup> Selahattin Tuncer, "MKYO ile MKYF'lerin Maliyeti", Vergi Dünyası, (Haziran-1992, sayı: 130), s. 10.

<sup>(106)</sup> Orhan Öztürk, "Yatırım Fonları ve Katılma Belgeleri Kâr Paylarının Vergileme Rejimi", Vergi Dünyası, (Şubat-1993, sayı: 138), s. 18.

yatırım ortaklıkları menkul kıymetlere bağılı olmaktan çıkarılarak çeşitlendirilmiştir.

Buna paralel olarak 11 Temmuz 1992 tarihli 3824 Sayılı Kanunla da KVK'da yer alan "menkul kıymetler" ibareleri çıkarılarak yatırım fonu ve yatırım ortaklığı terimleri getirilmiştir.

Bununla birlikte istisnaları düzenleyen 8. maddenin 4. bendi (a) ve (b) fıkralarındaki menkul kıymetler ibareleri korunmuştur<sup>(107)</sup>.

Buna göre KVK'nın 8. maddesinin 12 sayılı bendi şu şekildedir.

a. Portföyün en az %25'i hisse senetlerinden oluşan menkul kıymetler yatırım fonları (döviz yatırım fonları hariç) ile aynı nitelikteki menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının, portföy işletmeciliğinden doğan kazançları,

b. a bendi dışında kalan menkul kıymetler yatırım fonları (döviz yatırım fonları hariç) ile menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları,

c. Risk Sermayesi yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları,

d. Gayrimenkul yatırım fonlarının veya ortaklıklarının kazançları Kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur.

Buna göre yatırım fonları ile ortaklıklarının kuruluş amaçlarına uyan tüm gelirleri kurumlar vergisinden istisnadır. Bunların türlerine

(107) Musa Örmeci, Kurumlar Vergisi Kanunu Uygulama Esasları, Mart 1995, s. 297.

göre ayrı bentlerde gösterilmesi, teşviki istenenlerin farklı stopaj oranları ile vergilendirilmesini sağlamak içindir. Ayrıca Bakanlar Kurulu'na (a) bendinde yazılı olan portföyde asgari %25 hisse senedi bulundurma koşulunu %20'ye kadar indirme ve %100'e kadar arttırma yetkisi de tanınmıştır<sup>(108)</sup>.

### 1.1. YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇ İSTİSNASI

Yatırım fonlarında portföy işletmeciliği kazanç istisnası A ve B tipi yatırım fonları, risk sermayesi yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım fonları açısından incelenmektedir.

#### 1.1.1. A Tipi Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası

Sermaye Piyasası Kanun'u uyarınca çıkarılan Yatırım Fonlarına ilişkin Esaslar Tebliği'ne göre "Fon iç tüzüklerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla portföy değerinin en az %25'ini, devamlı olarak, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan KİT'ler dahil, Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış olan fonlar A tipi yatırım fonu" olarak tanımlanmıştır<sup>(109)</sup>.

A tipi yatırım fonlarınının 32 Sayılı TPKKH Karar çerçevesinde alım-satımı yapılabilen yabancı menkul kıymetler ile yabancı vadeli işlem sözleşmelerini ve opsiyonlarını portföye dahil edemeyecekleri, altın ve diğer kıymetli madenlere yatırım yapamayacakları tebliğde açıkça belirtilmiştir.

(108) Orhan Öztürk, Yatırım Fonları ve Katılma Belgeleri Kar Paylarının Vergileme Rejimi, Vergi Dünyası, Sayı: 138, Şubat 1993.

(109) SPK Tebliği, Seri VII, No.: 8. R.G. 3.5.1995-22276.

Bu düzenlemelerle A tipi yatırım fonlarının alanı, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıyla sınırlandırılmıştır.

Sermaye piyasası mevzuatında döviz yatırım fonlarına ilişkin düzenleme mevcut olmadığından, KVK'da da bir tanımlama getirilmemiştir. Ancak 3946 sayılı Kanun'da döviz yatırım fonlarından, menkul kıymet dışında yabancı para ve altın yatırımı yapan fonlar tanımlanarak, değeri yabancı para ile belirlenen menkul kıymet alım satımı yapan yatırım fonlarının kazançları istisna kapsamında değerlendirilmiştir. Ancak bu menkul kıymetlerin istisna kapsamına girebilmesi için Türkiye'deki kurum ve kuruluşlara ait olması gerekmektedir.

A tipi yatırım fonlarında, portföy işletmeciliği dışında demirbaş, taşıt aracı gibi aktif değerlerin satışından ikincil nitelikli gelirleri de olabilmektedir. Bu gelirler istisna dışı tutulmuştur.

32 Sayılı TPKKH karara göre alım satımı yapılabilen ve A tipi yatırım fonlarının portföylerine dahil edilemeyecek olan yabancı yatırım fonları katılma belgeleri, yabancı menkul kıymetler, yabancı vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonları ile altın ve diğer kıymetli madenlerden elde edilen kazançların varlığı durumunda, bu kazançlar portföy işletmeciliği kazançları istisnasından yararlanmakla birlikte, fon A tipi olma özelliğini kaybedecektir<sup>(110)</sup>.

### **1.1.2. B Tipi Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası**

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre çıkarılan Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde tanımlanan A tipi yatırım fonlarına ilişkin

<sup>(110)</sup> Örmeci, s. 302.

özelliklere sahip bulunmayan bu fonlar uygulamada B tipi yatırım fonları olarak adlandırılmaktadır<sup>(111)</sup>.

KVK'nın istisnaları düzenleyen 8. maddesi 4. bendi (b) fıkrası hükmüne göre, portföylerindeki hisse senetleri tutarı, fon portföy değerinin %25'inin altında kalan menkul kıymetler yatırım fonlarının (döviz fonları hariç) portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

A tipi yatırım fonlarında olduğu gibi B tipi yatırım fonlarında da döviz yatırım fonlarının portföy işletmeciliği kazançları istisna dışında tutulmuştur. KVK uyarınca çıkarılan 47 Seri Numaralı KVK Genel Tebliğinde, yabancı para ve altın alım satımı yapan döviz yatırım fonlarının, portföy işletmeciliği kazançları istisnasından yararlanamayacağı açıkça belirtilmiştir<sup>(112)</sup>.

Bununla birlikte Yatırım Fonlarına ilişkin Esaslar Tebliği'nde yapılan değişiklikle, yatırım fonlarının %10'luk üst sınırı kaldırılarak, altın ve diğer kıymetli madenlere yatırım yapmalarına olanak sağlanmış ve bu işlemlerden elde edilen kazanç portföy işletmeciliği kazancı kabul edilmiştir<sup>(113)</sup>.

47 Seri numaralı Tebliğ'deki istisnadan yararlanamayacağı belirtilen döviz yatırım fonları, tanım içerisinde altın ve diğer kıymetli madenlerde bulunmasına rağmen sadece döviz yatırım fonlarını bağlayıcı olmakta, portföyünde altın ve kıymetli madenler bulunduran diğer yatırım fonlarını kapsamamaktadır.

(111) SPK Tebliği, Seri VII, No.: 8. R.G. 3.5.1995-22276.

(112) KVK Genel Tebliği, Seri No.: 47.

(113) Örmeci, s. 304.

Burada, döviz yatırım fonları, altın ve diğer kıymetli madenler yatırım fonları ile döviz, altın ve diğer kıymetli madenlerin yatırım fonlarının portföylerinde yer almasının farklı şeyler olduğu ancak 47 seri numaralı tebliğde birbirlerine karıştırıldıkları söylenebilir.

Sonuç olarak B tipi yatırım fonlarının portföy işletmeciliği kazançları, A tipi yatırım fonlarının kazançları yanısıra, yabancı vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonlardan oluşmaktadır.

A tipi yatırım fonlarında olduğu gibi, demirbaş taşıt aracı ve benzeri aktif değerlerin satışından elde edilen kazançlar portföy işletmeciliği kazançları istisnasından yararlanamamaktadır<sup>(114)</sup>.

### **1.1.3. Risk Sermayesi Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası**

Sermaye Piyasası Kanunu'nda 13 Mayıs 1992 tarihinde 3794 Sayılı Kanun ile yapılan düzenlemeler sonucu menkul kıymetler dışında da yatırım fonları kurulmasına imkan tanınmıştır. Bunlardan biri de risk sermayesi yatırım fonlarıdır.

Risk Sermayesi Yatırım Fonlarının kuruluşuna olanak tanınmasına rağmen, henüz bu alanda düzenleme yapılmamış olması nedeni ile, hayata geçirilememişlerdir.

Buna rağmen KVK'nın 8. maddesi 4. bendi (c) fıkrası ile kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

---

(114) Örneği, s. 305.

A ve B tipi fonlar için portföy işletmeciliği kazançları istisna tutulurken, risk sermayesi yatırım fonlarında portföy işletmeciliği kelimesi kullanılmamıştır. Ancak yine de yatırım fonlarının kuruluş amacının portföy işletmek olması nedeni ile risk sermayesi yatırım fonlarının portföy işletmeciliği kazançlarını da içine alan geniş bir düzenleme olarak algılanması gerekmektedir<sup>(115)</sup>.

#### **1.1.4. Gayrimenkul Yatırım Fonlarında Kazanç İstisnası**

Sermaye Piyasası Kanunu'nda 13 Mayıs 1992 tarihinde 3794 sayılı Kanunla yapılan değişiklik sonucu menkul kıymetler dışında gayrimenkul alanında yatırım yapmak ve portföy işletmek amacıyla gayrimenkul yatırım fonlarının kurulmasına olanak sağlanmıştır.

KVK'nın 8. maddesi, 4. bendi, (d) fıkrası ile gayrimenkul yatırım fonlarının kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuş, risk sermayesi yatırım fonlarında olduğu gibi, gayrimenkul yatırım fonları konusunda da, bunların kuruluş ve çalışma esaslarına yönelik bir düzenleme halen yapılamamıştır.

### **1.2. YATIRIM ORTAKLIKLARINDA PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇ İSTİSNASI**

Yatırım ortaklıklarında portföy işletmeciliği kazanç istisnası A ve B tipi yatırım ortaklıkları, RSYO'lar ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları açısından incelenmektedir.

---

(115) Örneği, s. 305.

### 1.2.1. A Tipi Yatırım Ortaklıklarında Portföy İşletmeciliği Kazançları İstisnası

Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca çıkarılan “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” nde A tipi yatırım ortaklıkları esas sözleşmelerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla, portföy değerinin en az % 25’ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış KİT’ler dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış yatırım ortaklıkları” şeklinde tanımlanmıştır<sup>(116)</sup>.

KVK’nın 8. maddenin 4. bendinin (a) fıkrasına göre portföyünün en az % 25’i hisse senetlerinden oluşan yatırım ortaklıklarının (döviz yatırım fonları hariç) portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur.

A tipi yatırım fonlarının 32 sayılı karar çerçevesinde alım satımı yapılabilen sermaye piyasası araçları, yabancı vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonları ile altın ve diğer kıymetli madenlere yatırım yapmaları, bu değerleri portföylerine dahil etmeleri yasaklanırken, A tipi yatırım ortaklıklarında böyle bir kısıtlama bulunmamaktadır<sup>(117)</sup>.

A tipi yatırım ortaklıkları sermaye ve yedek akçeleri toplamının % 25’ini TPKKH 32 sayılı karar çerçevesinde alım satımı yapılabilen sermaye piyasası araçlarına, %10’u geçmemek şartıyla da altın ve diğer kıymetli madenlere yatırabilmektedirler<sup>(118)</sup>.

(116) SPK Tebliği, Seri VI No.: 4. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).

(117) Örmeci, s. 306.

(118) SPK Tebliği, Seri VI No.: 4. R.G. 31.7.1992-21301 (Mük.).



A tipi yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği dışında demirbaş, taşıt aracı ve benzeri aktif değerlerin satışlarından elde edecekleri karlar portföy işletmeciliği dışındaki kazançlarını oluşturacaktır<sup>(119)</sup>.

### **1.2.2. B Tipi Yatırım Ortaklıklarında Portföy İşletmeciliği Kazançları İstisnası**

Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca çıkarılan “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”nde tanımlanan A tipi ortaklıkların özelliklerini taşımayan ortaklıklar, uygulamada B tipi ortaklık olarak tanımlanmaktadır.

KVK'nın 8. maddesi 4/b bendine göre portföyündeki hisse senedi tutarı portföy değerinin %25'inin altında kalan yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden elde ettikleri kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

B tipi yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden elde ettikleri ve kurumlar vergisinden istisna edilen kazançlar ile istisna kapsamında olmayan ikincil nitelikli kazançları A tipi yatırım ortaklıkları ile aynıdır. Diğer bir deyimle, yatırım fonlarının aksine A ve B tipi yatırım ortaklıklarının elde ettikleri portföy işletmeciliği kazançları arasında nitelik yönünden bir farklılık bulunmamaktadır<sup>(120)</sup>.

### **1.2.3. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarında Kazanç İstisnası**

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, Türk sermaye piyasasına “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile girmiştir<sup>(121)</sup>.

(119) Örmeci, s. 307.

(120) Örmeci, s. 307.

(121) SPK Tebliği Seri VIII No.: 21. R.G. 6.7.1993-21629 (Mük.).

Tebliğdeki tanıma göre, Türkiye’de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerinin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen uzun vadeli kaynak aktarımı yatırımı, bu yatırımları gerçekleştiren ortaklıklar ise RSYO olarak tanımlanmıştır.

Risk sermayesi yatırım fonlarında olduğu gibi RSYO’larda da KVK’nın 8. maddesi 4/c bendinde portföy işletmeciliği kazançları terimi yerine ortaklıkların tüm kazançları istisna kapsamına alınmıştır.

RSYO’lar portföy işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklar olduğundan, RSYO kazançlarının, portföy işletmeciliği kazançlarını da içeren geniş bir tanımlama olarak gözönüne alınması gerekmektedir.

#### **1.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Kazanç İstisnası**

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, SPK tarafından “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmiştir<sup>(122)</sup>.

Tebliğdeki tanıma göre GYO’lar gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işleten ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kurumlarıdır.

GYO’ların kazançları KVK’nın 8. maddesi 4/d bendi hükmüne göre kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

<sup>(122)</sup> SPK Tebliği Seri VI. No.: 7. R.G. 22.7.1995-22351.

Kurumlar vergisinden istisna edilen GYO kazançlarının gayrimenkul yatırım fonlarında olduğu gibi, GYO portföy işletmeciliği kazançlarını da içeren geniş bir tanımlama olarak gözönünde bulundurulması gerekmektedir<sup>(123)</sup>.

### 1.3. DAR MÜKELLEF YATIRIM FONLARI VE ORTAKLIKLARININ PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARI

KVK'nın 8. maddesinin 4. bendinin son fıkrasında, Türkiye'de işyeri veya daimi temsilcisi bulunan ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan yatırım fon ve ortaklıkları ile aynı nitelikte olduğu Maliye Bakanlığınca belirlenen dar mükellefiyete tabi yatırım fonları ve ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları istisnasından yararlanma şartlarını, bu hususta düzenlenecek belgeler ile uygulama özelliklerini belirlemeye Maliye Bakanlığı yetkili kılınmıştır.

KVK'na 3571 sayılı kanunla eklenen fıkra ile 20 Şubat 1930 tarihli ve 1567 sayılı TPKKH Kanuna göre ilgili mercilerden izin almak koşulu ile Türkiye'de portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunan dar mükellef yatırım fonları KVK ve GVK'nın uygulanmasından 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan MKYF sayılır, hükmüne yer verilmiştir<sup>(124)</sup>.

Bu hüküm nedeniyle 1567 sayılı kanuna göre izin alınarak kurulan yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden sağladıkları kazançlar kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

(123) Örmeci, s. 309.

(124) Şaban Erdikler, "Dar Mükellef Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi" Vergi Dünyası, aralık 1989, sayısı 100, s. 65.

Maliye Bakanlığı KVK'nın 8. maddesindeki yetkisini kullanarak, 44 Seri numaralı Kurumlar Vergisi Genel Tebliği ile dar mükellefiyete tabi yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarının kurumlar vergisinden istisna edilmesi ile ilgili koşulları belirlemiştir<sup>(125)</sup>.

Bu tebliği takiben SPK tarafından çıkarılan 1 numaralı sirküler ile yabancı yatırım fonları ve ortaklıklarının kendi ülkelerindeki hukuki yapıları nedeniyle birbirlerinden kesin sınırlarla ayrılamaması ve Sermaye Piyasası Mevzuatı'ndaki tanımları tam olarak karşılayamamaları nedeni ile Sermaye Piyasası kurulu uygulamaları açısından portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunan, emeklilik ve sigorta kuruluşları ile bunlar tarafından kurulan fonlar ve ortaklıklar, ülke fonları, yatırım kuruluşları, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi pek çok çeşitte olan yabancı kurumsal portföy işletmecilerinin tümünün (Türk yatırım fonlarından mahiyet farklılıkları söz konusu olsa dahi, sorunu yabancı mevzuata göre de çözümlenmek zorunlu olduğundan) mali mevzuat uygulamaları açısından, "Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan menkul kıymet yatırım fonları" gibi değerlendirilmesi uygun görülmüştür<sup>(126)</sup>.

SPK tarafından yayınlanan 1 numaralı sirkülerden sonra Maliye Bakanlığı'nca yayınlanan 45 seri numaralı kurumlar Vergisi Genel Tebliği ile 44 seri numaralı tebliğdeki koşullara bakılmaksızın SPK'nın 1 numaralı sirkülerindeki şartlara sahip dar mükellef kurumların, tam mükellef kurumların yararlandığı, portföy işletmeciliği kazançlarından yararlanmasına olanak sağlanmıştır.

---

(125) Örmeci, s. 310.

(126) SPK Yabancı Sermaye Piyasası Kuruluşlarına İlişkin Sirküler, No.: 1.

#### 1.4. PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARI İSTISNASININ SINIRLARI

KVK'nın 8. maddesinde yatırım fon ve ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmekle birlikte, KVK'nın 24. maddesinde dar mükellef kurumların serbest meslek kazançları, ücretler, menkul ve gayrimenkul sermaye iratları ile telif, imtiyaz, ihtira, işletme, ticaret ünvanı, alameti farika ve benzeri gayri maddi haklarının satışı, devir ve temlik karşılığında alınan tutarlar kurumlar vergisi kesintisine tabi tutulmuştur.

Yine GVK'nın 94. maddesinde yatırım fonu ve ortaklıklarının elde edebileceği her türlü tahvil, bono ve mevduat faizleri ile menkul kıymet alım satım kazançları gelir vergisi kesintisine tabi tutulmuştur.

Sözü edilen kuruluşların portföy işletmeciliği kazançları istisnası, kesinti yoluyla ödenecek vergilere engel teşkil etmemektedir.

GVK'nın 94. maddesine göre

- A tipi yatırım ortaklık ve fonları, risk sermayesi yatırım ortaklık ve fonları, gayrimenkul yatırım ortaklık ve fonları %0
- B tipi olarak adlandırılan yatırım ortaklıkları ve fonları % 10 oranında kesintiye tabi tutulmaktadır<sup>(127)</sup>.

İlk gruptaki ortaklık ve fonlarda fiili bir vergileme sözkonusu olmamakta iken, B tipi ortaklık ve fonlarda fiili bir vergileme bulunmaktadır<sup>(128)</sup>.

(127) BKK. 93/5148 R.G. 31.12.1993-21805.

(128) Örmeci, s. 314.

### 1.5. PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARI İSTİSNASI VE ASGARİ KURUMLAR VERGİSİ

KVK'da 3946 sayılı Kanunla yapılan değişiklikle KVK'nın 25. maddesindeki vergi oranı %25 olarak belirlenmiş, bu orana göre hesaplanan kurumlar vergisinin, iştirak kazançları ile yatırım fonları ve ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden sağladıkları kazançlar hariç, indirim ve istisnalar düşülmeden önceki kurum kazancının %20'sinden az olamayacağı belirtilmiştir.

Bu düzenlemeye göre yatırım fonları ve ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları asgari kurumlar vergisine tabi bulunmamaktadır.

47 Seri Nolu kurumlar Vergisi genel tebliğinde de yatırım ortaklıkları ve fonlarının kurumlar vergisinden istisna edilen portföy işletmeciliği kazançlarının asgari kurumlar vergisi matrahına dahil edilmeyeceği belirtilmiştir.

### 1.6. PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARI İSTİSNASI VE GELİR VERGİSİ STOPAJI

3946 Sayılı Kanunla KVK'da yapılan değişiklikle, kurum kazançları öncelikle %25 oranında kurumlar vergisine tabi tutulmakta, daha sonra net kurum kazancından hesaplanan kurumlar vergisi ile diğer bir kısım kazançların indirilmesi sonucu elde edilen ve GVK'nın 75. maddesine göre menkul sermaye iradı kabul edilen kurum kazancı, GVK'nın 94. maddesine göre gelir vergisi kesintisine tabi tutulmaktadır.

Bu uygulamanın tek istisnasını ise yatırım fon ve ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden sağladıkları kazançların vergilendirme şekli oluşturmaktadır.

Yatırım fon ve ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları 75. maddeye göre menkul sermaye iradı olarak kabul edilmekle birlikte 94. madde ile stopaj matrahı dışında bırakılmışlardır.

## **2. YATIRIM FONLARI VE YATIRIM ORTAKLIKLARINDAN ELDE EDİLEN KAR PAYLARININ VERGİLENDİRİLMESİ**

Katılma belgelerinde fon pay değeri, fon toplam değerinin, tedavüldeki katılma belgelerinin oluşturduğu pay sayısına bölünmesi ile belirlenmektedir.

Bu özellikleri nedeni ile katılma belgeleri hisse senetlerinden farklılık göstermektedir. 2. Bölümde yapılan açıklamalarda belirtildiği gibi katılma belgelerinin fon pay değerleri, fonun portföyünde yer alan menkul kıymetlerin değerlerine göre günlük olarak hesaplanmakta, bu nedenle katılma belgelerinin fon pay değerleri günden güne değişmektedir.

Yatırımcılar katılma belgelerinden kar payı almamakta, alış ve satış tarihleri arasındaki olumlu ya da olumsuz değer farklılıklarına göre kar ya da zarar etmektedirler. Diğer bir deyimle yatırımcılar katılma belgelerinden alım satım kazancı veya zararı elde etmektedirler.

## 2.1. KAR PAYI ELDE EDEN GERÇEK KİŞİLERİN VERGİLENDİRİLMESİ

193 Sayılı GVK'nın 75. maddesinde menkul sermaye iradının tanımı yapılarak, hangi gelirlerin menkul sermaye iradı olarak değerlendirileceği açıklanmıştır. Buna göre 3824 sayılı kanunla 75. maddede yapılan düzenleme ile her tür hisse senetlerinin kar paylarının menkul sermaye iradı olduğu hükme bağlanarak, fon katılma belgelerinden elde edilen karlarında, hisse senedi kar payı olarak değerlendirileceği belirtilmiştir<sup>(129)</sup>.

Bu nedenle yatırım fonları ve ortaklıklarından gerçek kişilerce elde edilen kar payları menkul sermaye iradı olarak kabul edilmektedir.

GVK'nın 3946 sayılı Kanun'la değişik 85. maddesinde kazanç ve iratların belirlenecek istisna sınırları içinde kalması durumunda beyanın gerekmediği belirtilmiştir.

Diğer taraftan kanunun geçici 27. maddesinde, menkul kıymetlerin, menkul kıymet alım satımına yetkili olan bankalar ve aracı kurumlar yoluyla elden çıkartılmasında sağlanan kazançların 31 Aralık 1999 tarihine kadar gelir vergisinden istisna tutulduğu hüküm altına alınmış, bu geçici maddeye 3946 sayılı Kanun'la eklenen hükümde yatırım fon ve ortaklıkları, risk sermayesi yatırım fon ve ortaklıkları, gayrimenkul fon ve ortaklıklarından sağlanan kar payları da istisna kapsamına alınmıştır.

(129) "Bazı Vergi Kanunlarında Değişiklik Yapılması Hakkındaki 3824 S.K. ile ilgili Açıklamalar", Mükellefin Dergisi, Sayı 4, Nisan 1993, s. 21.



Buna göre niteliğine bakılmaksızın yatırım fon ve ortaklıklarından elde edilen kar payları, miktarına bakılmaksızın gelir vergisinden istisna tutulmuştur<sup>(130)</sup>.

## 2.2. KAR PAYI ELDE EDEN KURUMLARIN VERGİLENDİRİLMESİ

G.V.K.'nın 75. maddesinde menkul kıymetlerin ticari işletmeye ait olması durumunda, bu iratların ticari kazanç olarak değerlendirileceği belirtilmiştir.

Buna göre bu menkul kıymetleri aktifinde bulunduran kurumlar geçici 27. madde istisna hükümlerinden yararlanamayacaklardır.

Ancak KVK'nın istisnaları düzenleyen 8. maddesine göre kurumlar bu belgelerden sağladıkları kar nedeniyle kurumlar vergisinden istisna edilmektedirler.

### 2.2.1. A Tipi Yatırım Fon ve Ortaklıkları İle Risk Sermayesi ve Gayrimenkul Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Kar Payları

Hasılat olarak değerlendirilen bu kar payları kurumlar vergisinden istisna edilecek, ancak asgari kurumlar vergisine tabi olacaktır.

Bu paylar üzerinden gelir vergisi kesintisi yapılmayacaktır.

(130) Yakup Uslu, "3946 S.K. ile Yapılan düzenlemeler Karşısında Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıklarının Portföy Kazançları ile Bunlardan Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi", Maliye Postası Dergisi, 1 Temmuz 1994, Sayı 332, s. 55.

## 2.2.2. B Tipi Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Kar Payları

Bu kar payları kurumlarda dönem hasılatı olarak değerlendirilerek, kurumlar vergisinden istisna edilmeyecektir. Ayrıca 93/5148 sayılı BKK ile halka açık anonim şirketlerde %10, diğer kurumlarda %20 oranında stopaja tabi tutulacaklardır.

94/5307 sayılı BKK ile bu stopaj oranları 1994 yılından itibaren şu şekilde uygulanmaktadır.

**Tablo 3: B Tipi Fon ve Ortaklıklarda Stopaj Oranları**

Kar Payının Kurum Kazancındaki Payı	Halka Açık A.Ş. Kesinti Oranı	Diğer
%5'i aşıyorsa	%8.25	%18.25
%10'u aşıyorsa	%6.30	%16.30
%15'i aşıyorsa	%4.12	%14.12
%20'yi aşıyorsa	%1.67	%11.67
%25'i aşıyorsa	%0	%8.89
%30'u aşıyorsa	%0	%5.71
%35'i aşıyorsa	%0	%2.05
%37.5'i aşıyorsa	%0	%0

## 3. YATIRIM KULÜPLERİNDE VERGİLENDİRME

Dünyadaki uygulamalarda yatırım kulüpleri tüzel kişiliğe sahip olmadığından, kurum olarak vergilendirilmemektedir. Kulüp üyeleri, vergi uygulanan ülkelerde, bireysel yatırımcıların tabi olduğu vergi yasalarına göre vergilendirilmektedirler.

Kulübün vergilendirilmemesi: tüzel kişiliğe sahip olmayışı, amatör, geçici ve özendirilen bir faaliyet için kurulmasının normal bir sonucudur<sup>(131)</sup>.

Türkiye’de yatırım kulüplerinin vergilendirilmesi konusunda hiç bir yasal düzenleme bulunmamakla birlikte, dünyadaki örneklerinde görüldüğü gibi üyelerin fondaki menkul kıymetlerin kesinti yolu ile ödenen vergilerini payları oranında ödemeleri söz konusudur.

#### **4. KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINDA VERGİLENDİRMENİN SONUÇLARI**

Bu bölümde; vergi kanunlarında hüküm bulunmaması nedeni ile portföy gelirleri ayrıca vergilendirilmeyen yatırım kulüpleri inceleme dışı bırakılarak, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları üzerindeki vergi yükü incelenecektir.

##### **4.1. YATIRIM FONU ve ORTAKLIKLARINDA VERGİLENDİRMENİN GÖRÜNÜMÜ**

Yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarındaki vergilendirmeyi temel olarak düzenleyen KVK’nın istisnalarına ilişkin 8. maddesine göre birinci grupta A tipi fon ve ortaklıklar, risk sermayesi fon ve ortaklıkları ile gayrimenkul fon ve ortaklıkları, ikinci grupta ise B tipi fon ve ortaklıklar değerlendirilmektedir.

Buna göre kurum bazında vergilendirmenin görünümü şematik olarak şu şekilde olmaktadır.

---

(131) Ferteklilgil, s. 38.

**Tablo 4: Yatırım Fon ve Ortaklıkları Bünyesinde Vergilendirme**

	A Tipi Fon ve Ortaklıklar ile Gayrimenkul ve Risk Sermayesi Fon ve Ortaklıkları	B Tipi Yatırım Fon ve Ortaklıkları
Portföy Kazancı	100	100
Kurumlar Vergisi (%25)	İstisna	İstisna
Asgari Kurumlar Vergisi (%20)	İstisna	İstisna
Kalan	100	100
Gelir Vergisi Stopaj Matrahı	100	100
Gelir Vergisi Stopajı (GVK 94/6)	-	(%10) 10
Dağıtılabilir Kar Payı	100	90

Tabloda da görüldüğü gibi ilk gruba giren A tipi yatırım fon ve ortaklıkları ile gayrimenkul ve risk sermayesi fon ve ortaklıkları ile ikinci grupta yer alan B tipi yatırım fon ve ortaklıklarının kurumlar vergisi açısından portföy kazançları kurumlar vergisi ve asgari kurumlar vergisinden istisna tutulmakta, bununla birlikte B tipi fon ve ortaklıkların %10 oranında stopaja tabi olmaları sonucunda hissedar ya da katılma belgesi sahiplerine dağıtacakları kar payı arasında yine bu oranda bir düşme oluşmaktadır.

Bu gelirleri elde eden gerçek kişi yatırımcılar açısından ek bir vergi rejimine bağlı olmamaları nedeni ile ikinci gruptakilerin üzerinde %10 vergi yükünün bulunduğu, birinci gruptakilerin üzerinde ise bulunmadığı söylenebilir.

**4.2. YATIRIM FON VE ORTAKLIKLARINDAN ELDE EDİLEN  
KAR PAYLARININ, ELDE EDEN KURUMLARDA  
VERGİLENDİRİLMESİ**

Tablo 4'teki tutarları kurumlar vergisi mükelleflerinin aynen aldığı kabul edilerek, bu kurumların başka bir gelirleri bulunmadığı varsayılırsa vergilendirmenin şematik görünümü Tablo 5'teki gibi olacaktır.

**Tablo 5: Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Gelirlerin Kurum Bünyesinde Vergilendirilmesi**

	A Tipi Fon ve Ortaklıklar İle Gayrimenkul ve Risk Sermayesi Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Kar Payı		B Tipi Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Kar Payı	
	Halka Açık A.Ş.de	Diğer Kurumlarda	Halka Açık A.Ş.de	Diğer Kurumlarda
Elde Edilen Kar Payı	100	100	90	90
Kurumlar Vergisi (%25)	İstisna	İstisna	22.5	22.5
Kalan	100	100	67.5	67.5
Asgari K.V. (%20)	20	20	N.V.T.	N.V.T.
Kalan	80	80	67.5	67.5
G.V. Stopaj Matrahı	80	80	67.5	67.5
Kesilen Gelir Vergisi	İstisna	İstisna	(%10) 6.75	(%20) 13.5
Kalan	80	80	60.75	54
Dağıtılabılır Kar Payı	80	80	60.75	54

Tabloya göre ilk gruptaki fon ve ortaklıklardan elde edilen gelirler kurumlar vergisinden istisna tutulmakta, ikinci grupta ise %25 oranında kurumlar vergisine tabi tutulmaktadır.

İkinci aşamada ise ilk grup için %20 oranında asgari kurumlar vergisi hesaplanırken, ikinci grup normal vergiye tabi olduğu için asgari kurumlar vergisi hesaplanmamaktadır.

Kalan miktarlar aynı zamanda gelir vergisi stopaj matrahını da oluşturmakta ilk grup istisna kapsamında kalırken, ikinci grupta halka açık anonim şirketler %10, diğer kurumlar %20 oranında gelir vergisi stopajına tabi tutulmaktadır.

Stopaj hesaplamasının sonucunda dağıtılabılır kar rakamına ulaşılmakta bunun sonucunda vergi yükü şu şekilde oluşmaktadır.

**Tablo 6: Fon ve Ortaklıklardan Gelir Elde Eden Kurumlarda Vergi Yükü**

A Tipi Fon ve Ortaklıklar İle Gayrimenkul ve Risk Sermayesi Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Gelirlerde Vergi Yükü		B Tipi Yatırım Fon ve Ortaklıklarından Elde Edilen Gelirlerde Vergi Yükü	
Halka Açık A.Ş.de	Diğer Kurumlarda	Halka Açık A.Ş.de	Diğer Kurumlarda
%20	%20	%39.25	%46

Sonuç olarak birinci gruptan elde edilen gelirlerde vergi yükü halka açık anonim şirketlerle, diğer kurumlarda aynı olmakta iken, ikinci gruptan elde ediline gelirlerdeki vergi yükü %39.25, diğer kurumlarda %46 olarak gerçekleşmektedir.

Bölüm 2.2.2.'de belirtilen 94-5307 sayılı BKK uyarınca Tablo 3'te belirtilen tutarı aşan ikinci grup gelirlerin vergilendirilmesi ise şöyle olacaktır.

Aşağıda Tablo 7'de de görüldüğü gibi farklı oranların uygulanması sonucu vergi yükü halka açık anonim şirketlerde %38.07'den %32.50'ye kadar düşerken diğer kurumlarda %44.82'den %32.50'ye kadar düşmektedir.

**Tablo 7: Kurum Bünyesinde Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi**

	I. Grupta Elde Edilen Kar Payları		II. Grupta Elde Edilen Kar Payları															
	Halka Açık A.Ş. de	Diğer Kurumlarda	Halka Açık A.Ş.'de Payı								Diğer Kurumlarda Payı							
			%5	%10	%15	%20	%25	%30	%35	%37.5	%5	%10	%15	%20	%25	%3	%35	%37.5
Elde Edilen Kar Payı	100	100	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Kurumlar Vergisi (%25)	İstisna	İstisna	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5
Kalan	100	100	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5
Asgari K.V. (%20)	20	20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kalan	80	80	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5
G.V. Stopaj Matrahı	80	80	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5
Stopaj Oranı	-	-	8.25	6.30	4.12	1.67	0	0	0	0	18.25	16.30	14.12	11.67	8.89	5.71	2.05	0
Kesilen Gelir Vergisi	İstisna	İstisna	5.57	4.25	2.78	4.13	0	0	0	0	12.32	11.00	9.53	7.88	6.00	3.85	1.38	0
Kalan	80	80	61.93	63.25	64.72	66.37	67.5	67.5	67.5	67.5	55.18	56.5	57.97	59.62	61.5	63.65	66.12	67.5
Dağıtılabilir Kar Payı	80	80	61.93	63.25	64.72	66.37	67.5	67.5	67.5	67.5	55.18	56.5	57.97	59.62	61.5	63.65	66.12	67.5
Vergi Yükü	20	20	38.07	36.75	35.28	33.63	32.5	32.5	32.5	32.5	44.82	43.5	42.03	40.38	38.5	36.35	33.88	32.5

### 4.3. KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ REGRESYON YOLUYLA İNCELENMESİ

Bu bölümde yatırım fon ve ortaklıklarına ilişkin vergilendirmenin fon tipleri bazında, İMKB Endeksi ile zamana bağlı olarak değişimleri incelenmektedir.

**Tablo 8: 1993 Yılı İçinde A Tipi Fon olarak Kurulup Faaliyette Bulunan Yatırım Fonları**

Fon Adı	Tescil Tarihi
1. Akbank TAŞ 3. YF	29/06/1993
2. Alternatifbank AŞ 1.YF	12/08/1993
3. Ata Men.Değ. AŞ 1. YF	22/02/1993
4. Birleşik Türk Körfez Bankası AŞ 1. YF	09/06/1993
5. CU Sigorta AŞ 1. YF	26/10/1993
6. Fon Menkul Değerler AŞ 1. YF	10/06/1993
7. Garanti Menkul Değerler AŞ 1. YF	30/06/1993
8. Global Menkul Değerler AŞ 1. YF	28/04/1993
9. Hak Menkul Değerler AŞ 1. YF.	13/10/1993
10. Koçbank AŞ 1. YF	11/05/1993
11. Koçbank AŞ 3. YF	17/12/1993
12. Tekstilbank AŞ 3. YF	15/10/1993
13. TYT Bank AŞ 1. YF	12/07/1993
14. Türk Ekonomi Bankası AŞ 1. YF	14/09/1993
15. Türkiye İş Bankası AŞ 7. YF	25/02/1993
16. Türkiye Kalkınma Bankası AŞ 2. YF	18/08/1993
17. Türkiye Konut Endüstri ve Ticaret Bankası AŞ 1. YF	23/07/1993

Not: TYT Bank AŞ'ye ait 1. YF bankanın 1994 finansal krizinde iflasiyla birlikte SPK Mevzuatına göre tasfiye edilmiştir.

Yatırım fonları ile ilgili vergi düzenlemeleri 1981 yılında başlamış, 1.1.1994'ten itibaren geçerli olmak üzere bir önceki bölümde belirtildiği üzere stopaj oranlarının farklılaştırılması ile



getirilen teşvikler sonucu 1993 yılında önemli değişiklikler gözlenmiştir. Bu düzenlemenin geçerlilik tarihi öncesindeki bir yıllık dönemde 17 adet A tipi yatırım fonu kurulurken 23 adet B tipi fon ise A tipi fona dönüşerek faaliyetlerine devam etmiştir. Bunlar Tablo 8'de gösterilmiştir.

**Tablo 9: 1993 Yılı İçinde A Tipine Dönüşen B Tipi Yatırım Fonları**

Fon Adı	Tescil Tarihi
1. Demirbank TAŞ 1. YF	29/03/1993
2. Egebank AŞ 2. YF	28/09/1993
3. Esbank TAŞ 3. YF	24/08/1993
4. Firiansbank AŞ 2. YF	02/02/1993
5. Finansbank AŞ 4. YF	24/06/1993
6. İmpeksbank AŞ 2.YF	03/09/1993
7. İnterbank AŞ 5. YF	25/02/1993
8. İktisat Bankası TAŞ 4. YF	19/07/1993
9. İktisat Bankası TAŞ 5. YF	23/02/1993
10. Türk Ticaret Bankası AŞ 3. YF	28/09/1993
11. Türk Dış Ticaret Bankası AŞ 1. YF	03/05/1993
12. Türk Dış Ticaret Bankası AŞ 2. YF	03/05/1993
13. Türk Dış Ticaret Bankası AŞ 3. YF	03/05/1993
14. Türkiye Emlak Bankası AŞ 2. YF	30/03/1993
15. T. İşbankası AŞ 1. YF	31/12/1993
16. T. İşbankası AŞ 2. YF	13/08/1993
17. T. İşbankası AŞ 3. YF	12/10/1993
18. T. Sınai Kalkınma Bankası AŞ 1. YF	19/04/1993
19. T. Garanti Bankası AŞ 4. YF	29/03/1993
20. T. Garanti Bankası AŞ 5. YF	29/03/1993
21. T. Vakıflar Bankası TAO 4. YF	31/03/1993
22. T. Vakıflar Bankası TAO 6. YF	04/10/1993
23. Yapı ve Kredi Bankası AŞ 3. YF	02/08/1993

Not: İmpexbank AŞ'ye ait 2. YF bankanın 1994 finansal krizinde iflasıyla birlikte SPK Mevzuatına göre tasfiye edilmiştir.

Yatırım ortaklıkları açısından vergi düzenlemeleri yatırım fonlarıyla aynı dönemde yapılmış 1992 yılı sonu itibarı ile kurulmuş

olan iki yatırım ortaklığı mevcut iken bu rakam 1993 yılında 3, 1994 yılı sonunda 6, 1995 yılı sonunda ise 12 olmuştur. Halen SPK dan kuruluş izinleri alınmış kuruluş aşamasında ikisi kamu bankaları, biri bir özel sektör kuruluşuna ait olmak üzere 3 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı bulunmaktadır.

Yatırım Ortaklıklarının kümülatif çıkarılmış sermayeleri ise yıllar itibariyle büyük değişim göstermiş, 1992 sonunda 245 milyar TL iken, 1993 sonunda 440, 1994 sonunda 890, 1995 sonunda 2.240 milyar TL olmuştur.

Bu bölümde yapılan çalışmada toplam portföy değeri ve portföyündeki varlıklar açısından gerekli sayısal veriler Kasım 1995'ten itibaren SPK tarafından açıklanmaya başlanan Yatırım Ortaklıkları regresyon yoluyla 7 aylık dönemde anlamlı sonuçlar vermeyeceği için incelenmemiş, yatırım fonlarına ilişkin Ocak 1994'ten itibaren açıklanan veriler inceleme kapsamına alınmıştır.

Analizlerde SPSS 6.0 for Windows adlı istatistik paket programı kullanılmış, genel olarak zaman içinde değişim ve endeks değerlerinden etkilenme araştırılarak gerekli yorumlar ilgili çıktılarının altında belirtilmiştir.

**Tablo 10: Yatırım Fonlarının Değerleri ve İMKB Endeks Tablosu**

ZAMAN	ATIPI	BTIPI	TOPLAM	IMKBINDX
1994/1	12183271.8	7126917.10	19310188.9	20104.840
2	6517725.5	5849751.30	12367476.8	16199.500
3	3816476.2	5856043.50	9672519.7	14087.160
4	2606594.3	7550034.50	10156628.8	15096.680
5	2221903.6	8987601.60	11209505.2	14749.100
6	2390632.5	13354514.1	15745146.6	19471.730
7	5339184.4	14983488.2	20322672.6	21752.210
8	4371746.0	20770664.2	25142410.2	25466.080
9	4347432.1	24788693.8	29136125.9	26825.530
10	4142653.1	26146643.9	30289297.0	24889.500
11	3534543.8	28876000.1	32410543.9	28181.040
12	3105496.2	24774787.6	27880283.8	27257.140
1995/1	2447088.7	24419589.8	26866678.5	25228.780
2	3308172.7	29392595.7	32700768.4	29122.910
3	5145398.1	36171685.7	41317083.8	39837.330
4	11025490.8	36381212.0	47406702.8	46615.190
5	8680077.7	34737791.9	43417869.6	47320.920
6	9271115.4	43409287.4	52680402.8	48233.010
7	10536992.5	51089303.9	61626296.4	51943.750
8	8703733.8	52566103.0	61269836.8	45139.570
9	6033962.5	34686238.1	40720200.6	41707.610
10	6995062.5	33667038.9	40662101.4	46324.640
11	4907928.9	30663625.3	35571554.2	37757.810
12	4485982.0	26574994.5	31060976.5	40024.570
1996/1	3706497.5	30170666.4	33877163.9	49489.500
2	4845557.6	40949714.2	45795271.8	60546.510
3	4623800.1	45423038.5	50046838.6	57045.180
4	4859068.3	55078445.9	59937514.2	64722.750

Number of cases read: 28

Number of cases listed: 28

### A Tipi Fonlarla İMKB Endeksi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi

\* \* \* \* MULTIPLE REGRESSION \* \* \* \*

Listwise Deletion of Missing Data

Equation Number 1      Dependent Variable..      ATIPI

Block Number 1.      Method: Enter      IMKBINDX

Variable(s) Entered on Step Number

1..      IMKBINDX

Multiple R                      .36084  
 R Square                        .13021  
 Adjusted R Square              .09676  
 Standard Error 2617881.9208

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	26674663914899.3000	26674663914899.3
Residual	26	178185949532166.900	6853305751237.19

F =                      3.89223                      Signif F =      .0592

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
IMKBINDX	66.432247	33.672822	.360845	1.973	.0592
(Constant)	3168160.3182	1283880.049		2.468	.0205

End Block Number 1      All requested variables entered.

Bağımlı değişken olarak A tipi yatırım fonları toplam değerlerinin, bağımsız değişken olarak İMKB endeksinin alındığı incelemede korelasyon katsayısı  $R^2=0.13021$  olarak bulunmuş, regrasyonun genel anlamının sınanmasında, F değeri 3.89223, SigF değeri 0.592 olarak bulunmuştur.

Bu bize regresyonun genel olarak anlamlı olduğunu ama ilişkinin oldukça zayıf olduğunu göstermektedir.

İlgili çözümlere bize;

A Tipi Fon Değerleri Toplamı= $3168160,3182+66,432247 \cdot \text{İMKB Endeksi}$  şeklinde bir regresyon bağıntısı vermektedir. Bu denklemin katsayıları da yapılan T testine göre anlamlı bulunmuştur.

**B Tipi Fonlarla İMKB Endeksi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**

\* \* \* \* MULTIPLE REGRESSION \* \* \* \*

Listwise Deletion of Missing Data

Equation Number 1      Dependent Variable..      BTIPI

Block Number 1.    Method:    Enter            İMKBİNDX

Variable(s) Entered on Step Number  
1..      İMKBİNDX

Multiple R                    .91145  
R Square                      .83074  
Adjusted R Square          .82423  
Standard Error 5994512.0470

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	4585651435986260.00	4585651435986260
Residual	26	934288541722698.000	35934174681642.2

F =            127.61254            Signif F =    .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
İMKBİNDX	871.023724	77.105135	.911451	11.297	.0000
(Constant)	-2272653.968	2939870.725		-.773	.4465

End Block Number 1    All requested variables entered.

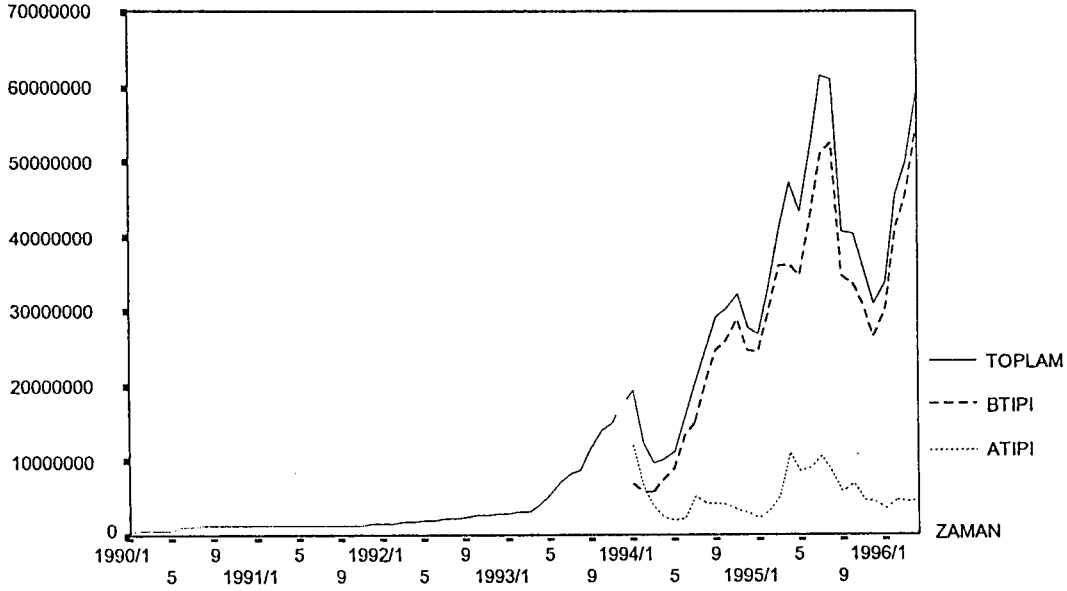
Bağımlı değişken olarak B tipi yatırım fonları toplam değerlerinin, bağımsız değişken olarak İMKB endeksinin alındığı incelemede korelasyon katsayısı  $R^2=0.8374$  olarak bulunmuş, regresyonun genel anlamının sınanmasında, F değeri 127.61254, SigF değeri 0 olarak bulunmuştur.

Bu bize regresyonun genel olarak anlamlı olduğunu ve ilişkinin çok güçlü olduğunu göstermektedir.

İlgili çözümlere bize;

B Tipi Fon Değerleri Toplamı= $-2272653,968+871,023724 \cdot \text{İMKB Endeksi}$  şeklinde bir regresyon bağıntısı vermektedir. Bu denklemin katsayıları da yapılan T testine göre anlamlı bulunmuştur.

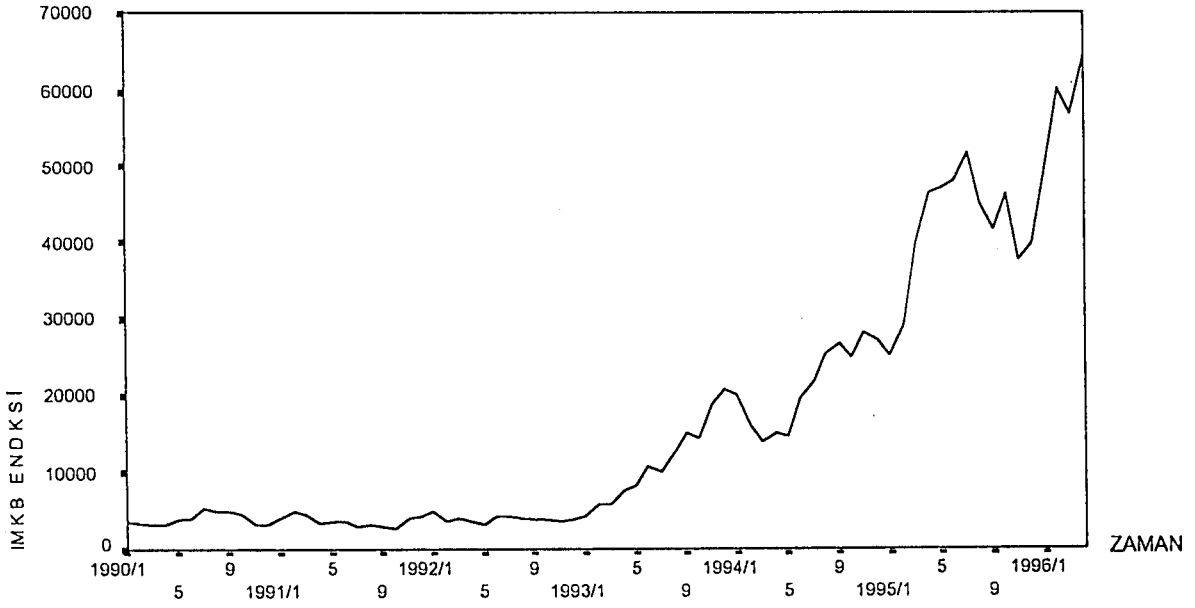
**Çizelge 1: A Tipi ve B Tipi Yatırım Fonlarının Portföy Toplamları Yönünden Karşılaştırılması**



Yatırım fonlarının 1994 yılından itibaren A ve B tipi olarak ayrılmasını izleyen dönemlerde yatırım fonlarının toplam portföy değerleri korelasyon katsayılarının gösterdiği üzere A tipi fonlarda genellikle aynı yönde olmak üzere fakat daha düşük oranda, B tipi fonlarda ise yine aynı yönde fakat daha yüksek hesaplanmıştır.

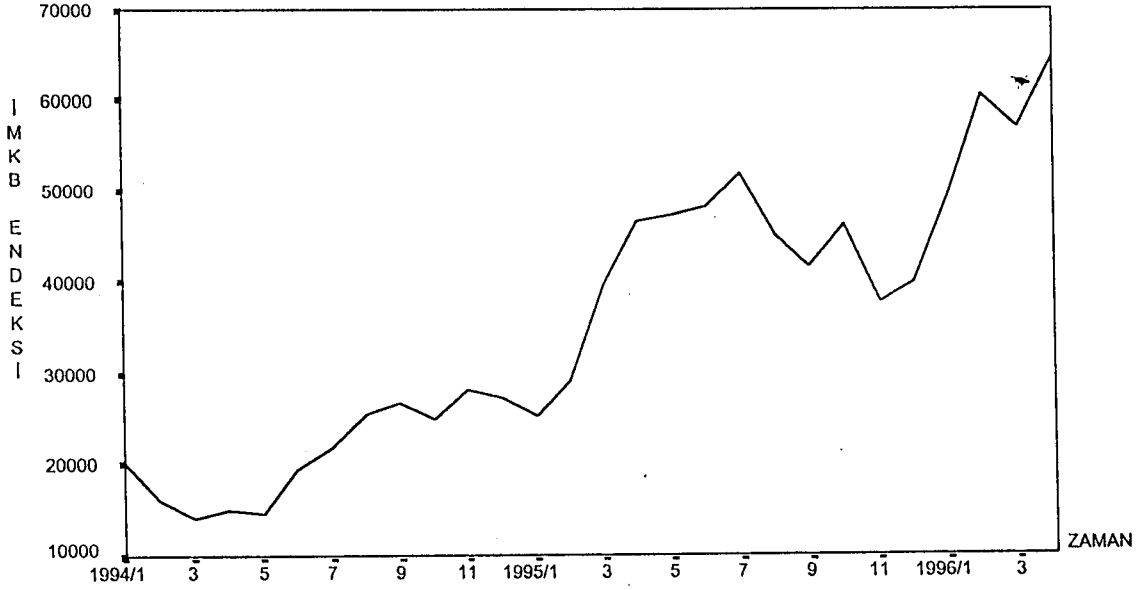


**Çizelge 2: İMKB Endeks Değerleri (1990-1996)**



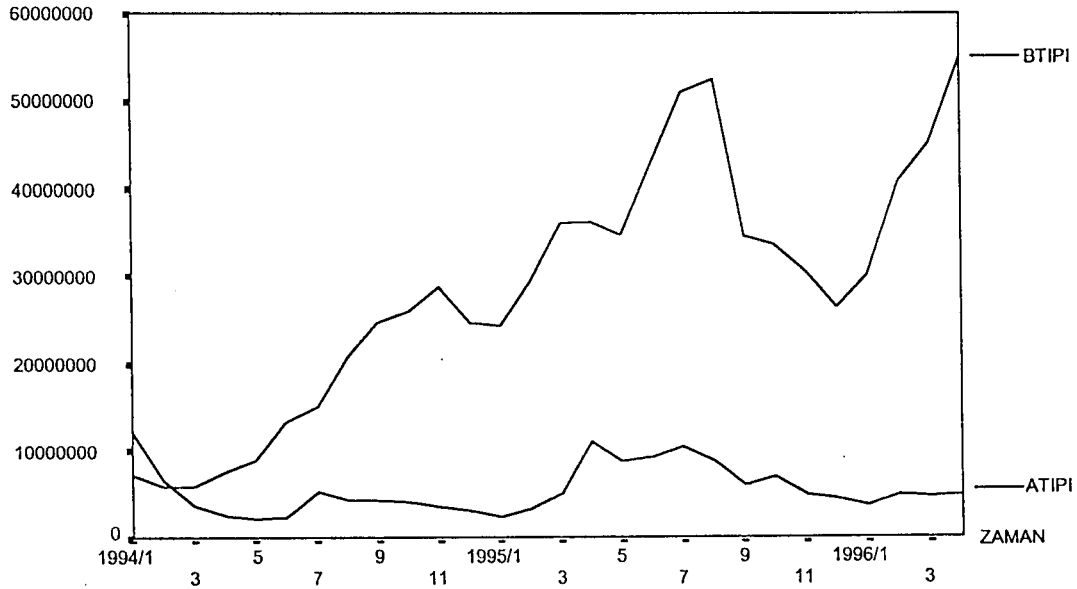
Çizelge 2'de görüldüğü gibi İMKB Endeksi 1990-1993 arasında belli bir aralıkla değişirken 1993'ten itibaren aşırı dalgalanmalar görülmüştür. Yükselme eğilimi 1993'ten itibaren görülmeye başlanmıştır.

**Çizelge 3: İMKB Endeks Değerleri (1994-1996)**



B tipi yatırım fonlarının toplam portföy değerlerinin yüksek olması A ve B tipi fon portföy değerlerinin toplamını daha fazla etkilemekte, çizelge 3'den de anlaşılacağı gibi B tipi fonların toplam portföy değerlerinin zaman içerisindeki dağılımı ile İMKB Endeksinin zaman dağılımı benzerlik göstermektedir.

**Çizelge 4: A ve B Tipi Fonların Toplam Değerleri (1994-1996)**



A tipi ve B tipi fonlar zaman içerisinde birlikte incelendiğinde A tipi fonların toplam portföy değerlerinin 1994 başında birbirinden ayrılmalarıyla birlikte yüksek olduğu, izleyen dönemlerde düştüğü, toplam portföy değerlerinin B tipi fonların altında kaldığı söylenebilir.

Bununla birlikte toplam portföy değerlerinin genel olarak artışlarının ve azalışlarının oran olarak aynı olmamakla birlikte, aynı yönde olduğu, eğilimlerinin benzerliği görülebilmektedir.

Her ikisinde de dalgalanmalar olmakla birlikte, bunun B tipi fonlarda A tipi fonlara göre oldukça yüksek olduğunu söyleyebiliriz.

**A ve B Tipi Fonlar Portföy Değerleri İle İMKB Endeksi Arasındaki İlişkinin  
İncelenmesi**

\* \* \* \* M U L T I P L E R E G R E S S I O N \* \* \* \*

Listwise Deletion of Missing Data

Equation Number 1      Dependent Variable..      TOPLAM

Block Number 1.    Method:    Enter            İMKBİNDX

Variable(s) Entered on Step Number  
1..      İMKBİNDX

Multiple R                    .97227  
R Square                      .94530  
Adjusted R Square          .94455  
Standard Error    4207827.2184

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	22336841576927940.0	2.233684158E+16
Residual	73	1292524122690997.00	17705809899876.7

F =      1261.55435              Signif F =    .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
İMKBİNDX	1000.096892	28.157176	.972265	35.518	.0000
(Constant)	-1863702.449	670778.8505		-2.778	.0069

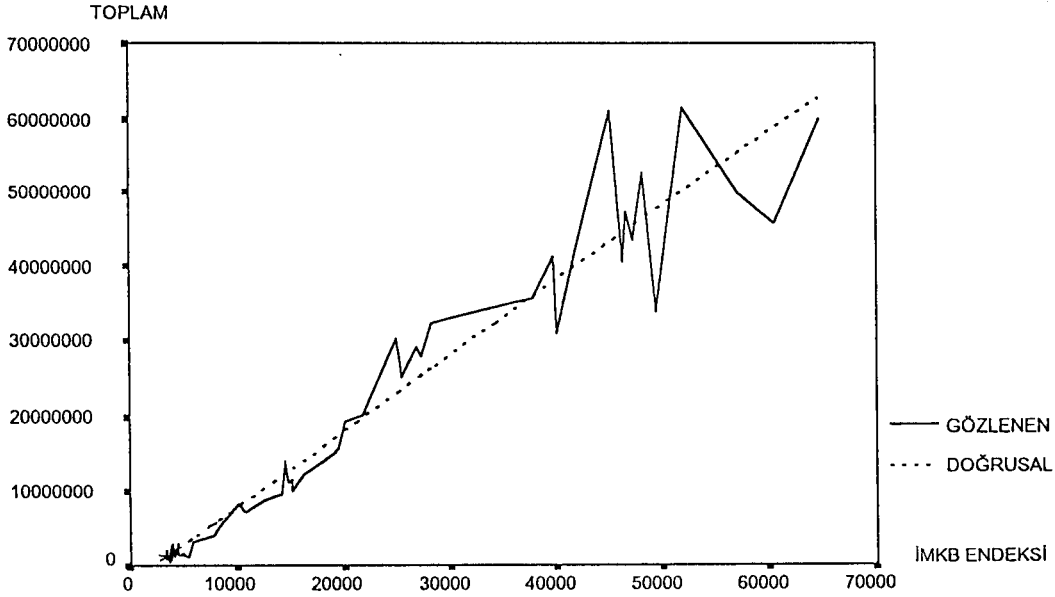
Bağımlı değişken olarak A ve B tipi yatırım fonlarının toplam değerlerinin, bağımsız değişken olarak İMKB endeksinin alındığı incelemede ise korelasyon katsayısı  $R^2=0.94530$  olarak bulunmuş, regresyonun genel anlamının sınanmasında, F değeri 1261,55435, SigF değeri 0 olarak bulunmuştur.

Bu bize regresyonun istatistiksel olarak oldukça güçlü bir ilişkinin varlığını göstermektedir.

İlgili çözümlere bize;

Toplam Fon Portföy Değerleri= $-1863702,449+1000.096892 \cdot \text{İMKB Endeksi}$  şeklinde bir regresyon bağıntısı vermektedir. Bu denklemin katsayıları da yapılan T testi tarafından onaylanmaktadır.

**Çizelge 5: YF Toplam Portföy Değerleri -İMKB Endeksi**



Bu grafik A ve B tipi Yatırım Fonlarının Toplam portföy değerleri ile İMKB Endeksi arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Kesikli çizgilerle gösterilen grafik ise bir önceki sayfada belirtilen bağıntının grafiğidir.

İki değişken arasındaki ilişki olduğu çizelgede gözükmemektedir. Bununla birlikte özellikle 40.000 endeks değerinden sonraki dalgalanmalar daha fazla olmaktadır.

### YF Toplam Portföy Değerlerinin Zamana Bağlı Değişimi

Dependent variable.. TOPLAM

Method.. LINEAR

Listwise Deletion of Missing Data

Multiple R .85560  
 R Square .73205  
 Adjusted R Square .72838  
 Standard Error 9313116.51082

#### Analysis of Variance:

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	1.7297774E+16	1.7297774E+16
Residuals	73	6.3315922E+15	86734139144191

F = 199.43443      Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
Time	688567.591695	48758.07049	.855597	14.122	.0000
(Constant)	-11860606.531991	2158039.030		-5.496	.0000

Hi-Res Chart # 5:Curvefit for toplam

Bağımlı değişken olarak A tipi ve B tipi yatırım fonlarının toplam portföy değerlerinin, bağımsız değişken olarak zamanın alındığı zaman serisi analizinde diğer bir deyişle fon toplam portföy değerleri ile zaman arasındaki incelemede korelasyon katsayısı  $R^2=0.73205$  olarak bulunmuş, regresyonun genel anlamda sınanmasında, F değeri 199.43443, SigF değeri 0 olarak bulunmuştur.

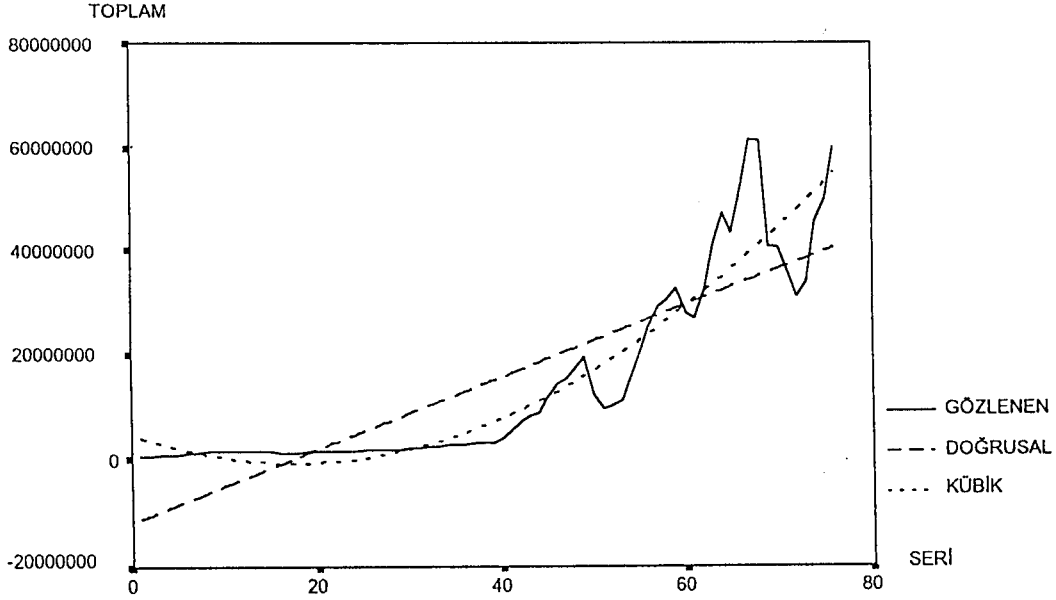
Bu bize regresyonda istatistiksel olarak oldukça güçlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.

İlgili çözümleme bize;

Toplam Fon Portföy Değeri= $-11860606.531991+688567.591695 \cdot \text{Zaman}$   
şeklinde bir regresyon bağıntısı vermektedir. Bu denklemin katsayıları da yapılan T testine göre anlamlı bulunmuştur.



**Çizelge 6: Fon Portföy Değerleri Toplamının Zaman Serisi Yardımıyla Gösterimi (1990=1)**



Bağımlı değişkenin zamana göre incelenmesi sonucunda ikisi arasında kuvvetli bir ilişki olduğu daha önce açıklanmıştır.

Bu ilişki grafikte de görülebileceği gibi kübik (3. derece) bir fonksiyona daha çok uymakta fakat hem daha rahat kullanılabilmesi, hem de varsayımların daha iyi sağlandığı doğrusal form analiz edilerek 1. dereceden bir fonksiyon olarak bir önceki sayfada belirtilen denklem hesaplanmıştır.

**İMKB Endeksinin A Tipi Fonların Portföyünde Bulunan Hisse Senetleri İle**

**İlişkisi**

Dependent variable.. İMKBİNDX                      Method.. LINEAR

Listwise Deletion of Missing Data

Multiple R                      .47057  
 R Square                      .22143  
 Adjusted R Square            .19149  
 Standard Error    13453.40596

Analysis of Variance:

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	1338383818.5	1338383818.5
Residuals	26	4705847428.2	180994131.9

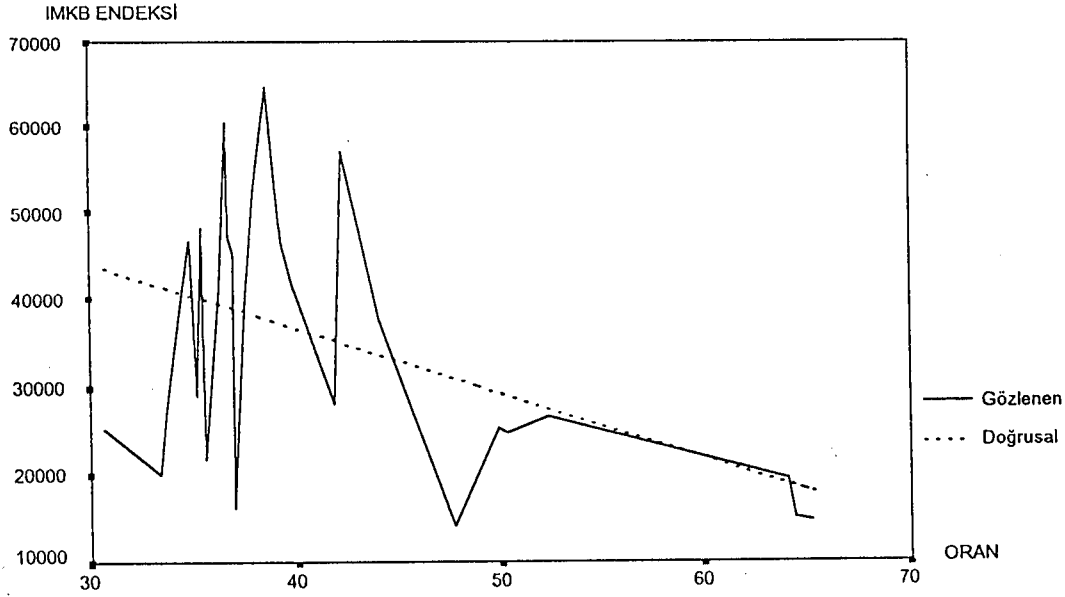
F =            7.39463                      Signif F =    .0115

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
ORAN	-735.774973	270.574535	-.470565	-2.719	.0115
(Constant)	66107.161734	11652.60925		5.673	.0000

Hi-Res Chart # 1:Curvefit for imkbindx

**Çizelge 7: A Tipi YF Portföylerinde Bulunan Hisse Senetlerinin Oranı İle İMKB Endeksi Grafiği**



A tipi yatırım fonlarının portföylerinde bulundurulmuş hisse senedi oranları ile İMKB Endeksi arasındaki ilişki araştırıldığında  $R^2=0.22143$  olarak bulunmuş, regresyonun genel anlamda sınanmasında F değeri 7.39463 SigF 0.0115 olarak bulunmuştur.

Burada endekse göre A tipi yatırım fonlarındaki hisse senedi oranının çok geniş bir aralıkta dalgalanma göstermesine karşılık regresyonun anlamlı olduğu, özellikle 1995 yılının son çeyreğinden (50. zaman dilimi) itibaren hemen hemen aynı yönde olduğu söylenebilir.

## SONUÇ

Sermaye Piyasasında kurumsal yatırımcı olarak pozisyon alan, piyasada derinliğin sağlanmasına yardımcı olan kollektif yatırım kuruluşları tüm dünyada özellikle 1980'lerin başından itibaren büyük gelişme göstermiştir.

Türkiye'de 1981 yılından itibaren yatırım fon ve ortaklıkları konusunda geniş çaplı düzenlemeler yapılmış, yatırım kulüpleri konusunda ise yasal bir düzenleme yapılmamış, bu kurumlar düzenleme dışında tutulmuşlardır.

Yapılan yapısal düzenlemelerin ardından bu kuruluşların vergi yönünden teşviki gündeme gelmiş, bunda ise 1981 yılında kuruluşlarına imkan tanınmasına rağmen ilk yatırım fonunun 1987 yılında, ilk yatırım ortaklığının ise 1991 yılında kuruluşların, gelişimlerinin yavaş olması, sermaye piyasasındaki derinliğe etkilerinin çok az olması önemli bir etken olmuştur.

Özellikle A tipi fonlara getirilen vergi avantajları portföylerinde %25'ten fazla devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış KİT'ler dahil Türkiye'de kurulma ortaklıklarının hisse senetlerine yatırım yapma şartını da beraberinde getirmiştir. Burada amaçlanan Türk Sermaye Piyasasının A tipi fonlar yardımıyla geliştirilmesi, özelleştirmeye ivme kazandırılması yanında, borsanın düşüş dönemlerinde A tipi fonların portföylerindeki hisse senetlerinin oranlarını %25'in altına düşürmemek amacı ile hisse senedi alımına geçerek piyasa düzenleyici rol oynamalarını sağlamak şeklinde

belirtilebilir.

Bununla birlikte fon portföyleri incelendiğinde 1994 yılı başında A tipi fonların portföy değerleri toplamının B tipi fonlardan fazla olduğu görülmekte 1994'ün üçüncü ayından itibaren büyük bir düşüş görülmektedir.

Bunun sebebi ise 1994 krizi sırasında İnterbank faizlerinin gecelik %1000'leri aşması, devletin maliye politikası gereğince Hazine Bonosu ve devlet tahvilleri ihracı nedeniyle çok yüksek faizlerle borçlanması sonucunda B tipi yatırım fonlarının yüksek faiz ortamında büyük gelirler elde ederek toplam portföy değerlerini arttırması olarak açıklanabilir.

Araştırmanın 4.3. bölümündeki analizlerde de görüldüğü gibi A tipi fonların B tipi fonlara göre toplam fon portföy değerleri açısından oldukça düşük kalması bunun bir kanıtı olmaktadır.

İMKB Endeksine göre A tipi fonların B tipi fonlara göre ilişki katsayılarının düşük çıkması ise A tipi fonların endekse göre Beta değerleri düşük hisse senetlerine yatırım yapmalarının, B tipi fonların ise portföylerinin belli bir oranını endeksle bağıntılı hisse senetlerine ve endekse direkt etki eden borçlanma senetlerine yatırım yapmaları, yatırım serbestliğinin olması şeklinde açıklanabilmektedir.

A ve B tipi fonların toplam portföy değerlerinin İMKB Endeksi ile korelasyonun %94 olarak bulunması endeks ile yatırım fonları arasında çok yüksek oranlı bir ilişkinin var olduğunu, fonların piyasaya düzenleyicilik görevlerini yerine getirdiklerini göstermektedir. Bunda vergi düzenlemelerinin etkisinin de olduğu söylenebilir.

A tipi fonların portföylerindeki hisse senetleri oranı ile endeks arasındaki korelasyon ise 1994 ve 1995 yılı başlarında oldukça geniş bir aralıkta oluşan grafiğin finansal krizden etkilenme dönemine rastladığı, 1995 yılı ortalarından sonra bir pararelliğin oluşarak A tipi fonların amacına kısmen de olsa ulaşıldığını göstermektedir.

Bu açıklamalar altında kollektif yatırım kuruluşlarında yapılan vergi düzenlemelerinin kriz döneminde amaçları dışına çıktığı, krizin azaltılmasını talep eden dönemde amaçların gerçekleştiğini bununla birlikte faizlerin yüksek oranlara ulaştığı dönemlerde kollektif yatırım kuruluşlarının faiz gelirlerine yönelerek, piyasa düzenleyicilik işlevlerini yerine getiremedikleri gözlenmiştir.

Özellikle A tipi fonların %25'lik hisse senedi oranının çok üzerine çıkmaları (%40-60 gibi) endeksin düşüş dönemlerindeki düzenleyicilik işlevlerini yerine getirememelerine neden olmuştur. Bu tip fonlardan amaçların elde edilebilmesi için %25'lik oranın yükseltilmesi ya da bir üst sınır getirilmesi gerekmektedir.

Bu bilgilerin ışığında; Kollektif yatırım kuruluşlarının geliştirilmesine yönelik olarak yapılması gereken öncelikle yatırım kulüpleri konusunda yasal düzenlemeler yapılarak, bununla ilişkili olarak izinsiz aracılık faaliyetleri kısmen de olsa engellenmeli, fon ve ortaklıklarda asgari kuruluş sermayesi miktarları indirilerek, kuruluşları kolaylaştırılmalı, özellikle İMKB'de yatırım ortaklıklarının piyasa fiyatlarındaki düşüklüğün giderilebilmesi için kendi hisse senetlerine yatırım imkanı sağlanmalı, yatırım fonlarına yatırım ortaklığı hisse senedi alma imkanı sağlanmalı, son olarak da kurumlar vergisi mükelleflerine yatırım ortaklığı hisse senetlerinden elde ettikleri kazançlar için vergi istisnası getirilerek fon ve ortaklıklardaki stopaj oranları kaldırılmalı veya düşürülmelidir.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

### Kitaplar:

- Amling, Frederick : Investments, An Introduction to Analysis and Management, Sixth Edition, Prentice-Hall Inc. Washington D.C. 1989.
- Bolak, Mehmet : Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, 2. Baskı, İstanbul 1994.
- Karlı, Muharrem : Sermaye Piyasası, Borsa, menkul Kıymetler, 4. Baskı, İstanbul, Mayıs 1994.
- Örmeci, Musa : Kurumlar Vergisi Kanunu Uygulama Esasları, İstanbul, Mart 1995.
- Tevfik, Gürman : Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları, Teori ve Uygulama, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul, Mart 1995.
- Vural, Güven : Yatırım Ortaklıkları, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları, No: 120, Ankara, 1978.

Yılmaz, Celali : Sermaye Piyasasında Vergilendirme, SPK Yayın No: 23, Ankara, Aralık 1995.

**Makaleler:**

Artun, Tuncay : Bir "Yatırım Fonu" Öyküsü, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Kasım 1986.

Erdikler, Şaban : Dar Mükellef Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi, Vergi Dünyası Dergisi, Sayı: 100, Aralık 1989.

Fertekligil, Azmi : Yatırım Kulüpleri, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Mart 1987.

Kılıç, Bursa : Kurumsal Yatırımcı ve Fonlar, Yeni Yüzyıl, 16.11.1995.

Öztürk, Orhan : Yatırım Fonları ve Katılma Belgeleri Kar Paylarının Vergileme Rejimi, Vergi Dünyası Dergisi, Sayı: 138, Şubat 1993.

Süngü, Sevtap : Dünyada Yatırım Fonları, Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel), İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayın No: 1989/73, İstanbul 1989.

Tuncer, Selahattin : Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ile Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının Maliyeti, Vergi Dünyası Dergisi, Sayı: 130, Haziran 1992.



Tuncer, Selahattin : Türkiye'de Menkul Kıymetler Yatırım Fonu, Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel), İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayın No: 1989/73, İstanbul 1989.

Uslu, Yakup : 3946 Sayılı Kanun'la Yapılan Düzenlemeler Karşısında Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıklarının Portföy Kazançları ile Bunlardan Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi, Maliye Postası Dergisi, 1 Temmuz 1994.

Yiğit, Emel -

Dik, Saime : Yatırım Fonları Kazandırıyor, Ekonomik Trend, 5 Mart 1995.

----- : Bazı Vergi Kanunlarında Değişiklik Yapılması Hakkındaki 3824 Sayılı Kanunla İlgili Açıklamalar, Mükellefin Dergisi, Lebib Yalkım Yayınları, Sayı: 4, Nisan 1993.

#### **Diğer:**

Maliye Hesap Uzmanları Derneği: 1996 Beyanname Düzenleme Rehberi.

----- : 2499 S. Sermaye Piyasası Kanunu

----- : 3794 S. Sermaye Piyasa Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı KHK'nın Bazı Maddelerinin Yürürlükten

Kaldırılmasına Dair Kanun.

----- : Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair 558 Sayılı KHK.

----- : The Investment Company Act of 1940.

----- : SPK Yabancı Sermaye Piyasası Kuruluşlarına İlişkin Sirküler (No: 1).

----- : İMKB Sermaye Piyasası, Borsa Bilgi Seti.

----- : SPK Tebliğleri.

----- : SPK Aylık Bültenleri.

----- : İMKB Aylık Bültenleri.

----- : 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu.

----- : 5422 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu.

----- : Gelir Vergisi Kanunu Genel Tebliğleri.

----- : Kurumlar Vergisi Kanunu Genel Tebliğleri.

----- : 93/5148 Sayılı BKK.

----- : 93/5307 Sayılı BKK.