

133604 - 13

**TÜRKİYE'DE YATIRIM ORTAKLIKLARININ
DÜZENLENİŞİ VE
VERGİLENDİRİLMESİ**

Yüksek Lisans Tezi

**İlyas ÇELİKTAŞ
Eskişehir, 1998**

ANKARA İKTİSADİ VE
MİMARLIK FAKÜLTESİ

**TÜRKİYE'DE YATIRIM ORTAKLIKLARININ
DÜZENLENİŞİ VE
VERGİLENDİRİLMESİ**

İlyas ÇELİKTAŞ

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
Mali Hukuk Anabilim Dalı
Danışman: Yrd. Doç. Dr. Recai DÖNMEZ**

**Eskişehir
Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Eylül 1998**

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZÜ

TÜRKİYE'DE YATIRIM ORTAKLIKLARININ DÜZENLENİŞİ VE VERGİLENDİRİLMESİ

İlyas Çeliktaş

Mali Hukuk Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eylül 1998

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Recai DÖNMEZ

Bir ülkenin ekonomik kalkınması sermaye birikiminin artırılmasına bağlıdır. Bunun için var olan atıl tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesi gerekir. Özellikle küçük tasarrufların verimli şekilde ekonomiye kazandırılmasında, sermaye piyasalarının bir iktisat politikası aracı olarak önemi büyüktür. Sermaye piyasalarının gelişimi, bireysel yatırımcılardan çok kurumsal yatırımcıların ortaya çıkmasına ve sermaye piyasasında faaliyet göstermesine bağlıdır. Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasalarında etkin bir rol oynayan kurumsal yatırımcı olarak karşımıza çıkmaktadır. Tek başına bir şey ifade etmeyen küçük tasarrufların sermaye piyasası araçları vasıtasıyla ekonominin hizmetine sunulmasına, sermayenin tabana yayılmasına hizmet ederler.

Yatırım ortaklıklarının ülkemizdeki gelişimini ve hukuki düzenlenişini ele alan çalışmamızda, yabancı ülkelerdeki düzenleme ve vergilendirmeye karşılaştırma yapmak amacıyla ayrıntıya girilmeden genel olarak yer verilmiştir. Ayrıca, yatırım ortaklıklarının ülkemizdeki vergilendirilmesi anlatılarak; tanınan vergi bağışıklıkları ile hem kendilerinin hem de bunlara yatırım yapan kişilerin teşvik edildiği ortaya konulmuştur.

ABSTRACT
THE REGULATION AND TAXATION OF INVESTMENT COMPANIES IN
TURKEY

The development of a country depends largely on capital accumulation, which requires idle savings to be directed to investments. Capital markets play an important role particularly in bringing the small savings in the economy in a productive way. The advances in capital markets come from institutional investors more than from individual investors. The investment companies are one of the most influential intermediaries playing in capital markets. The investment companies work in order to spread the capital around the public by using several tools of capital markets.

This study investigates the historical development and legal regulations of the investment companies in Turkey and in other countries such as England, United States of America. The taxation of investment companies is specially emphasized and it is shown that their taxation is designed to encourage their progress and also to arouse the savers' interest in these institutions via several tax-saving legislations like exemptions and exceptions.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iii
DEĞERLENDİRME KURULU VE ENSTİTÜ ONAYI.....	iv
ÖZGEÇMİŞ.....	v
KISALTMALAR.....	xi

BÖLÜM

GİRİŞ	1
1. Tezin Amacı ve Kapsamı.....	1
2. Tezin Yöntemi ve Planı.....	4
1. YATIRIM ORTAKLIĞI KAVRAMI VE TANIMI, KURULUŞ MODELLERİ VE GELİŞİMİ	6
1.1. Yatırım Ortaklığı Kavramı ve Tanımı.....	6
1.1.1. Yatırım Ortaklığı Kavramı.....	6
1.1.2. Yatırım Ortaklığının Tanımı.....	8
1.2. Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Modelleri.....	10
1.2.1. Ortaklığa Dayalı Model.....	10
1.2.2. Güvenilir Kişi Eliyle Yönetim Modeli.....	13
1.3. Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi, Çeşitli Ülkelerde Düzenlenmesi ve Vergilendirilmesi.....	16
1.3.1. İngiltere.....	17
1.3.1.1. Tarihsel gelişim.....	17
1.3.1.2. Vergilendirme düzeni.....	19
1.3.2. Amerika Birleşik Devletleri.....	19
1.3.2.1. Tarihsel gelişim.....	19
1.3.2.2. Vergilendirme düzeni.....	22

1.3.3. Fransa.....	23
1.3.3.1. Tarihsel gelişim.....	23
1.3.3.2. Sabit sermayeli yatırım ortaklıkları ve vergilendirme.....	24
1.3.3.3. Değişir sermayeli yatırım ortaklıkları ve vergilendirme.....	25
1.3.3.4. Fransız yatırım fonları ve vergilendirme.....	26
1.3.4. Almanya.....	26
1.3.4.1. Tarihsel gelişim.....	26
1.3.4.2. Vergilendirme düzeni.....	28

2. YATIRIM ORTAKLIKLARININ ÇEŞİTLERİ, BENZER KURULUŞLARDAN FARKLARI VE FAALİYET İLKELERİ..... 30

2.1. Yatırım Ortaklıklarının Çeşitleri.....	30
2.1.1. Yönetime Tanınan Takdir Hakkının Derecesine Göre.....	30
2.1.1.1. Yönetimsel yatırım ortaklığı (management investment company).....	30
2.1.1.2. Sabit veya yarı sabit trust (fixed veya semi-fixed trust).....	30
2.1.2. Hisse Senedi İhraç ve Geri Alma Statüsüne Göre.....	31
2.1.2.1. Açık (open-end) yatırım ortaklıkları.....	31
2.1.2.2. Kapalı (close-end) yatırım ortaklıkları.....	33
2.1.3. Sermayenin Oluşumuna Göre.....	35
2.1.3.1. Sermayesi yalnız adi hisse senetlerinden (common stock) oluşan yatırım ortaklıkları.....	35
2.1.3.2. Sermayesi adi hisse senetlerinin yanında, banka kredileri, tahviller, imtiyazlı hisse senetleri veya bunların herhangi bir bileşiminden oluşan yatırım ortaklıkları.....	35
2.1.4. Portföyün Oluşum Tarzına Göre.....	36
2.1.4.1. Portföyü değişik çeşitlendirme dereceleri ile tamamen adi hisse senetlerinden ibaret olan ortaklıklar (diversified common stock company).....	36
2.1.4.2. Portföyü dengeli (balanced) ortaklıklar.....	36
2.1.4.3. Portföyü yüksek ya da düşük dereceli tahvillerden oluşan ortaklıklar.....	37
2.1.4.4. Portföyü sadece imtiyazlı hisse senetlerinden oluşan ortaklıklar.....	37
2.1.4.5. Portföyü belirli bir endüstrinin hisselerinden oluşan uzmanlaşmış (industry specialized) ortaklıklar.....	37
2.1.4.6. Portföyü hisse senedine çevrilebilir tahvillere, yabancı yatırımları temsil eden hisse senetlerine ve diğer özel çeşitlere yoğunlaşan ortaklıklar.....	37
2.1.5. Riziko Derecesine Göre.....	37
2.1.6. Yatırım Ortaklığı Hisselerinin Satılış Şekillerine Göre.....	38
2.1.6.1. Taksitli ödeme planları yapan yatırım ortaklıkları.....	38
2.1.6.2. Taksitli gelir sertifikaları arz eden yatırım ortaklıkları.....	38
2.1.7. Vergilendirme Sistemine Göre.....	38
2.1.7.1. Özel vergi rejimine tabi olmayan yatırım ortaklıkları.....	39
2.1.7.2. Özel vergi rejimine tabi yatırım ortaklıkları.....	39

2.2. Yatırım Ortaklıklarının Benzer Kuruluşlardan Farklılıkları.....	40
2.2.1. Yatırım Ortaklıkları ve Holdingler.....	40
2.2.2. Yatırım Ortaklıkları ve Mevduat-Yatırım Bankaları.....	41
2.2.3. Yatırım Ortaklıkları ve Finansman ve Spekülasyon Kuruluşları.....	41
2.3. Yatırım Ortaklıklarının Faaliyet İlkeleri.....	42
2.3.1. Riskin Dağıtılması İlkesi.....	42
2.3.2. Uzman Kadro İle Yönetim İlkesi.....	43
2.3.3. İşlem Maliyetlerinin Asgariye İndirilmesi İlkesi.....	44
2.3.4. Kamuyu Aydınlatma İlkesi.....	44
3. TÜRK HUKUK SİSTEMİNDE YATIRIM ORTAKLIKLARI.....	46
3.1. Sermaye Piyasası Kanunu'nun Kabulünden Önceki Düzenlemeler.....	46
3.1.1. Yatırımlar (Holding) Anonim Ortaklığı Kanunu.....	46
3.1.2. Yatırım Ortaklıklarını Düzenleyen Çalışmalar ve Yasa Tasarıları.....	47
3.1.2.1. Sermaye piyasası etüdü.....	47
3.1.2.2. Sermaye piyasası kanunu tasarıları.....	48
3.1.2.3. Türk Ticaret Kanunu sistemi içinde düzenleme durumu...50	
3.2. Sermaye Piyasası Kanunu ve Yatırım Ortaklıkları.....	52
3.2.1. Tanım.....	52
3.2.2. Kuruluş ve Faaliyet Şartları.....	53
3.2.2.1. Anonim ortaklık şeklinde kurulmak.....	53
3.2.2.2. Kayıtlı sermaye sistemi.....	55
3.2.2.3. Başlangıç sermayesi.....	56
3.2.2.4. Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması.....	57
3.2.2.5. Unvan.....	57
3.2.2.6. Diğer şartlar.....	57
3.2.3. Faaliyet İlkeleri.....	58
3.2.3.1. Tebliğde belirtilenler dışında imtiyaz veren hisse senedi ve 360 gün ve daha uzun vadeli borçlanma senedi ihraç edemezler.....	58
3.2.3.2. Yatırım sınırlaması.....	60
3.2.3.3. Yönetim sınırlaması.....	62
3.2.3.4. Rayiç bedel ile işlem yapma.....	62
3.2.3.5. Taşınır ve taşınmaz mal edinmede sınır.....	62
3.2.3.6. Portföy varlıkları üzerinde mülkiyete ilişkin sınırlama.....	62
3.2.4. Yatırım Ortaklıklarının Yapamayacakları İşlemler.....	62
3.2.4.1. Ödünç para verme işleri.....	62
3.2.4.2. Mevduat toplama.....	63
3.2.4.3. Ticari, sınai ve zirai faaliyetler.....	63
3.2.4.4. Aracılık faaliyetinde bulunma.....	63
3.2.5. Kamuyu Aydınlatma.....	64
3.2.5.1. Portföyün oluşturulmasına ilişkin açıklama zorunluluğu...64	
3.2.5.2. Portföyün değerlendirilmesi.....	64

3.2.5.3. Mali tablo ve raporların açıklanması.....	64
3.2.5.4. Kurulun bilgi isteme yetkisi.....	65
3.2.6. Yatırım Ortaklıklarının Kar Dağıtımı ve Hisse Senetlerinin Şekli..	65
3.2.6.1. Kar dağıtımı.....	65
3.2.6.2. Hisse senetlerinin şekli.....	66
3.2.7. Portföydeki Değerlerin Korunması ve Yönetimi Konularında Yapılan Sözleşmeler.....	66
3.2.7.1. Saklama sözleşmesi.....	66
3.2.7.2. Danışmanlık sözleşmesi.....	67
3.2.8. Yatırım Ortaklıkları İle Diğer Sermaye Piyasası Kurumlarının Karşılaştırılması.....	67
3.2.8.1. Yatırım ortaklıkları ile aracı kurumların karşılaştırılması...67	
3.2.8.2. Yatırım ortaklıkları ile yatırım fonlarının karşılaştırılması..69	
4. YATIRIM ORTAKLIKLARININ VERGİLENDİRİLMESİ.....	71
4.1. Yatırım Ortaklıklarının Vergilendirilmesini Düzenleyen Veya Etkileyen Kanuni Düzenlemeler.....	72
4.1.1. 2573 Sayılı Kanun.....	72
4.1.2. 2574 Sayılı Kanun.....	73
4.1.3. 3239 Sayılı Kanun.....	74
4.1.4. 3380 Sayılı Kanun.....	75
4.1.5. 3393 Sayılı Kanun.....	75
4.1.6. 3571 Sayılı Kanun.....	76
4.1.7. 32 Sayılı Karar.....	77
4.2. 3824 ve 3946 Sayılı Kanunlarla Getirilen Düzenlemeler Karşısında Yatırım Ortaklıklarının Portföy Kazançları İle Bu Ortaklıklardan Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi.....	78
4.2.1. 3824 Sayılı Kanun İle Getirilen Düzenleme.....	78
4.2.2. 3946 Sayılı Kanun İle Getirilen düzenleme.....	80
4.2.3. Yatırım Ortaklıklarının Portföy İşletmeciliği Kazançlarının Vergilendirilmesi.....	82
4.2.3.1. Tam Mükellefiyete Tabi Yatırım Ortaklıklarının Portföy İşletmeciliği Kazançlarının Vergilendirilmesi.....	82
4.2.3.1.1. Kurumlar Vergisinden İstisna Edilen Kazancın GVK.m.94/6-a Karşısındaki Durumu.....	87
4.2.3.1.2. Portföy İşletmeciliğinden Doğan Kazançların GVK.m.94/6-b Karşısındaki Durumu.....	87
4.2.3.1.3. Portföy işletmeciliğinden Doğan Kazançların KVK.m.25 Karşısındaki Durumu.....	87
4.2.3.2. Dar Mükellefiyete Tabi Yatırım Ortaklıklarının Portföy İşletmeciliğinden Doğan Kazançlarının Vergilendirilmesi..	89
4.2.4. Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinden Sağlanan Kar Paylarının Vergilendirilmesi.....	91
4.2.4.1. Gerçek Kişilerde Vergilendirme.....	91
4.2.4.1.1. Tam Veya Dar Mükellef Gerçek Kişilerce Elde Edilen Kar Payının Vergilendirilmesi.....	91

4.2.4.1.2. Tam ve Dar Mükellefiyete Tabi Gerçek Kişilerin Ticari İşletmelerine Dahil Hisse Senetleri Gelirlerinin Vergilendirilmesi.....	92
4.2.4.2. Kurumlarda Vergileme.....	93
4.2.4.2.1. Tam Mükellefiyete Tabi Kurumlarda Vergileme.....	93
4.2.4.2.2. Dar Mükellefiyete Tabi Kurumlarda Vergileme.....	95
4.2.4.2.2.1. Dar mükellef yatırım ortaklıklarının daimi temsilci atamaları ve defter tutmaları.....	96
4.2.5. Döviz Yatırım Ortaklıkları ve Fonları.....	97
4.2.6. Yatırım Ortaklıklarının KDV Karşısındaki Durumu.....	99
4.3. 4369 Sayılı Kanun İle Getirilen ve Yatırım Ortaklıklarını İlgilendiren Düzenlemeler.....	100
SONUÇ	103
KAYNAKÇA	105

KISALTMALAR

a.g.e.	: Adı geçen eser
a.g.et.	: Adı geçen etüd
a.g.m.	: Adı geçen makale
a.g.t.	: Adı geçen tebliğ
A.İ.T.İ.A.	: Ankara İktisadi Ticari İlimler Akademisi
AO	: Anonim Ortaklık
Bank.Tic.Huk.Arş.Enst.	: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü
Batider	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
B.İ.T.İ.A.	: Bursa İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi
Bkz.	: Bakınız
D.E.Ü.İ.İ.B.F.D.	: Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi
Dpn.	: Dipnot
DPT	: Devlet Planlama teşkilatı
E.A.Ü.İ.İ.B.F.	: Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
E.İ.T.İ.A.D	: Eskişehir İktisadi Ticari İlimler Akademisi Dergisi
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
HaAO	: Halka Açık Anonim Ortaklık
İAV	: İktisadi Araştırmalar Vakfı
İkt.Mal.	: İktisat ve Maliye Dergisi
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İ.Ü.	: İstanbul Üniversitesi
İ.Ü.İ.F.	: İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi
İ.Ü.H.F.M.	: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası
KHK	: Kanun Hükmünde Karamame

K.Ü.I.I.B.F.	: Karadeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
MKYF	: Menkul Kıymetler Yatırım Fonları
MKYO	: Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları
RG	: Resmi Gazete
S.	: Sayı
s.	: Sayfa
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
SerPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
SPDK	: Sermaye Piyasası Denetim Kurulu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu

GİRİŞ

1. Tezin Amacı ve Kapsamı

Türk sermaye piyasası düzenlemesinde bir sermaye piyasası kurumu olarak karşımıza çıkan yatırım ortaklıklarının incelendiği çalışmamızda, bu ortaklıkların ülkemizdeki yasal düzenlemesi ve vergilendirilmesi anlatılarak, vergi kanunlarında yapılan düzenlemeler ile bu ortaklıklar lehine getirilen istisna ve muafiyetlere değinilmiştir. sermaye piyasası ve vergi hukukuna ilişkin mevzuat çok kapsamlı ve değişken olduğu için, kanunlarda ve tebliğlerdeki değişiklikler değerlendirilerek doktrindeki görüşlere yer vermeye çalışılmıştır.

Günümüzde gelişmiş veya gelişmekte olan bütün kapitalist ekonomilerde bir sermaye piyasası vardır. Geniş anlamı ile sermaye piyasası, "tasarrufların yatırımlara yöneltilme faaliyetleri ile bu faaliyetleri yürüten kurumları içeren piyasa"¹ şeklinde tanımlanabilir. Karmaşık bir yapıya sahip olan sermaye piyasasında, tasarruflarını menkul değerlere yatırmak ve semerelerinden istifade etmek isteyen küçük tasarruf sahiplerinden bu piyasanın kurallarını bilmeleri, ortaklıkları ve sektörleri tanımaları, mevzuat değişikliklerini takip ederek doğru karar vermeleri beklenemez². Uzmanlık isteyen bu hususların güçlüğü, aracı yatırım kuruluşlarının doğmasına yol açmıştır. Tasarruf sahiplerinin kendisine yatırdığı parayı riskin dağıtılması ve kar elde etme ilkesine göre menkul değerlere yatıran ve bunların sahip olduğu uzman kadro

¹ Erol Tümer, "Sermaye Piyasası ve İşletmeler Arasındaki İlişkiler", **Türkiye'de Sermaye Piyasasının Sorunları Semineri**, Ankara: ODTÜ Yayını, 2. Baskı, 1979, s.2.

² Ünal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul: Es Yayınları, 1982, s.78.

ile yönetilmesini sağlayan aracı finansal kuruluşlara yatırım ortaklığı adı verilmektedir³.

Geleneksel finansman kurumları olan bankacılık sisteminin yanında yeni finansman kurumu olarak ortaya çıkan⁴ yatırım ortaklıkları; küçük tasarrufların, fon ihtiyacı içindeki ekonomik birimlerin kullanabilecekleri şekilde büyük tutarlar halinde birleştirilmesini ve finansal araçlar kanalıyla ekonomik yatırımlar arasında daha etkin bir şekilde dağıtılmasını sağladıkları gibi, uzun vadeli kaynakları sayesinde fon talep eden şirketlerin uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılayarak piyasalardaki dalgalanmaları yumuşatabilmektedirler⁵.

Türk sermaye piyasası, yatırım ortaklıklarını 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu⁶ ile tanımıştır. Kanun yatırım ortaklıklarını, "sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklar" şeklinde tanımlamıştır (SerPK. m. 35, f. 1). Şu halde, yatırım ortaklıklarının en belirgin özelliği portföy işletmek şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Sermaye piyasasının karmaşık yapısı içinde, küçük tasarruf sahiplerine danışma hizmeti sunarak onları aydınlatan yatırım ortaklıkları, sahip oldukları büyük portföyleri uzmanlık bilgisi ile işleterek riski dağıtırlar⁷. Kanun gerekçesinde de ifadesini bulan riskin dağıtılması ilkesi⁸,

³ Bülent Atuk, "Sermaye Piyasası ve Yatırım Ortaklıkları", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi** (Eylül 1973), C.10, S.9, s.41.

⁴ O. Selim Kocahanoğlu, "Sermaye Piyasasında Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi** (Mayıs 1982), C.19, S.5, s.49.

⁵ Targan Ünal, **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar**, İstanbul: İMKB Yayını, 1995, s.47.

⁶ R.G. T.30.7.1981, S.17416.

⁷ Hamdi Yasaman, "Sermaye Piyasasının Hukuki Yönü", **K.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**, 1984, C.1, S.1, s.210.

⁸ "Tasarruf sahipleri doğrudan doğruya ihraç eden şirketlerden veya bu ihraçlara aracılık eden aracı kurum ve bankalardan veya acentalar aracılığı ile menkul kıymet borsalarından menkul kıymet satın almak suretiyle tasarruflarını değerlendirebilirler. Ancak menkul kıymetlere yatırım yapmak bilgi ve ihtisas gerektirir. Ayrıca münferit portföyler küçük portföyler olduklarından riskli portföylerdir. Bu risk ana para bakımından sözkonusu olabileceği gibi portföy randımanı bakımından da sözkonusu olabilir. Bu nedenle gelişmiş batı ekonomileri sermaye piyasalarında tasarruf sahiplerine müteahhas bir yatırım politikasından istifade ve yatırım rizikosunu hafifletme bakımından imkanlar tanıyan sermaye piyasası kurumları ortaya çıkmıştır...Tasarruf sahipleri, yatırım ortaklıklarının hisse senetlerini satın almakla çok geniş bir portföye sahip olur ve büyük adetler kanununun verdiği imkanlarla rizikodan korunur". Gerekçede ayrıca, yatırım ortaklıklarının tasarruf sahiplerinin menkul kıymetlere yatırım

yatırım ortaklığının portföyünü oluştururken yatırımlarını sadece bir işletmeye ya da konuya değil, değişik işletmelere, alanlara, menkul kıymetlere yöneltmesidir.

Gerek küçük ve orta tasarruf sahiplerine sağladıkları geniş ve çeşitli imkanlar, gerekse ülkelerin mali ve iktisadi hayatlarında tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde oynadıkları önemli rol, yatırım ortaklıklarını ideal bir yatırım mekanizması haline getirmiştir⁹. Sanayileşmenin ülkemiz için ne kadar önem arz ettiği göz önüne alınırsa, yatırım ortaklıklarının kurulup gelişmesi için gerekli mali ve iktisadi tedbirlerinde önemi o derece ön plana çıkmaktadır. Mali tedbirlerin başında vergi teşvikleri gelmektedir.

SerPK 1982 yılında yürürlüğe girmesine rağmen ilk yatırım ortaklığı¹⁰ 1991 yılı Mayıs ayında kurulmuştur. Yasal düzenleme ile uygulama arasında on yıllık bir gecikme olmuştur¹¹. Bir zamanlar, ülkemizde neden yatırım ortaklıkları kurulamamaktadır? sorusu sorulurken, sırasıyla; 1992 ve 1993 yıllarında birer yatırım ortaklığı faaliyete geçmiş, son yıllarda sayılarında hızlı bir artış yaşanmıştır. Yatırım ortaklıkları, yüksek kar ve temettü oranlarıyla yatırımcıların ilgisini çekmeye başlamışlardır. Halen ülkemizde 17 adet yatırım ortaklığı mevcuttur¹². Finansal kurumların gelişiminin sermaye piyasalarına derinlik kazandırmada önemli aşamalardan biri olduğu düşüncesinden¹³ hareketle, ülkemizde borsanın etkinliğinin sağlanması için vergi kanunlarına istisna ve muafiyetlerin konulması yoluna gidilerek yatırım ortaklıkları için gerekli ortamın sağlanması hedeflenmiştir. Tezimizde yatırım ortaklıklarının dünyadaki ve

yapmasına yardımcı olan kuruluşlar olduğuna da değinilmektedir. Bkz., **Sermaye Piyasası Mevzuatı**, Ankara: SPK Yayını, 1995, 1. Bölüm, s.80.

⁹ Raif Olgun, "Investment Trust'ler", **III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası** (13-18 Mayıs 1963), Ankara: Bank.Tic.Huk.Arş.Enst. Yayını, 1964, s.419.

¹⁰ "Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi".

¹¹ Selahattin Tuncer, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları İle Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının Mahiyeti", **Vergi Dünyası** (Haziran 1992), S.130, s.5.

¹² Alternatif Yatırım Ortaklığı A.Ş., Ata Yatırım Ortaklığı A.Ş., Atlantis Yatırım Ortaklığı A.Ş., Atlas Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş., Avrasya Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş., Bumerang Yatırım Ortaklığı A.Ş., Demir Yatırım Ortaklığı A.Ş., Evren Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş., Finans Yatırım Ortaklığı A.Ş., Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş., Global Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş., İş Yatırım Ortaklığı A.Ş., Mustafa Yılmaz Yatırım Ortaklığı A.Ş., Taç Yatırım Ortaklığı A.Ş., Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş., Varlık Yatırım Ortaklığı A.Ş., Yapı Kredi Yatırım Ortaklığı A.Ş., **İMKB, Haftalık Bülten** (Eylül 1998), Yıl: 13, No: 35, s.57.

¹³ Ünal, a.g.e., s.47.

Türkiye'deki gelişimleri ele alınarak, ülkemizdeki yasal düzenlemesi ayrıntılı olarak anlatılmaya çalışılmıştır.

Yatırım ortaklıklarının vergilendirilmesi konusu bir çok ülkede olduğu gibi Türkiye'de de özel bir düzenlemeye tabi tutulmuştur. Bu düzenlemeler, tasarruf sahiplerini tasarruflarını değerlendirmede yatırım ortaklıklarını seçmeye yönlendirici niteliktedir. Yatırım ortaklıkları ile ilgili vergi tedbirleri genelde iki grupta toplanmaktadır¹⁴.

1. Vergi mükerrerliğinin (çifte vergileme) önlenmesine yönelik tedbirler.
2. Yatırım ortaklıklarını teşvik etmek maksadıyla alınan tedbirler.

Birinci husus ile ilgili olarak batı ülkelerinde bu amaçla vergi kanunlarında gerekli değişiklikler yapılarak yeni vergi rejimleri getirilmiştir. Teşvik tedbirleri ile ilgili olarak, portföy işletmeciliğinden sağlanan kazançların vergilendirilmemesi, bu ortaklıklardan gelir elde eden kişi ve kuruluşların vergilendirilmesinde çeşitli indirim ve istisnalara yer verilmesi hususları önem arz etmektedir.

2. Tezin Yöntemi ve Planı

Dört bölümden oluşan tezimizin ilk bölümünde yatırım ortaklığı kavramının ne ifade ettiği, kuruluşunda hangi hukuki modellerden yararlandığı ele alınmaktadır. Ortaklığa dayalı modelde yatırım ortaklığının bir tüzel kişiliği bulunduğu (genellikle anonim ortaklık tipinde) ve anonim ortaklığa ait ilke ve kurallara tabi olduğu, tek farkın işletme mevzuunda ortaya çıktığı anlatılmıştır. Güvenilir kişi eliyle yönetim modelinde ise, bir tüzel kişilik olmadığı, fonun tasarruf sahipleri hesabına güvenilir kişiler tarafından inançlı mülkiyet esaslarına göre yönetildiği, fonun bir tüzel kişilik tarafından yönetilmesi halinde ise fonun ortaklık malvarlığından ayrı özel bir malvarlığı teşkil ettiği anlatılmıştır. Son olarak, tarihi gelişimleri ele alınarak başlıca; İngiltere, Amerika, Fransa ve Almanya'daki düzenlemelere ve bu ülkelerdeki vergilendirilmelerine kısaca değinilmiştir.

¹⁴ İbrahim Öngüt, "Yatırım Şirketleri ve Yatırım Fonları", *İkt.Mal.* (Mayıs 1967), C.XIV, S.2, s.64.

İkinci bölüm, yatırım ortaklıklarının çeşitli kriterlere göre sınıflandırılmalarına ayrılmış olup, vergilendirme kriterine göre sınıflandırmaya da yer verilmiştir. Ayrıca bu bölümde yatırım ortaklıklarının benzer kuruluşlardan farklılıkları ve faaliyet ilkeleri anlatılmaktadır.

Üçüncü bölümde, yatırım ortaklıklarının Türk Hukuk Sistemi içindeki düzenlenişi Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği göz önünde tutularak ayrıntılı şekilde anlatılmıştır. Burada yatırım ortaklıklarının ülkemizdeki gelişiminden de bahsedilerek; bu konudaki özel bir kanundan ve SerPK'nun hazırlık aşamaları ve tasarılarındaki konumuna değinilerek, Türk Ticaret Kanunu ve SerPK ilişkisine de yer verilmiştir.

Dördüncü bölüm tamamen yatırım ortaklıklarının vergilendirilmesine ayrılmış olup, bu ortaklıkların portföy işletmeciliğinden doğan kazançları ile bunlardan elde edilen gelirlerin en son vergi düzenlemeleri dikkate alınarak vergilendirilmesi konusu anlatılmıştır. Tezin hazırlanması sırasında kanunlaşma sürecine başlayan ve kamuoyunda Vergi Reformu olarak adlandırılan yeni Vergi Kanunu Tasarısı 22.07.1998 tarihinde TBMM'nce kabul edilerek, 29.07.1998 tarihli Resmi Gazete'de 4369 sayılı Kanun olarak yayınlanmış bulunmaktadır¹⁵. Bu Kanun ile Kurumlar Vergisi Kanunu'nda yer alan yatırım fonlarının katılma belgeleri ve yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden elde edilen kar payları istisnası kaldırılmış, kurum kazançlarının vergilendirilmesi ile ilgili değişiklikler getirilmiştir. Yeni vergi kanunu hükümlerinin büyük bir bölümü 01.01.1999 tarihi ve sonraki dönemler itibariyle yürürlüğe girmektedir. 1998 yılında elde edilen bu kazançlar için istisna ve asgari kurumlar vergisi uygulaması devam edeceğinden bu bölümde yatırım ortaklıklarının vergilendirilmesi yürürlükteki mevcut hükümlere göre anlatılmış ancak 4369 sayılı Kanun ile getirilen değişikliklerde incelenmiştir. Bu ortaklıkların vergi kanunlarındaki düzenlenişi de kronolojik olarak yer almaktadır. Ayrıca konunun açıklığa kavuşturulmasında Maliye Bakanlığı Tebliğlerinden yararlanılarak konuyla ilgili örneklere yer vermeye çalışılmıştır.

¹⁵

R.G. T.29.07.1998, S.23417.

BİRİNCİ BÖLÜM

YATIRIM ORTAKLIĞI KAVRAMI VE TANIMI, KURULUŞ MODELLERİ VE GELİŞİMİ

1.1. Yatırım Ortaklığı Kavramı ve Tanımı

1.1.1. Yatırım Ortaklığı Kavramı

19. yüzyılın ilk yarısında ilk kez Kara Avrupa'sında görülmekle birlikte en fazla İngiltere'de gelişme gösteren ve Birinci Dünya Savaşından sonra Amerika'da yayılmaya başlayan yatırım ortaklıkları, bir Anglo-Sakson buluşu olup, bu ülkelerde güçlü bir sermaye piyasasının oluşumunda büyük rol oynamışlardır¹. Yatırım ortaklığı kavramına karşılık gelmek üzere çeşitli ülkelerin hukuk sistemlerinde ifade edilen terimlere bakacak olursak; İngiliz hukukunda "Investment Trust", Amerikan hukukunda "Investment Company", Fransız hukukunda "Société d'Investissement", Alman hukukunda "Kapitalanlagegesellschaft" terimlerinin kullanıldığını görmekteyiz². Yatırım ortaklığı kavramı, uluslararası alanda genellikle "Investment Trust" olarak tanındığından Amerikan hukukunda "Investment Trust" ve "Investment Company" deyimleri birlikte kullanılmaktadır³. Bununla beraber ikinci deyim birincisine tercih edilmektedir. Çünkü "company" terimi bir üst kavram olarak,

¹ İbrahim Öngüt, "Yatırım Şirketleri ve Yatırım Fonları", *İkt.Mal.* (Mayıs 1967), C.XIV, S.2, s.61; Cumhuriyet Fermanı, "Investment Trust", *II. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, II. Kısım, Investment Trust* (18 Mayıs 1961), Ankara: Bank.Tic.Huk.Arş.Enst. Yayını, 1963, s.15; İbrahim Toptepe, "Menkul kıymetler Yatırım Ortaklıkları", *Maliye Dergisi* (Eylül-Ekim 1982), S.59, s.23.

² Ayşe Nur Berzek, "Yatırım Ortaklıkları", *Vergi Sorunları* (Mayıs 1995), S.59, s.7; Hamdi Yasaman, "Fransız Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları", *İkt.Mal.* (Temmuz 1973), C.XX, S.4, s.148.

³ Peter S. Rose and Donald R. Fraser, *Financial Institutions*, 3rd ed., Illinois: Homewood, 1988, s.635.

tüzel kişiliği haiz “corporation” ları kapsadığı gibi, tüzel kişiliği bulunmayan “trust”, “partnership” vs. gibi kurumları da kapsamaktadır⁴.

Investment trust’ın sözlük manasını, *investment* ve *trust* kelimelerinden hareketle saptamak mümkündür. Investment kelimesinin Türkçe’deki karşılığı “yatırım”dır. Yatırım kavramı, belirli bir dönemde ülkedeki mevcut üretim araçları toplamına ya da mevcut sermaye stokuna yapılan ilaveler anlamına geldiği gibi, işletmecilikte ve günlük konuşma dilinde, eldeki parasal fonların taşınır ve taşınmaz gelir getiren varlıklara dönüştürülmesi ve bu değerlerin belirli bir süre elde tutulması anlamında kullanılır. Bu anlamda plasman manasında da kullanılmaktadır⁵. Trust kelimesi ise; güven, itimat, emniyet, güvenilir şahıs veya şey anlamında kullanılmaktadır⁶.

Trust kurumu, İngiliz yazılı hukuku ve İngiliz örf ve adet hukukunun işlediği bir konudur. Trust’ler ilk başlarda aynı haklar ve miras hakları ile ilgili olarak meydana çıkmış, giderek iş hukuku alanına da geçmişlerdir. Kıta Avrupa’sı hukukunda yaygın bir yeri olmayan trust, Türk hukuk sisteminde, vakıftan vesayeti infaz organına, hayır cemiyetinden bir yed-i emine ya da büyük mali müesseselere kadar çok çeşitli hüviyetlere girebilmekte ve çok çeşitli görevler yüklenebilmektedir. Genel bir ifade ile, “trust” un Medeni Kanun’daki “vakıf” kurumuna benzediği söylenebilir. Gerçekten “trust” te de, vakıfta olduğu gibi üçlü bir ilişki vardır. Trust’u yapan (vakıf kurucusu), trust’u yöneten “trustee” (vakıf idare makamı) ve trust’ten faydalananlar. Trust tabiri çok geniş manada ve çok geniş sahalarda kullanılan bir tabir olmasına karşılık, burada ele alınan iktisadi gayeli, yatırım için kurulmuş olan bir trust çeşididir. Yoksa buradaki trust, iktisadi anlamda rekabeti önlemek ve fiyatları kontrol altında bulundurmak

⁴ Güven Vural, **Yatırım Ortaklıkları**, Ankara: A.İ.T.İ.A. Yayını, 1978, s.19.

⁵ Halil Seyidoğlu, **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Ankara: Güzem Yayınları, 1992; Ömer Demir ve Mustafa Acar, **Sosyal Bilimler Sözlüğü**, İstanbul: Ağaç Yayıncılık, 1992.

⁶ Ender Gürol ve Ali Kılıçoğlu, **İngilizce-Türkçe Çağdaş İş Dünyası Sözlüğü**, İstanbul: Cem Yayınevi, 1994.

maksadıyla çeşitli şirketlerin anlaşmalarını yahut hukuki yapı olarak itimada dayalı inançlı muameleleri ifade etmemektedir⁷.

Yatırım ortaklıkları, tabii buldukları hukuki rejim ve işleyişleri bakımından farklı şekiller almakla beraber, temel fonksiyonları yatırım yapmak isteyen özellikle küçük ve orta tasarruf sahiplerinin tasarruflarını riskin dağıtılması ve kar elde etme ilkesine göre genel olarak menkul değerlere yatıran ve bunların iyi yönetilmesini sağlayarak ortaklarına menfaat sağlayan mali kurumlardır⁸.

1.1.2. Yatırım Ortaklığının Tanımı

Gerek doktrinde gerekse çeşitli hukuk düzenlerinde yatırım ortaklığı kavramı üzerine değişik tanımlar yapılmıştır. Bunlardaki ortak özellik kolektif bir yatırım olgusunun var oluşudur. Bunun manası çok sayıda kapital sahibinin bir araya gelerek yatırımda bulunmasıdır⁹.

Tasarruf sahipleri, genellikle, bu tasarruflarını sermaye piyasasında finansal varlıklara yatırma becerisi, bilgisi ve deneyimine sahip değillerdir. Çünkü, sermaye piyasalarının bir özelliği, bu piyasanın mekanizmasının kolay bir şekilde herkes tarafından anlaşılır olmamasıdır. Ayrıca, küçük tasarruf sahiplerinin tasarruflarının hacmi, çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmaya yetecek büyüklükte olamamaktadır. Küçük portföyler hem güçsüzdürler hem de riski yeterince dağıtmadıklarından tehlikelere açıktırlar. Bütün bu nedenler kolektif yatırım kurumlarının oluşmasına neden olmuştur. Böylelikle, bireysel olarak sermaye pazarına fon sunma yerine, bireye, tasarruflarını bilinçli

⁷ Trust'un benzeri diğer kurumlardan farkı için bkz. : Tuğrul Ansay, "Amerikan Hukukunda Investment Trust", **II. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, II. Kısım, Investment Trust** (18 Mayıs 1961), Ankara: Bank.Tic.Huk.Arş.Enst. Yayını, 1963, s.313.

⁸ Raif Olgun, "Investment Trust'ler", **III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası** (13-18 Mayıs 1963), Ankara: Bank.Tic.Huk.Arş.Enst. Yayını, 1964, s.393.

⁹ Murat Uğur Aksoy, "Yatırım Ortaklıklarının Temel Kavramları Üzerine", **İkt.Mal.** (Şubat 1974), C.XX, S.11, s.413.

kullanma ve yatırım çeşitlendirilmesi yolu ile riski dağıtma imkanları sağlanmıştır¹⁰.

Yatırım ortaklıkları, tasarruf sahiplerinin veya yatırımcıların birikimlerini en iyi şekilde değerlendirebilmelerini sağlayabilmek amacıyla, gerekli uzman kadrosuna ve teşkilatına sahip kollektif yatırım kuruluşlarıdır. Yatırım ortaklıklarına ilişkin klasik bir tanım bir hukuki trust olarak 1868 yılında İngiltere’de kurulan daha sonra anonim ortaklık şekline dönüştürülen ilk yatırım ortaklığı olan “Foreign and Colonial Trust” ın kuruluş belgesinde görülmektedir. Burada “yatırım ortaklığının hedefi, sermaye yatırımını farklı paylara dağıtması ile rizikonun azaltılması sonucu küçük tasarruf sahiplerine de büyük sermayedarların sahip oldukları yararları sağlamaktır” şeklinde tarif edilmiştir¹¹.

Yatırım ortaklıkları küçük yatırımcıların tek başlarına yapamayacakları geniş bir portföy çeşitlendirmesi sağlayarak rizikoyu en aza indirirler ve klasik tabirle bütün yumurtaları aynı sepete koymamış olurlar¹². Böylece bir kısım yatırımlarda zarar olsa bile diğerlerinden elde edilen kar sayesinde bir denge kurulmuş olur¹³. Yoksa, karın azami buna karşılık riskin asgari olması arzu edilen bir husus olmasına rağmen kar ve risk ters orantılı değil aksine doğru orantılıdır. Esas olan azami karla asgari risk arasında optimal bir denge kurmaktır ki bu amaç yatırım ortaklıklarında gerçekleştirilmektedir¹⁴.

Yatırım ortaklıklarının faaliyetlerini teşkil eden portföyleri menkul kıymetlerden ibaret olabileceği gibi, gayrimenkul kıymetler de olabilir. Bu faaliyetler yatırım ortaklıklarını düzenleyen mevzuata göre belirlenir. Fransa’da yatırım ortaklığının yegane faaliyeti menkul kıymet portföyü işletmek iken, Almanya’da Alman Yatırım Ortaklıkları Yasasına göre üst hakkı gibi haklar da

¹⁰ Cevat Sarıkamış, **Sermaye Pazarları**, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 1995, s.103; Ünal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul: Es Yayınları, 1982, s.78.

¹¹ Aksoy, “Yatırım Ortaklıklarının Temel Kavramları Üzerine”, s.413.

¹² Semih Büker, “Yatırım Şirketleri”, **E.İ.T.İ.A.D.** (Haziran 1974), C.X, S.2, s.52; Feridun Ergin, **Kredi sistemi**, İstanbul: İ.Ü.İ.F. Yayını, 1980, s.58.

¹³ Gordon J. Alexander and William F. Sharpe, **Fundamentals of Investments**, New Jersey: Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1989, s.521.

¹⁴ Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, İstanbul: İrfan Yayıncılık ve Ticaret, 1994, s.132.

portföy içinde mevcut olabilmektedir¹⁵. Türkiye’de ise, aşağıda değinileceği üzere, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3794 sayılı Kanun ile değişik 35. maddesine göre, yatırım ortaklıkları yerli ve yabancı sermaye piyasası araçları ile altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan portföy işletebilmektedir. Ortaklık portföyleri, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve Sermaye Piyasası Kurulu Seri: VI, No: 4 Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (R.G.T.31.7.1992,S.21301) ile belirlenen sınırlar saklı kalmak kaydıyla, yukarıda sayılan araçlardan her biri esas alınarak oluşturulabileceği gibi karma da olabilecektir.

1.2. Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Modelleri

Yatırım ortaklıklarının kuruluşlarının hukuki düzenleniş şekli bakımından iki temel model ortaya çıkmıştır. Bunlar, ortaklığa dayalı model ve güvenilir kişi eliyle yönetim veya sözleşmeye dayalı modeldir. Bunun yanında “müşterek mülkiyete dayalı yönetim” modeli de bir üçüncü model olarak ileri sürülmüştür¹⁶. Ancak burada ortaklığın fonu yönetimi, yatırımcıların ortaklığa birlikte vermiş oldukları yetkiye dayanarak gerçekleşecek ve bu yetki ortaklık ile fon üzerinde müşterek malik olan yatırımcılar arasındaki sözleşmeye göre belirlenecek olduğundan, bu modelin bağımsız bir model olarak değil, güvenilir kişi eliyle yönetimde olduğu gibi sözleşme temeline dayalı bir model sayılması gerekmektedir.

1.2.1. Ortaklığa Dayalı Model

Bu modelde yatırım ortaklığının bir tüzel kişiliği bulunacağı için buna tüzel kişilik türü de denebilmektedir. Seçilecek tüzel kişilik (ortaklık) tipi kanunun öngördüğü bir veya birkaç ortaklık şeklinde olacaktır. Yani seçilebilecek tür *numerus clausus* (sınırlı sayıda) ilkesine göre belirlenir. Genel olarak bir çok ülkenin kanunu, yatırım ortaklığı için sadece anonim ortaklık tipini uygun

¹⁵ Yasaman, “Fransız Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları” (Temmuz 1973), s.148; Murat Uğur Aksoy, “Yatırım Ortaklıklarının Almanya’daki Gelişimi ve Kuruluşu”, *İkt.Mal.* (Mayıs 1974), C.XXI, S.2, s.69.

¹⁶ Haydar Kazgan ve Murat Uğur Aksoy, “Sermaye Piyasası ve Yatırım Ortaklıkları”, *İ.Ü.İ.F.M.* (Ekim 1970-Eylül 1971), C.30, S.1-4, s.340.

gördüklerinden ortaklığa dayalı model bu ortaklığın kurum, kural ve hükümlerine uyularak oluşturulan bir şekildir¹⁷. Örneğin Fransa'da, 2 Kasım 1945 Ordonansının 7. maddesine göre, yatırım ortaklıkları ancak anonim ortaklık şeklinde kurulabilirler. Ordonansın 6. Maddesinde: "yatırım ortaklıklarının tek iştiğal konusu menkul kıymetler portföyünün yönetimidir" denilmektedir. Limited ortaklık ile şahıs ortaklıkları menkul kıymet portföyü işleten yatırım ortaklıkları işletememektedirler. Ordonansın açıkça düzenlemediği konularda, yatırım ortaklıklarına 24 Temmuz 1970 tarihli Ortaklıklar Kanunu uygulanır¹⁸. Genellikle tercih edilen tip anonim ortaklık olmasına rağmen, bazı ülkelerde örneğin Almanya'da, 14 Ocak 1970 tarihli Alman Yatırım Ortaklıkları Kanunu (KAGG)¹⁹ in § 1/2 hükmü limited ortaklığa da izin vermektedir. Burada da bu iki tip kuruluş dışında başka bir tip oluşturulamaz. Örneğin bir Alman yatırım ortaklığı hiçbir zaman bir adi ortaklık veya kollektif ortaklık olarak işletilemeyecektir²⁰. Aşağıda değinileceği üzere, Türkiye'de yatırım ortaklıkları hukuki yapı olarak, ancak anonim ortaklık olarak ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulabilmektedir.

Anonim ortaklık şeklinde kurulan bir yatırım ortaklığı ile bildiğimiz anonim ortaklık arasında yapı bakımından hiç bir fark yoktur. Aralarındaki fark işletme konusundadır. Yatırım ortaklığı, menkul değerlerden meydana gelen bir portföy işletmeyi kendisine konu seçmiştir. Bunun dışındaki faaliyetler için kanunen izin verilmesi gerekir. Yukarıda belirttiğimiz gibi, Fransız yatırım ortaklıklarının tek işletme konusu menkul kıymetler portföyünün yönetimi idi. Alman Yatırım Ortaklıkları Kanunu ise, yatırım ortaklıklarının fon sermayesini yalnızca yasanın öngördüğü varlıklara yatırım yapmada kullanabileceğini ifade ederek bu varlıkların başında menkul değerleri saymıştır²¹.

Ortaklık malvarlığı ile menkul değerler portföyü aynıdır. Portföy bizzat malvarlığının kendisidir. Sadece küçük bir kısım işletme sermayesi için ayrılır.

¹⁷ Tekinalp, a.g.e., s.82.

¹⁸ Hamdi Yasaman, "Fransız Yatırım Ortaklıkları ve Fonları", *İkt.Mal.* (Ağustos 1973), C.XX, S.5, s.184.

¹⁹ Kanununun esas adı: "Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften" dir.

²⁰ Aksoy, "Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu", s.72.

²¹ Sarıkamış, a.g.e., s.119.

Fakat bu kısımda mamelek/portföy ayniyetini ortadan kaldıracak önemde değildir ya da hukuki bir önem taşımaz. Portföyün sahibi bizzat anonim ortaklık tüzel kişiliği olup, yatırım ortaklığı pay sahiplerinin portföy ile aralarında doğrudan doğruya bir sahiplik ilişkisi yoktur. Bu ilişki portföy ile anonim ortaklık tüzel kişiliği arasındadır. Ortaklığa dayalı modelde yatırım ortaklığının kazancını menkul değerler portföyünden elde ettiği gelirler oluşturur. Bu yolla elde edilen yıllık kar, anonim ortaklık ilkeleri doğrultusunda kar payı olarak pay sahiplerine dağıtılır²².

Ortaklığa dayalı modelde yatırım ortaklığı sermayenin yapısına göre, kapalı (close-end) ya da açık (open-end) ortaklık olarak kurulur. Aralarındaki fark sermayenin sabit veya değişir olmasından ileri gelmektedir. Kapalı yatırım ortaklıklarının (close-end investment companies) ana sözleşmelerinde gösterilen belirli bir sermayeleri vardır. Bu sermayenin değişmesi ana sözleşmenin değişmesini gerektirecek formalitelere bağlıdır. Kapalı yatırım ortaklıkları sabit sayıda hisse senedi çıkarırlar. Bu hisse senetlerinin fiyatı piyasadaki arz ve talebe göre belirlenir. Açık yatırım ortaklıkları ise değişir sermayeli ortaklıklardır. Devamlı hisse senedi çıkarabileceği gibi, çıkardığı hisse senetlerini de net aktif değerleri üzerinden satın alabilmektedir²³. Açık sermayeli ortaklıklar kayıtlı sermaye sistemine sahiptirlerdir ki azami bir sınır içinde esas sözleşme değişikliğine gitmeden sermaye artırımına gidebilirler. Kayıtlı sermayeli yatırım ortaklıkları Amerika Birleşik Devletlerinde gelişmiştir.

Kayıtlı sermaye sistemi Kara Avrupa'sına yabancı olduğu için, Almanya ilk zamanlarında ortaklığa dayalı modeli benimsemiş ve kapalı ortaklık türünü uygulamıştı. Zorluk, özellikle *vergi* alanında ortaya çıktı. Kar dağıtan ortaklık, karından kurumlar vergisi ödedikten sonra kar payı sahiplerine iletirken bu gelir üzerinden yeniden vergi ödediği takdirde *çifte vergileme* olmaktadır. Bu

²² Ünal Tekinalp, "Yatırım Ortaklıklarının Düzenlenmesinde Temel Alınabilecek İki Model ve Türk Sistemi", *İkt.Mal.* (Aralık 1970), C.XVII, S.9, s.389.

²³ Yatırım ortaklıklarının çeşitleri ve özellikleri konusunda bkz.: bölüm 2, kısım 1.

sakıncaları önlemek için Almanya güvenilir kişi eliyle yönetim modelini tercih etmiştir²⁴.

Riskin dağıtılması ilkesi ortaklığa dayalı modelde emredici bir hüküm olarak ortaya çıkar ve ortaklık malvarlığının sürekli aynı ortaklığın menkul değerlerine yatırılmasının önlenmesi ile gerçekleşir. Bunun için yatırım ortaklığının sermaye ve yedek akçeleri toplamının belirli bir yüzde ile ifade edilen bir kısmından fazlasının bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılamayacağı gibi hükümler öngörülür.

1.2.2. Güvenilir Kişi Eliyle Yönetim Modeli

Bu modelde tasarruf sahiplerinin katılmaları ile oluşan fonu yönetecek olan ortaklık ya da yöneticiler grubu kendisine verilen para veya diğer araçlarla menkul değerler alır ve bu yolla meydana gelen portföy veya portföyler, yatırımda bulunanlar (tasarruf sahipleri) hesabına güven ilkelerine uygun olarak yönetilir. Güvenilir kişi sayılan bu kişilerle, fona katılan tasarruf sahipleri arasındaki ilişkiler bir sözleşmeye dayanmaktadır.

Bu model Anglo-Sakson hukukundaki "trust" (emanet) kurumu esas alınarak oluşturulmuştur. Fonu işleten güvenilir kişi ile tasarruf sahipleri arasındaki ilişkileri belirleyen sözleşmeye (trust deed) üç taraf dahildir:

1.Fon idaresi: Bu, tasarruf sahipleri tarafından, yatırım yapmak ve idare etmek üzere kendisine para verilen bir kuruluştur. Bu bir finansman kuruluşu veya sigorta ortaklığı veya bu amaçla kurulmuş bir anonim ortaklık ya da limited ortaklık olabileceği gibi bir banka da olabilir. İsviçre'de ise, amacı sadece yatırım fonunun yönetilmesi olmak kaydıyla kooperatif de olabilir²⁵.

2. Mutemet veya yed-i emin (trustee): Fon idaresi tarafından fon için satın alınmış olan kıymetleri (para ve hisse senetlerini) muhafaza eden, fona katılma belgelerini halka satan yed-i emin. Trustee'ler görevlerine karşılık münasip bir

²⁴ Kazgan/Aksoy, a.g.m., s.341.

²⁵ Hamdi Yasaman, "İsviçre Yatırım Fonları", *İkt.Mal.* (Kasım 1973), C.XX, S.8, s.304.

ücret alırlar. Bu ücret trust sözleşmesinde gösterilebileceği gibi mahkemece de tayin edilebilir. Trustee'lerin görev ve yetkilerinin sözleşmede gösterilmiş olması gerekir. Trustee'lerin şahsi alacaklıları, alacaklarından dolayı trust'un malvarlığına başvuramazlar²⁶.

3. Tasarruf sahipleri (yatırım-katılma-belgesi olan kişiler): Bunlar küçük tasarruf sahipleri olup, fona ait değerlerin iktisadi sahipleri olan gerçek veya tüzel kişilerdir. Bu kişilerin fon ile ilişkisini sahibi buldukları katılma belgeleri tayin eder. Bu belgeler benzemelerine rağmen, bir anonim şirket hisse senedi niteliğinde değildir. Bu belgeler "kıymetli evrak" niteliğindedir²⁷.

Bazı durumlarda örneğin Hindistan'da devletin kurmuş olduğu yatırım fonunda, kurucu ve yed-i emin sıfatları aynı kurumda birleşmektedir²⁸.

Güvenilir kişi eliyle yönetim modelinde fon iki şekilde kurulabilir²⁹.

1. Güvenilir kişinin avansı ile: Buna *tahsis yöntemi* de denilmektedir. Bu sistemde güvenilir kişi (ortaklık ya da yöneticiler grubu) gerekli parayı avans olarak verir. Bununla bir portföy kurulduktan sonra, katılma belgeleri hazırlanarak tasarruf sahiplerine (yatırımcılara) satılır. Katılma belgelerinin hepsinin satılması sonunda işletici avansını geri alır. Katılma belgesi olan kişiler kollektif bir yatırım gerçekleştirmiş olurlar.

2. Fonun kurulmasından önce katılma belgelerinin satılması (*nakit yöntemi*) ile: Bu sistemde güvenilir kişi avans vermek yerine, daha fon teşekkül etmeden katılma belgelerini ihraç edip satar, bunların bedelleri ile fonu kurar. Fonun kurulmuş olması tasarruf sahipleri açısından daha güven verici olduğundan avans sistemi tercih edilmektedir³⁰. Buna karşılık tahsis

²⁶ Oğuz İmregün, **Amerikan Ortaklıklar Hukukunun Ana Hatları**, İstanbul: İ. Ü. Yayını, 1968, s.28.

²⁷ Kemal Tahir Gürsoy, **Mukayeseli Hukukda, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları**, Ankara: Bank.Tic.Huk.Arş.Enst. Yayını, 1977, s.30.

²⁸ Öngüt, a.g.m., s.58.

²⁹ Sarıkamış, a.g.e., s.112; Murat Uğur Aksoy, "Alman Yatırım Ortaklıklarında Yatırım Fonu", **İkt.Mal.** (Temmuz 1974), C.XXI, S.4, s.154.

³⁰ Tekinalp, a.g.e., s.83.

yönteminde, menkul değerler önceden satın alınıp daha sonra fona iştirak edenlere devredildiği ve aradaki zaman içinde menkul değerlerin fiyatlarının yükselmesinden fonun yöneticisi yararlanacağından bahisle spekülasyona açık olduğu ileri sürülmektedir³¹.

İngiliz ve Amerikan hukuklarında fonun yönetimi, tüzel kişiliği olmayan trust'lerce yapılmaktadır. Ancak bu, sistemin vazgeçilmez bir koşulu değildir. Fonun bir tüzel kişi örneğin anonim ortaklık veya limited ortaklık tarafından yönetilmesi durumunda iki ayrı malvarlığı ortaya çıkmaktadır. Fon, yönetici tüzel kişinin malvarlığından ayrı tutulur. Ortaklık pay sahiplerinin bu özel malvarlığı üzerinde hiçbir hakları bulunmamakta ve sahip oldukları ortaklık payları fona katılma sonucunu doğurmamaktadır. Alman Yatırım Ortaklıkları Yasası (KAAG)§ 6/1 hükmünün son cümlesi de "...özel malvarlığını yatırım ortaklığının kendi malvarlığından ayrı tutmak gerekir..." şeklindedir³². Bu özel malvarlığının katılma belgesi sahiplerinin mülkiyeti altında olduğu söylenebilir.

Yatırım fonları da kuruluş sermayelerinin sabit veya değişken olmasına göre açık (open-end) ya da (kapalı) olarak ikiye ayrılırlar.

Türk hukuk sisteminde yatırım fonlarının tüzel kişiliği yoktur. Ancak malvarlığı kurucunun malvarlığından ayrıdır. Türkiye'de de yatırım ortaklığı / yatırım fonu ayrımı yapılır. İngiltere'deki "unit trust", Amerika'daki "mutual fund", Fransız ve İsviçre hukuklarındaki "fond de placement", Alman hukukundaki "Anlagefonds" terimlerinin karşılığı olarak Türkiye'de "yatırım fonu" kullanılır.

Buraya kadar söylenenleri kısaca ifade edecek olursak; tasarruf sahiplerinin tasarruflarını (yatırımlarını) menkul değerlere yatırmak suretiyle, riskin dağıtılması ve uzman yönetim eliyle değerlendirilmesini sağlayan yatırım ortaklıkları, portföyü kendi adlarına işleten ve üyelerine kendi pay senetlerini satan ticaret ortaklığı (yatırım ortaklıkları, investment companies) şeklinde kurulabilecekleri gibi, oluşturdukları portföyü ortaklar adına bir tür güvenilir el

³¹ Hamdi Yasaman, **İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkanları**, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1980, s.31.

³² Aksoy, "Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu", s.71.

olarak işleten ve İngiliz hukukundaki “trust”lerden yararlanan “yatırım fonu” (mutual fund) olarak da ortaya çıkabilirler.

1.3. Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi, Çeşitli Ülkelerde Düzenlenmesi ve Vergilendirilmesi

Tasarruf sahiplerinin kendisine yatırdığı parayı çeşitli menkul kıymetlere yatırarak riski dağıtan ve güvenliği sağlayan, öte yandan uzman personeli ile portföy işleterek kazanç oluşturan yatırım kuruluşlarının, ticaret ortaklığı şeklinde kurulan türü olan yatırım ortaklıklarının dayandığı başlıca temellerden biri olan rizikoyu dağıtmak ve sınırlamak fikri yeni bir buluş değildir. Sermayenin plasmanından doğacak risklerin karşılanması, ortak menfaatin korunması ve doğacak zararın asgariye indirilmesi düşüncesi, ticaret tarihinin kaynağına kadar geriye gider. Eski Mısırlı ve Fenikeli tacirlerin yabancı seferlere çıkan ticaret ve gemi kervanlarındaki hisselerini muhtelif kimselere satmak suretiyle rizikoyu asgariye indirdikleri bilinmektedir³³.

Yatırım ortaklığı kurumunun kaynağının Avrupa olduğunda bütün yazarlar birleşmekle birlikte, ilk yatırım ortaklığının Avrupa'nın hangi bölgesinde kurulduğu hususu tartışmalıdır. Ancak, 1822 tarihinde Belçika'nın Brüksel şehrinde Hollanda Kralı I. William tarafından kurulan “Société Générale de Belgique” ilk yatırım ortaklığı olarak kabul edilmektedir³⁴. Diğer bir görüşe göre, yatırım ortaklığı ilk olarak 19. Yüzyıl başlarında İngiliz adalarında kurulmuş ve kısa zamanda bütün ülkeye yayılmıştır. Ancak, kuruluş ve faaliyetlerinin yeterli bir denetime tabi tutulmaması yüzünden geniş suiistimaller olmuş ve 1825 yılında yatırım ortaklığı kurumu büyük bir kriz geçirmiştir. Bugünkü anlamda yatırım ortaklığı ilk defa 1860 yılında İskoçya'da ortaya çıkmış ve takip eden yıllarda İngiltere'de büyük bir hızla artmışlardır. Ancak Avrupa'da iktisadi ve mali şartlar bu devirde yatırım ortaklıklarının gelişmesini fazla teşvik edecek derecede değildi. Bunda ülkenin mali yapısının özellikleri, halkın alışkanlıkları gibi faktörler rol oynamakla beraber Kara Avrupa'sı ülkelerinde vergi kanunları

³³ Olgun, a.g.t., s.395; Ferman, a.g.t., s.16.

³⁴ Rose/Fraser, a.g.e., s.635; Robert O. Edmister, **Financial Institutions, Markets and Management**, 2nd ed., Sigapore: McGraw-Hill Book Company, 1986, s.271.

ve hukuki engeller genellikle bu tip kurumların gelişmesini uzun süre geciktirmiştir³⁵. Avrupa'da kurulan ilk yatırım ortaklıkları tutucu yönetim ilkelerine dayalı idi. Hemen hepsi sabit sermayeli yatırım ortaklığı şeklinde örgütlenmişlerdi³⁶. Sabit sermaye sistemi, 17-18. asırlarda Avrupa'da meydana gelen çeşitli mali skandaller ve iflaslardan sonra endişe ve korku hissiyle alınan tedbirlerin sonucunda oluşan ve katı esas sermaye düzenine dayanan sistemin Kara Avrupa'sı ülkelerinde uygulanmasıydı³⁷. Aşağıda çeşitli ülkelerde yatırım ortaklıklarının tarihsel gelişimi, düzenlenişi ve vergilendirilmesi konuları genel olarak anlatılacaktır.

1.3.1. İngiltere

1.3.1.1. Tarihsel gelişim.- İngiltere 19. yüzyılda ekonomik açıdan tarihinin en kuvvetli ve en zengin devrini yaşadı. Dünyanın başlıca kredi veren devleti haline gelmişti. Ülke dahilinde kullanılmak üzere sermayeye olan iç talebin sınırlı kalışı, buna karşılık yabancı hükümetlerin, kolonilerin ve dışarıdaki hususi sanayiinin finansman ihtiyaçları dolayısıyla dış talebin geniş çapta artışı, İngiltere'yi sermaye ihracatçısı bir ülke haline getirmiştir. Bu devirde, toprak sahibi asil zengin sınıfın servetinin büsbütün artmasının yanında, sanayi devriminin doğurduğu idareci, işçi, müstahdem ve memurlardan oluşan tasarrufta bulunan yeni bir kitle ortaya çıkmıştı. Ülkede daha önceki devirlere kıyasla, servet ve refah artarak geniş halk yığınlarına yayılmıştır³⁸.

Ülke içinde devlet tahvillerinin faiz oranları gittikçe gerileyerek azalmıştı. Bu şartlar altında dış yatırımlar daha cazip gözükmekteydi. 1825 krizi bu pembe hayalleri dağıttı. Özellikle Güney Amerika'nın çekici faiz getiren yatırımlarına sermaye bağlayanlar büyük zarara uğradılar. Bu dönemden sonra demiryolu hisse senetlerine ilgi göstermeye başlayan halk 1847'de bu sektördeki panik ile

³⁵ Osman Nuri Torun, "Investment Trust'ın Kuruluşu, Fonksiyonları, Tesirleri", **II. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası** (18 Mayıs 1961), Ankara: Bank.Tic.Huk.Arş.Enst. Yayını, 1963, s.3; Olgun, a.g.t., s.395; Öngüt, a.g.m., s.62.

³⁶ Atilla Gönenli, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, İstanbul: İ.Ü. İşletme Fakültesi Yayını, 1991, s.493.

³⁷ Ekonomik ve Sosyal Etüdler Konferansı Heyeti (düz.), **Sermaye Piyasasının Tanzim ve Teşviki İle İlgili Kanun Tasarısının Eleştirilmesi Açık Oturumu**, İstanbul: 1969, s.16.

³⁸ Olgun, a.g.t., s.396.

büyük kayba uğradı. Buradan şu sonuç ortaya çıkıyordu; yabancı ülkelerdeki yatırımlarda büyük kar elde ediliyordu, ancak yabancılarla yapılan yatırım anlaşmalarının güvenceye bağlanamaması yüzünden bu yatırımlar oldukça riskli idi. Nihayet kollektif bir plasman örgütlenmesine duyulan ihtiyaç neticesinde, İngiliz yatırım ortaklıkları ortaya çıkmıştır. Bu ortamda, yatırım ortaklıkları (investment trust'ler) sahip oldukları uzmanlar vasıtası ile tasarruf sahiplerinin tasarruflarını güvenli bir şekilde ve risksiz yatırımlara yönlendirmek amacı günün koşulları sonucunda bir ihtiyaç olarak ortaya çıktı³⁹.

İlk yatırım ortaklıkları olarak 1863 yılında kurulan "International Financial Society of London" ve 1864'de kurulan "Continental Union" adlı kuruluşlar gözükmemektedir. 1863 yılında kurulan diğer bir İngiliz kuruluşu olan "The London Financial Association", öncekilere kıyasla daha çok bugünkü anlamda yatırım ortaklığı özelliği göstermiştir. İlk gerçek öncülerden olarak 1868'de Lord Westbury tarafından organize edilen "Foreign and Colonial Government Trust" gözükmemektedir. Bu trust'un konusu, küçük tasarruf sahiplerine de büyük kapital sahipleri gibi yararlar sağlamak, yabancı devlet fonlarına riski dağıtarak yatırım yapmak ve tasarruf sahiplerine istikrarlı ve makul bir gelir sağlamaktır⁴⁰.

İlk yatırım ortaklıkları "trust" şeklinde örgütlenmişlerdir. Bunların belirgin özellikleri sermayelerinin değişmez oluşları idi. 1879 yılından başlayarak trust'ler, 1862 ve 1867 tarihli "Joint Stock Company Act" adlı yasalarla tanınmış olan sınırlı sorumlu ve sabit sermayeli ticaret ortaklıklarına dönüş eğilimi gösterdiler. Buna rağmen trust ismi bunlara kesin olarak bağlı kaldı. 1890 yılında Güney Amerika'daki koşulların değişmesi ile, buralara büyük yatırımlar yapan trust'lerin durumları bozuldu. Temmuz 1890'da Arjantin'deki ihtilal ve en büyük banka olan Baring Bankası'nın iflas etmesi (Baring krizi) sonucunda, pek çok yatırım ortaklığı tasfiyeye uğradı. 1909 senesinden itibaren başlayan zenginlik ile ortaya çıkan trust'lerin gelişimi Birinci Dünya Savaşı ile tekrar durakladı. 1923-1929 yılları arasında 76 tane olan trust'lerin sayısı 1932 senesinde 210 civarındaydı. İngiliz ekonomisinin önemli bir unsuru haline gelen

³⁹ Yasaman, a.g.e., s.40.

⁴⁰ Vural, a.g.e., s.29; Aksoy, "Yatırım Ortaklıklarının Temel Kavramları Üzerine", s.413.

yatırım ortaklıklarının esas amacı, hissedarlarına düzgün ve yüksek bir gelir sağlamaktır. İngiltere’de bugün ulaşılan sistemde yönetimin tamamen serbest, portföyün çok çeşitli menkul kıymetlerden oluşması, riskin teknik ve coğrafi olarak dağıtılmış olması en belirgin özelliklerdendir⁴¹.

1.3.1.2. Vergilendirme düzeni.- İngiltere’de kollektif yatırım kurumlarının vergilendirilmesi özel bir yasaya bağlanmamış olmakla beraber, bu kurumların gelirlerinin vergilendirilmesinde bazı ayrıcalıklar tanınmıştır. Yatırım ortaklıkları onaylanmış (approved) veya yetkilendirilmiş (authorized) bir statüye sahip iseler, dividend şeklinde elde ettikleri gelirleri vergiden muaf tutulmakta, faiz gelirleri ise, bu gelirden ortaklık veya fonun yönetim ve faiz giderleri düşüldükten sonra, %30 oranında vergilendirilmektedir. Sermaye kazançları ise %50 indirimli olarak %15 oranı ile vergilendirilmektedir. Onaylanmamış bir yatırım ortaklığının vergilendirilmesi ise normal vergi statüsünde olmaktadır. Yetkilendirilmiş (authorized) bir yatırım ortaklığının şu şartlara sahip olması gerekmektedir⁴².

1.Kapalı (Close-end) yatırım ortaklığı olmalıdır.

2.Ortaklık gelirinini tamamı ya da tamamına yakını portföyünden elde edilmelidir.

3.Ortaklığın finansal varlıkları tanınmış bir borsaya kote ettirilmiş olmalıdır. Bu finansal varlıklardan sağladığı gelirlerinin azami %15’ini ihtiyat olarak ayırmalı, geri kalanını ortaklara kar payı olarak dağıtmalıdır.

4.Ortaklık sermaye kazançlarını ortaklara dağıtmamalıdır.

1.3.2. Amerika Birleşik Devletleri

1.3.2.1. Tarihsel gelişim.- Bazı tarihçiler Birleşik Devletler’de yatırım ortaklığının orijinal izini 1823 tarihinde kurulan “Massachusetts Hospital Life Insurance Company” adlı ortaklık olarak kabul ederler ki bu kuruluş iştirakçileri adına yatırım için fonları bir havuzda toplardı. Diğer tarihçiler, 1889 tarihli

⁴¹ Yasaman, a.g.e., s.42.

⁴² Sarıkamış, a.g.e., s.116.

“Boston Personal Property Trust”e atıfta bulunurlar. Bu ortaklığın genel yatırım politikası trustee (güvenilir kişiler) tarafından belirleniyordu. Bir kısım tarihçiler ise 1907’de Philadelphia’da kurulan “Alexander Fund”u modern kapalı uçlu (close-end) yatırım ortaklıklarının atası olarak görmekte-dirler⁴³.

Birinci Dünya Savaşı’na kadar kayda değer bir gelişme gösteremeyen Amerikan yatırım ortaklıklarını İngiltere’dekilere kıyasla geciktiren başlıca sebepler şöyle özetlenebilir⁴⁴:

1.İngiltere’de tasarrufların yatırımı, ferdi tasarruf sahiplerini temsil eden dava vekilleri veya ticaret komisyoncuları tarafından yapıldığı halde Amerika’da bu görev yatırım bankaları tarafından yapılıyordu.

2.Amerikan sanayisinin gelişme bakımından İngiltere’den geride bulunması ve sermayeye olan talebin yerli kaynaklardan karşılanamayacak derecede büyük olması.

3.Amerika’da, İngiltere’deki gibi orta varlıklı geniş bir yatırımcı kitlesi bulunmaması, servetin sınırlı sayıda bir zümrenin elinde toplanması.

4.Küçük tasarruf sahiplerinin parasını gayrimenkullere ve tahvillere yatırmayı tercih etmesi.

Birinci Dünya Savaşı’ndan sonra yukarıda sayılan durum değişmiş, büyük bir servet birikimi meydana gelmiş ve refah geniş halk tabakalarına yayılarak, Amerika dünyanın en önemli sermaye ihracatçısı ve kreditörü durumuna gelmiştir. Yabancı ülkelere borç vermek isteyen Amerika’da, sermayedarlara kolaylık ve güvence sağlamak üzere, yabancı tahvillere para yatıran “Investment Trust”ler kurulması düşünülmüş ve 1919’da bu amaçla “Edge Act” adlı yasa çıkarılmıştır. Bu kanun Birleşik Devletler vatandaşlarını investment trust’ler yoluyla Avrupa’ya yatırıma teşvik ediyordu. Kanun investment trust’lere iki şartla bir milli imtiyaz altında izin veriyordu. Birincisi,

⁴³ Seth C. Anderson and Jeffery A. Born, **Close-end Investment Companies, Issues and Answers**, Boston: Kluwer Academic Publishers, 1992, s.8.

⁴⁴ Olgun, a.g.t., s.397.

işletme yabancı şirketlerin hisse senedi ve tahvillerine yatırım yapmalıydı. İkincisi, kanun en az 2 milyon dolar kayıtlı sermaye istiyordu. Bu şartlar altında "Edge Act" Avrupa'ya doğru geniş bir sermaye akışını meydana getirmeyi başarısız kıldı⁴⁵.

Amerikan yatırım ortaklıkları 1919-1929 yılları arasında büyük gelişme göstermişlerdir. 1929'da 700 yatırım ortaklığı bulunmakta ve bu ortaklıkların varlık toplamı 7 milyar doları aşmaktaydı⁴⁶. Bu yükseliş dönemi, 1929'da yaşanan ekonomik kriz ile sona erdi. Bu dönemden sonra ucu kapalı ve tutucu yatırım ortaklıklarına doğru bir dönüş görülmüştür. Ancak, zamanla bu tür yatırım ortaklıklarının uymak zorunda oldukları katı kurallar nedeniyle yatırımcılara yarar sağlamadığı hatta bazen aleyhine sonuçlar doğurduğu görüldü. Bunun üzerine 1932'den itibaren yavaş yavaş değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına dönüş başladı⁴⁷.

Güven ortamını yeniden sağlamak ve kamuoyunu olumlu yönde etkilemek için, geçmişteki yolsuzlukların kazandırdığı tecrübeler ile yasal düzenleme yapılması ihtiyacı doğdu. 1936 tarihli "Public Utility Holding Company Act" (Kamu Yararına Holding Ortaklık Yasası) ile oluşturulan "Securities and Exchange Commission" (Menkul Değerler ve Değişim Komisyonu) yatırım ortaklıkları hakkında bir rapor hazırlamak ve kongreye sunmakla yükümlü kılındı. Bu araştırma sonucunda getirilen hukuki düzenleme 1940 tarihli "Investment Company Act" (Yatırım Ortaklıkları Yasası) nda yer aldı⁴⁸. 1942'de "Revenue Act" ile tamamlanan bu kanun ile alınan çeşitli tedbirler sayesinde halkın güveni sağlanmış ve yatırım ortaklıkları gelişmişlerdir.

⁴⁵ Ali Sait Yüksel ve Gültekin Rodoplu, **Sermaye Piyasası**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1980, s.216; Anderson/Born, a.g.e., s.10.

⁴⁶ Ömer Oktav, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ve Amerika Birleşik Devletleri'ndeki Gelişmesi", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi** (Mayıs 1984), S.5, s.62; Gönenli, a.g.e., s.494.

⁴⁷ Oktav, a.g.m., s.62; Gönenli, a.g.e., s.494.

⁴⁸ Oktav, a.g.m., s.63; Anderson/Born, a.g.e., s.12.

Bu kanunun ana hükümleri şöylece özetlenebilir⁴⁹:

1.Menkul değerler ticareti (spekülasyon) ve vadeli muameleler yasaklanmıştır.

2.100'den fazla ortağı bulunan her yatırım ortaklığı SEC'e (Security Exchange Commission) kayıt ettirilecek ve her yıl bu kayıt tazelenacaktır.

3.Yönetim kurulu üyeleri finansman ve benzeri kuruluşlarla ilgili olamazlar ve bu yönetim kurulunun %40'ı müstakil üyelere seçilmelidir.

4.Ortaklar yatırım politikası hakkında SEC'e bilgi verecektir.

5.Asgari 100.000 dolarlık kayıtlı sermaye sahibi olmayan yatırım şirketi halka açılmaz. Bütün pay senetleri oy hakkına sahip olacaktır. Herhangi bir halka arz, kanunun gerektirdiği bilgileri ana sözleşmeye eklemek suretiyle göstermelidir.

1.3.2.2. Vergilendirme düzeni.- Yatırım ortaklıklarının gelirlerinin vergilendirilmesi konusunda bir çok ülkede olduğu gibi vergi kanunları ile ayrıcalıklar öngörülmüştür. 1942 tarihli "Internal Revenue Act" adlı yasa ile, yatırım ortaklıklarından "regüle edilmiş" olanların bir dönemde sağladıkları kar payı, faiz ve sermaye kazancı şeklindeki gelirlerinden ortaklarına dağıttıkları kısmı gelir vergisinden muaftır. Adı geçen yasaya göre, bir yatırım ortaklığının regüle edilmiş sayılabilmesi için şu şartlara sahip olması gerekmektedir⁵⁰:

1.Yerli (domestic) yatırım ortaklığı olmalı ve vergileme dönemi boyunca 1940 tarihli yasa'ya göre kurulmuş statüsünü korumalıdır.

⁴⁹ Reha Poroy ve Turgut S. Erem, "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Hukuki Tedbirler, **Sermaye Piyasası Etüdü, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Tedbirler**, Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, Ankara: 1964, s.175; Sarıkamış, a.g.e., s.117.

⁵⁰ Sarıkamış, a.g.e., s.115; Frederic Amling, **Personal Learning Aid for Principles of Investments**, Illinois: Homewood, 1983, s.173; William F. Sharpe, Gordon J. Alexander and Jeffery V. Bailey, **Investments**, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, N.J, 1995, s.793; Dündar Muradoğlu, "Investment Trust'ler", **III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası** (13-18 Mayıs 1963), Ankara: Bank.Tic.Huk.Arş.Enst. Yayını,1964, s.380; Olgun, a.g.t., s.404.

2.Vergileme dönemine ait brüt gelirin en az % 90'ı portföy geliri olmalı ve bu brüt gelirin %30'dan azı üç ay içinde alınıp satılmış olan finansal varlıkların sağladığı gelirden oluşmalıdır.

3.Vergileme dönemine ait sermaye kazançları dışında kalan net yatırım gelirinin en az %90'ı ortaklara kar payı olarak dağıtılmalıdır.

4.Ortaklığın yatırımları çeşitlendirilmiş olmalı ve yasa'ya göre regüle edilmiş yatırım ortaklığı statüsünde olmayı seçmiş olmalıdır.

Regüle edilmiş bir yatırım ortaklığı, ortaklarına dağıtmamış olduğu %10 kazançtan normal ortaklık vergisi olan *federal gelir vergisini* öder. Sermaye kazançları ise dağıtıldığında vergilendirilmemekte, dağıtılmadığı takdirde ise normal sermaye kazancı olarak vergilendirilmektedir. Vergilendirilmeden dağıtılan kar payları ve sermaye kazançları bunları elde eden kişilerce, menkul kıymet gelirleri gibi vergi beyannamesinde beyan edilerek vergileri ödenmekte, böylece yatırımcı yatırım ortaklığı aracılığı ile sermaye piyasasına tasarruflarını sunduğunda anonim ortaklıkta kurumlar vergisi ve tekrar gelir vergisi ödemekten kurtulmaktadır. Regüle edilmiş ortaklık (regulated company) tabiri, devlet denetimine tabi bir kurumu değil, kanunun aradığı yukarıdaki şartlara uyan ortaklığı ifade etmektedir⁵¹.

Günümüzde sayıları hızla artmış olan yatırım ortaklıklarının Amerikan ekonomisi içindeki sahip olduğu önem küçümsenemeyecek boyutlardadır.

1.3.3. Fransa

1.3.3.1. Tarihsel gelişim.- Fransız yatırım ortaklıklarının İngiltere'dekilere kıyasla gelişme gösterememesinde Fransızların menkul değerlere karşı olan güvensizlikleri rol oynamıştır. Fransızlar genel olarak sabit gelirli değerlere önem vermişlerdir. 1921'de "Union Trust" adlı bir yatırım ortaklığı kurulmuş ancak *vergi mevzuatının* ağır yükler koyması sonucu gelişmemiştir. 14 Kasım 1930'da yatırım ortaklıkları ile ilgili kanun tasarısı

⁵¹

Sarıkamış, a.g.e., s.116.

hükümet tarafından millet meclisine sunulmuştur. Tasarının gerekçesinde, yatırım ortaklıklarının tasarruf sahiplerine arzu ettikleri güveni vererek yüksek bir gelir sağlamak ve yatırımlarda riski dağıtmak ilkelerine yer verilmiştir. Tasarıda bu ortaklıklara bazı *vergi bağışıklıkları* da tanınmaktaydı. Bu tasarı kadük olmuş ve kanun çıkarılamamıştır⁵².

İkinci Dünya Savaşından sonra Fransa işgalden kurtulunca, çeşitli nedenlerle (şirketlerden alınan milli dayanışma vergisi, kanuni olmayan karlar ve yabancı ülkelerdeki alacaklar gibi) hükümetin eline çok sayıda hisse senedi ve tahvil geçti. Bunların yönetimi ve değerlendirilmesi için 2 Kasım 1945'de yürürlüğe giren Ordonans ile yasal düzenleme yapıldı⁵³.

Ordonansın birinci bölümünde milli yatırım ortaklıklarının kurulmasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir. İkinci bölüm ise özel yatırım ortaklıklarını düzenlemiş ancak sabit sermayeli anonim ortaklık şeklinde düzenlenen bu kuruluşların hisse senetleri halkta rağbet görmemiş ve bu nevi şirketler sağlamış olan *vergi muafiyetlerinden* istifade etmek isteyen kapalı gruplar elinde kalmıştır. Bunu önlemek üzere Fransız plancılarının da desteklemesi ile 26 Haziran 1957'de iki Decret çıkarılmıştır. Birincisi ile 2 Kasım 1945 tarihli Ordonansa bir 3. bölüm eklenerek "değişir sermayeli yatırım şirketi" kurulması öngörülmüş, ikincisi ile tüzel kişiliği olmayan menkul kıymetler grupları üzerinde iştirak sağlayan fonlar (unit trust) düzenlenmiştir. Bu şirketlere *kurumlar vergisi* ve *kar payı dağıtımındaki vergilemede* büyük ölçüde *muafiyetler* sağlanmıştır. Böylece Fransız sisteminde bugün sermayesi sabit veya değişir anonim şirket veya tüzel kişiliği olmayan yatırım fonu şeklinde yatırım ortaklıkları kurulabilmektedir⁵⁴.

1.3.3.2. Sabit sermayeli yatırım ortaklıkları ve vergilendirme.- Ancak anonim ortaklık olarak kurulabilirler. Ortaklığın konusu menkul kıymetler portföyünün işletilmesidir. 2 Kasım 1945 tarihli Ordonansın 6. maddesinde "yatırım ortaklıklarının tek işgal mevzuu menkul kıymetler portföyünün

⁵² Poroy/Erem, a.g.et., s.177; Yasaman, a.g.e., s.46.

⁵³ Yüksel/Rodoplu, a.g.e., s.212.

⁵⁴ Poroy/Erem, a.g.et., s.178.

yönetimidir” denmektedir. Limited ortaklık ile şahıs ortaklıkları menkul kıymetler portföyü işleten yatırım ortaklığı işletemezler. Sabit sermayeli yatırım ortaklıkları kurucu hisse senedi ve tahvil çıkaramazlar. Ödenmiş sermayenin asgari 250 milyon frank olması gerekmektedir. 30 Haziran 1952 tarihli *vergi avantajlarından* faydalanabilmek için en az 750 milyon franklık bir sermayeye sahip olmak lazımdır. Portföyleri rizikonun dağıtılmasını sağlayacak ve holding kurmalarını önleyecek şekilde hükümlere tabi kılınmıştır⁵⁵. 1945 tarihli kararnamenin getirdiği yarı muafiyet rejimi yatırım ortaklıklarının gelişimi için yeterli gelmemiştir. 1949 tarihli Kanun Milli Yatırım Ortaklıklarının karlarını vergi muafılığına bağlamıştır. 30 Haziran 1952 tarihli Kanun bazı şartlarla bu muafiyetleri hususi yatırım ortaklıklarına da sağlamıştır. Bu ortaklıkların dağıttıkları temettü hisseleri ve net portföy gelirlerinden meydana gelen bütün karları vergiden muaf tutulmuştur⁵⁶.

1.3.3.3. Değişir sermayeli yatırım ortaklıkları ve vergilendirme.-

Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları için gerekli hukuki temel 28 Aralık 1957 tarihli bir kanunla atılmışsa da uygulamaya geçilmesi 6 yıl sonra 20 Eylül 1963 tarihli bir kanunla ve 14 Ekim 1963 tarihli bir tebliğin çıkarılması ile olmuştur⁵⁷. Bu ortaklıklar kendileri hakkındaki özel hükümler dışında sabit sermayeli yatırım ortaklıklarına ve istisnalar dışında ticaret ortaklıklarının hükümlerine tabidir. Anonim ortaklık şeklinde kurulma ve ortaklık konusunun yalnız bir menkul kıymetler portföyü işletmek zorunluluğu bunlarda da geçerlidir. Değişir sermayeli yatırım ortaklıklarının faaliyeti sürekli hisse senedi çıkarılması ve çıkarılan hisse senetlerinin sahiplerince talep edildiğinde geri alınması şeklinde sürmektedir. Bu faaliyetler sermaye artırımı veya azaltılması sonucunu doğurmakla birlikte sermaye artırımı ya da azaltılması sonucunu doğurmakla birlikte, değişir sermayeli yatırım ortaklıkları sermaye artırımı ya da azaltılmasına ilişkin formalitelere tabi değildir⁵⁸.

⁵⁵ Yasaman, “Fransız Yatırım Ortakları ve Fonları” (Ağustos 1973), s.184.

⁵⁶ Muradoğlu, a.g.t., s.384.

⁵⁷ Osman Tunaboylu, “Fransa’da Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları”, **Maliye Dergisi** (Mart-Nisan 1977), S.26, s.70.

⁵⁸ Tunaboylu, a.g.m., s.72.

Fransa'da değişken sermayeli yatırım ortaklıkları için ayrıcalıklı bir vergi rejimi uygulanmaktadır. Bu ayrıcalıklar damga vergisinden muafiyet, bankacılık ve mali faaliyetler üzerinden alınan vergiden istisna (değişken sermayeli yatırım ortaklıklarınca hisse senedi ihracında alınan komisyon ve masraflar bu vergiden istisnadır), cari gelirlerin tamamıyla dağıtılması kaydıyla değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının karlarının şirketler vergisinden istisna sayılması. Böylece bireysel bir portföyü yöneten bir tasarrufçu ile bu ortaklıklara plasman yapan bir tasarrufçunun eline, temettü dağıtımına kadar aynı gelirin geçmesi sağlanmakta bu noktadan sonra ise, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına bireysel portföy yöneticisine göre gelir vergisi uygulamasında bazı ayrıcalıklar tanınmaktadır⁵⁹.

1.3.3.4. Fransız yatırım fonları ve vergilendirme.- 28 Aralık 1957 tarihli Decret ile kurulmuşlardır. Bu Decret'in hukuki alanda iki önemli yeniliği olmuştur. Birincisi, müşterek mülkiyet esasına dayalı yeni bir yatırım kuruluşu oluşturulmuştur. İkincisi, Anglo-Sakson hukukunun "trust" kurumu Fransız Hukukuna sokulmuştur. Yatırım fonu, menkul değerler ve yatırılmış meblağlardan meydana gelen ve bir çok kişinin bunlar üzerinde müştereken malik oldukları bir kuruluştur. Tüzel kişiliği yoktur. Katılma payının başkasına devri veya fona geri satılması yoluyla paydaşlar müşterek mülkiyetten çıkabilirler. Devralan kişi müşterek mülkiyete dahil olmaktadır. Fonun yönetimi konusunda trust kurumunda olduğu gibi üçlü bir ilişki vardır. Yatırım fonunu yönetecek ortaklık, emanetçi (depoziter) banka ve fona katılanlar. Fon müşterek bir varlık olduğundan yatırım ortaklığında olduğu gibi *vergi sorunları* ile karşılaşmaz. Fonun tüzel kişiliği olmadığı için *vergi yükümlülüğü* bakımından, fonun hissedarı ile ferdi bir portföyün maliki arasında bir farklılık yoktur⁶⁰.

1.3.4. Almanya

1.3.4.1. Tarihsel gelişim.- Yatırım ortaklıkları Almanya'da Birinci Dünya Savaşından sonra görülmeye başlanmıştır. Bu dönemde İngiltere ve Amerika gibi devletlerle rekabet edebilmesi için büyük sermayeye ihtiyacı olan Almanya

⁵⁹ Tunaboğlu, a.g.m., s.75.

⁶⁰ Vural, a.g.e., s.46; Yasaman, "Fransız Yatırım Ortakları ve Fonları" (Ağustos 1973), s.191.

bu amacını gerçekleştirebilmek için İngiltere ve Amerika'daki örneklerden hareket ederek 1923 yılında ilk yatırım ortaklığını bir sermaye birliği (kapitalverein) olarak kurdu. Daha sonra kooperatife dönüşen bu örnekten başka 1928'de Münih'te Bavyera Yatırım Anonim Ortaklığı (Bayrische Investment A.G.) kurulmuştur. Bu ortaklık, yatırımlarının türü ve miktarı önceden belirlenmiş (fixed trust) bir modeldi⁶¹.

Bu ilk çalışmalardan sonra, Amerikan ve İsviçre deneyimlerinden faydalanılarak, Bavyera Devlet Bankası'nın (Bayrische Staatsbank) öncülüğünde, 1950 yılında Münih'te Alman Genel Yatırım Limited Ortaklığı (Allgemeine Deutsche Investment Gesellschaft mbH München) kuruldu. Bu ortaklık farklı konularla ilgilenmek üzere üç ayrı fon kurmuştu. Bu fonlar değişir sermaye (open-end) prensibine göre idare ediliyordu⁶².

Almanya'da yatırım ortaklıkları 16 Nisan 1957 tarihli Kanun ile düzenlenmişlerdir. Çeşitli tarihlere değişikliğe uğrayan bu kanun 14 Ocak 1970'de önemli ölçüde değiştirilerek yeni bir yatırım ortaklıkları yasası KAGG (Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften) kabul edildi. Yatırım ortaklığı bu yasanın § 1/1 hükmünde "yatırım ortaklıkları öyle girişimlerdir ki bunların işlem alanları, kendilerine yatırılmış parayı kendi adına ve yatırımcılar hesabına, riskin bölüşülmesi ilkesine göre kıymetli evrak veya üst hakkı gibi taşınmaz türünde kendi malvarlığından ayrı olarak yatırıma ve bunlardan doğan hakların karşılığında da yatırımcılara katılma belgesi ihraç etmeye yönelmiştir" şeklinde tanımlanmıştır⁶³.

Alman Yatırım Ortaklıkları Yasasına göre yatırım ortaklıklarının özellikleri şöyle özetlenebilir⁶⁴:

1. Yatırım ortaklıkları sadece anonim ortaklık veya limited ortaklık türünde işletilebilir.

⁶¹ Kazgan/Aksoy, a.g.m., s.337; Aksoy, "Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu", s.67.

⁶² Gürsoy, a.g.e., s.26.

⁶³ Kazgan/Aksoy, a.g.m., s.339.

⁶⁴ Aksoy, "Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu", s.69.

2.Yatırım ortaklığı adına yatırılan değerler ortaklık adına ve yatırıncılar hesabına işletilecektir.

3.Yatırımlar ortaklığın kendi malvarlığından ayrı özel bir fonda toplanacaktır.

4.Yatırımlar riskin bölüşülmesi ilkesine göre yapılacaktır.

5.Ortaklık yatırımcının fon üzerindeki haklarını gösteren katılma belgeleri çıkaracaktır.

Kanuna göre yatırım ortaklıkları bir kredi kurumu niteliğinde olduklarından Yatırım Ortaklıkları Yasasına (KAGG) ek olarak kredi işlemlerini düzenleyen yasaya (KWG) da tabi olmaktadır. Bu yasa hükmüne göre ise, bir kredi kurumunun kurulabilmesi için Federal Kredi İşlemlerini Denetleme Kurulundan (BAK) izin alması gerekmektedir⁶⁵.

1.3.4.2. Vergilendirme düzeni.- Almanya yapı olarak ilk önce ortaklığa dayalı modeli benimsemişti. Değişir sermaye sistemi Kara Avrupasına yabancı olduğundan Alman Paylı Ortaklıklar Yasası hükümlerine göre kapalı (close-end) sermaye sistemini uyguluyordu. Zorluk özellikle *vergi alanında* ortaya çıktı. Yatırım ortaklığı hisse senedine sahip olan kimse, birisi şirket tarafından ödenen *Kurumlar Vergisi*, diğeri ortaklık tarafından karın dağıtımı sırasında kesilen *Gelir Vergisi* ödemek suretiyle iki defa vergilendirilmektedir. Halbuki, sermaye sahibi parasını kendisi işletmiş olsaydı sadece gelir vergisine tabi olacaktı. Bu sakıncaları önlemek isteyen Almanya güvenilir kişi eliyle yönetim (fon) düzenini oluşturmuştur. Vergi yönünden yapılacak düzenlemenin hareket noktasını, tasarruf sahibi parasını bizzat kendisi işletmiş olsaydı ne miktar vergi ödeyecekse, bir yatırım fonu aracılığıyla işletmesi halinde de bundan fazlasını ödememelidir fikri oluşturmaktadır. Yatırım ortaklığı sadece kendisine ait sermaye üzerinden kurum, ticari kazanç ve sermaye vergileri ile yükümlü olacak, idare ettiği fonun mal ve gelirlerinden ötürü vergi mükellefi olmayacaktır. Katılma belgesi sahipleri ise dağıtılan yıllık karlardan dolayı esas olarak

⁶⁵

Sarıkamış, a.g.e., s.119; Gürsoy, a.g.e., s.227.

vergiden muaf olacaklardır. Yatırımcılar, ancak kurum veya gelir vergisi mükellefi oldukları takdirde fonlardan elde ettikleri karlarda vergiye konu olacaktır. Eğer katılma belgesi bir işletmeye ait ise, bu katılma belgelerine isabet eden yıllık karlar o işletmenin vergiye esas olacak karlarına dahil olacaktır. Tacir olmayan kimselere ait belgelerin iratları bir sermaye iradı olarak gelir vergisine tabidir. Katılma belgelerinin ihracı, *şirket ve damga vergisi* nden muaf tutulmuştur. Ayrıca, katılma belgelerinin borsada ilk satışında ve iktisabında alınan *borsa vergisinden* de muaftır. Taşınmaz yatırım fonları hakkında da benzeri muafiyet hükümleri konulmuştur⁶⁶.

⁶⁶

Gürsoy, a.g.e., s.250.

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIM ORTAKLIKLARININ ÇEŞİTLERİ, BENZER KURULUŞLARDAN FARKLARI VE FAALİYET İLKELERİ

2.1. Yatırım Ortaklıklarının Çeşitleri

Tarihsel gelişimi içinde değişik şekillerde ortaya çıkan yatırım ortaklıkları, bir takım kriterlere göre sınıflandırılabilir¹. Ancak, biz burada, çok geniş olan bu sınıflandırma ve çeşitlerden doktrinde ve ülkelerin mevzuatlarında itibar gören belli başlı olanlarına değineceğiz.

2.1.1. Yönetime Tanınan Takdir Hakkının Derecesine Göre :

Bu kritere göre yatırım ortaklıkları iki çeşide ayrılır;

2.1.1.1.Yönetmel yatırım ortaklığı (management investment company).- Bu modelde yönetime geniş özgürlükler tanınmıştır. Yönetim ana sözleşme veya kanunla sınırları belirlenmiş takdir hakkına dayanarak portföy üzerinde dilediği değişikliği yapabilir².

2.1.1.2. Sabit veya yarı sabit trust (fixed veya semi-fixed trust).- Trust şeklinde kurulmuş olan bu tür yatırım kuruluşlarında yönetime portföy üzerinde herhangi bir değişiklik yapma hakkı tanınmamakta veya çok kısıtlanmaktadır. Sabit (fixed) yatırım ortaklıkları, esas olarak taraflar arasındaki sözleşmelere

¹ Herbert E. Dougall, **Investments**, 9th ed., New Jersey: Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1973, s.147; Gordon J. Alexander and William F. Sharpe, **Fundamentals of Investments**, New Jersey: Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1989, s.523; Atilla Gönenli, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, İstanbul: İ.Ü. İşletme Fakültesi Yayını, 1991, s.491.

² İbrahim Toptepe, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları", **Maliye Dergisi**, (Eylül-Ekim 1982), S.59, s.26.

dayanır. Bu sözleşme, portföye alınacak değerlerin türlerini değiştiremeyecek şekilde belirler. Taraflardan biri olan mudi, aynı zamanda yatırım ortaklığının kurucusu durumunda olan banka veya şahıstır. Diğer taraftaki şahıs ise mutemet (truster) durumunda olan kimsedir. Sabit trust'ler, ekonomik şartların değişmesine paralel olarak yerlerini yönetime bazı hareket özgürlüğü tanıyan yarı-sabit trust'lere bırakmıştır³. Yarı-sabit trust (semi-fixed trust) mukavelesinde, trust malvarlığına dahil kıymetlerin hangi hallerde elden çıkarılabileceği ve elde edilecek paralarla tekrar satın alınabilecek kıymetlerin bir listesi yer alır⁴.

2.1.2. Hisse Senedi İhrac ve Geri Alma Statüsüne Göre :

Bu kritere göre yatırım ortaklıkları iki grup altında toplanır;

2.1.2.1. Açık (open-end) yatırım ortaklıkları.- Açık (open-end) yatırım ortaklıkları genellikle mutual fund olarak nitelendirilirler⁵. Açık yatırım ortaklıkları, her zaman satmak için hazır hisse senetlerine sahip olan ve yatırımcıların almak istediği kadar hisse senedi satabilecek yapıdadırlar. Bir başka deyişle ortaklık, yatırımcıların (hisse senedi sahiplerinin) satmak istediği sayıda hisse senedini geri almaya hazır durumdadır. Yatırım ortaklığı, hisse senetlerini menkul kıymetler piyasasının kapanış tarihindeki (günündeki) net aktif değer (net asset value) den satar ve/veya geri alır⁶.

Net aktif değer, açık yatırım ortaklıklarının nasıl çalıştığını anlamada önemli bir kavramdır. Günlük olarak hesaplanır ve hisse senetlerinin piyasa değerini temsil eder. Eş değer olarak, bir yatırım ortaklığının t günü sonundaki net aktif değeri (NAV_t) aşağıdaki denklem kullanılmak suretiyle belirlenebilir⁷.

³ Toptepe, a.g.m., s.25.

⁴ Osman Nuri Torun, "Investment Trust'ın Kuruluşu, Fonksiyonları, Tesirleri", **II. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası** (18 Mayıs 1961), Ankara: Bank. Tic. Huk. Arş. Enst. Yayını, 1963, s.4.

⁵ Peter S. Rose and Donald R. Fraser, **Financial Institutions**, 3rd ed., Illinois: Homewood, 1988, s.638; Gordon J. Alexander and William F. Sharpe, a.g.e., s.526; Seth C. Anderson and Jeffery A. Born, **Closed-End Investment Companies Issues and Answers**, Boston: Kluwer Academic Publishers, 1992, s.5.

⁶ Bruce Jacobs, **All About Mutual Funds From the Inside Out**, Chicago: Probus Publishing Company, 1994, s.7.

⁷ Alexander/Sharpe, a.g.e., s.522

Şöyle ki;
$$NAV_t = \frac{MVA_t - LIAB_t}{NSO_t}$$

NAV_t ; t gününün sonundaki net aktif değer (net asset value).

MVA_t ; yatırım ortaklığı varlıklarının piyasa değeri.

LIAB_t ; yatırım ortaklığının borçlarının miktarı.

NSO_t ; yatırım ortaklığına ait kamunun elindeki hisse senedi sayısı.

Dikkat edilmelidir ki, bir yatırım ortaklığının net aktif değeri, denklemdaki değişkenlerin (MVA, LIAB, NSO) her birinin ya da üçünün değeri değişebileceğinden, gün boyu ve her gün değişebilecektir. Ayrıca, durmaksızın devam eden muamelelerin sonucu olarak ihraç edilen hisse senedi sayısı, net aktif değerde ya da hisseleri satan veya satın alan yatırımcılarda olduğu gibi değişir. Ortaklık tarafından yeni hisse senetleri satıldığında mevcut sermayeye ilave olacaktır. Hisse senetleri geri satın alındığında nakit dengesinde ya da portföye yatırılan varlıklarda azalma olacaktır. Her iki faaliyet –ortaklık tarafından hisse senetlerinin satılması ve yatırımcılar tarafından hisse senetlerinin ortaklığa geri satılması- net aktif değeri etkileyecektir. Netice olarak net aktif değer günden güne değişebilir. Açık yatırım ortaklıkları, talep halinde hisse senetlerini geri satın almaya hazırdırlar ve bu maksatla oldukça büyük nakit dengesi muhafaza ederler. Bununla birlikte, alışılmadık şekilde çok sayıda satın alma talepleri olabilir. Ortaklık bütün bu geri satma isteklerini ihtiva eden para ihtiyacını elde edebilmek için portföyündeki menkul kıymetlerden bazılarını satmak zorunda kalabilecektir. Böyle bir durumda menkul kıymetlerin değeri azalır ve net aktif değer etkilenir⁸.

Açık yatırım ortaklığı hisseleri doğrudan doğruya ortaklık tarafından ya da bir broker tarafından kendi adına arz edilir. Her hisse net aktif değere ilave edilen biraz satış komisyonu –ki açık yatırım ortaklığı bunu koyabilir- ile oluşan fiyata denktir. Satış komisyonu “load” olarak nitelendirilir. Bir load fon büyük

⁸

Jacobs, a.g.e., s.8.

komisyonlar yüklemeye meyillidir. Bu 500.000 \$ veya üzeri miktarlarda %1'den aşağı, ufak miktarlı yatırımlarda %8,5'e kadar sıralanır⁹. Bir açık yatırım ortaklığı satış komisyonu yüklemese **no-load fund** olarak adlandırılır. No-load fonlar, load fonlar ile doğrudan doğruya rekabet ederler ve bir komisyon ödemeye razı olmayan yatırımcılar için oldukça caziptir. No-load fonların göreceli cazibesi çoğu mutual fund'u no-load statüye geçmeye mecbur etmiştir. Bir no-load fon ve bir load fon arasındaki ayrılık gazetelerin finansal bölümlerindeki fiyat tekliflerinde derhal görülür. Keza fiyatlar load'ın hacmine işaret eder¹⁰.

2.1.2.2. Kapalı (close-end) yatırım ortaklıkları.- Mutual fund terimi teknik olarak sadece açık yatırım ortaklıklarına atfedilmekle beraber, kullanışı olduğundan, terim, popüler basında kapalı yatırım ortaklıkları içinde kullanılmaktadır¹¹.

Kapalı yatırım ortaklıkları geleneksel ortaklıklar gibi teşkilatlanmışlardır. Genellikle kapalı sonlu fonlar (closed-end funds) olarak nitelendirilirler. Sürekli hisse senedi ihraç etmez ya da geri satın almazlar. Hisseler halka arz edilmezden önce muhtemel yatırımcılar için bir prospektüs çıkarılır. Bu prospektüs, bir gerçek yatırımda riskleri değerlendirme, yönetim ücret tarifelerini, karların tekrar yatırım politikalarını, geçmiş performansları gösteren fonun yatırım felsefesinin ayrıntıdır. Diğer halka arzların çoğunda olduğu gibi, hisseler genellikle ruhsatlı brokerlar tarafından kamuya arz edilir. Kapalı ve açık yatırım ortaklıkları arasındaki benzerlik bu vakitten sonra sona ermektedir.

Kapalı yatırım ortaklığı, başlangıçta halka arzdan sağladığı gelirleri, prospektüste açıklanan faaliyet ilkelerine uygun olarak yatırımda kullanır. Yeni hisse senetleri satmadıkları gibi, yatırımcılardan hisse senetlerini geri almaya hazır değildir. Halka arz tamamlandıktan sonra hisseleri elde etmek isteyen bir

⁹ Frank J. Fabozzi, **Investment Management**, New Jersey: Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1995, s.172; Richard A. Stevenson and Edward H. Jennings, **Investment Companies: Introduction, Fundamentals of Investments**, West Publishing Company, 1976, s.411.

¹⁰ Fabozzi, a.g.e., s.172.

¹¹ David S. Kidwell and Richard L. Peterson, **Financial Institutions, Markets and Money**, 4th ed., The Dryden Press, 1990, s.353.

yatırımcı, hisseleri ikincil piyasada (borsaların ya da tezgah üstü –over the counter- piyasaların birinden) diğer yatırımcılardan satın almalıdır. Böylece, ortaklığın hisselerinin piyasa fiyatı, fonun öz sermaye ya da toplam varlıkları üzerine etki yapmaz. Bundan başka, fondaki hisselerin toplam ya da net aktifleri ve hisselerin piyasada hakim olan fiyatı arasında herhangi bir şekli ilişki olmasına kanuni gereklilik yoktur¹².

Bir kapalı yatırım ortaklığı hisseleri için iki önemli fiyat vardır. Birincisi net aktif değerdir ki yukarıda anlatıldı. İkinci fiyat fon hissesinin piyasa fiyatıdır ki piyasada arz ve talep tarafından belirlenir. Bu iki fiyatı (net aktif değer ve piyasa fiyatı) tanımak önemlidir ve hemen hemen asla aynı değildir. Tarihi olarak, kapalı yatırım ortaklıkları için piyasa fiyatı net aktif fiyatlarının %5 ile 20 aşağısındadır¹³.

Kapalı ortaklıklarda hisselerin piyasa fiyatı genellikle net aktif değerle ilişkili olarak discount (olumsuz borsa farkı) dan işlem görür ve sadece arasıra net aktif değer üzerinde primli olarak işlem görür. Kapalı sonlu fonun net aktif değeri ve hisselerinin fiyatı arasındaki ilişkinin yaygın ölçüsü;

$$D = \frac{NAV - MV}{NAV} \text{ dir.}$$

D ; “discount”, yüzdelik orana dayanılarak ölçülür.

NAV ; her bir hisse net aktif değeri,

MV ; her hissenin fiyatı ya da piyasa değeri.

Hisselerin fiyatı net aktif değerden (NAV) fazla olduğunda discount (olumsuz borsa farkı) ölçüsü D, negatif hale gelir ve premium (prim) olarak nitelendirilir¹⁴. Buna, primli işlem görme “trading at a premium” denilir. Hisseler net aktif değer altında satılıyorsa olumsuz borsa farkından işlem gördüğü

¹² Anderson/Born, a.g.e., s.6.

¹³ Kidwell/Peterson, a.g.e., s.354.

¹⁴ Anderson/Born, a.g.e., s.6.

“trading at a discount” söylenir. Genellikle bu fark olumsuzdur, yani hisse senetlerinin borsadaki rayıcı net aktif değerinin üstündedir. Primli işlem görme, ortaklığın iyi idare edildiğine işaret eder¹⁵.

Açık yatırım ortaklığı hisseleri net aktif değerinden geri alınabildiğinden hisseler için ikincil piyasa, discount ya da primler söz konusu değildir. Kapalı sonlu fonlar Birleşik Devletler'deki tarihi gelişimi içinde açık sonlu fonlardan daha az popüler olmuştur. Ancak son yıllarda kapalı sonlu fonlar ferdi yatırımcıları cezbeden artış göstermişlerdir ki esasında bu onların uluslararası yatırım portföylerine önem vermelerinden dolayıdır¹⁶.

2.1.3. Sermayenin Oluşumuna Göre :

Bu kritere göre de yatırım ortaklıkları iki grupta toplanır¹⁷;

2.1.3.1. Sermayesi yalnız adi hisse senetlerinden (common stock) oluşan yatırım ortaklıkları.- Değişir sermayeli (open-end) bütün yatırım ortaklıkları bu gruba girer. Bu ortaklıklara “non-leverage companies” yani “leverage”ı olmayan ortaklıklar denir. Yatırım ortaklığı tahvil veya imtiyazlı hisse senedi ihracı ile öz sermayelerine destek temin etmek yoluna gidebilirler ki bu durum İngiltere’de “gearing” Amerika’da “leverage” olarak tabir edilmektedir¹⁸.

2.1.3.2. Sermayesi adi hisse senetlerinin yanında, banka kredileri, tahviller, imtiyazlı hisse senetleri veya bunların herhangi bir bileşiminden oluşan yatırım ortaklıkları.- Sermayesi bu şekilde oluşan ortaklıklara “leverage companies” yani, “leverage” faktöründen yararlanan ortaklıklar denir. Bu şekilde sermaye oluşumuna en çok sabit sermayeli yatırım ortaklıklarında (close-end companies) rastlanılmaktadır¹⁹.

¹⁵ Dündar Muradoğlu, “Investment Trust’ler”, III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası (13-18 Mayıs 1963), Ankara: Bank. Tic. Huk. Arş. Enst. Yayını, 1964, s.389.

¹⁶ Fabozzi, a.g.e., s.174.

¹⁷ Raif Olgun, “Investment Trust’ler”, III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası (13-18 Mayıs 1963), Ankara: Bank. Tic. Huk. Arş. Enst. Yayını, 1964, s.400.

¹⁸ İbrahim Öngüt, “Yatırım Şirketleri ve Yatırım Fonları”, İkt.Mal. (Mayıs 1967), C.XIV, S.2, s.56.

¹⁹ Olgun, a.g.t., s.400; Güven Vural, Yatırım Ortaklıkları, Ankara: A.İ.T.İ.A. Yayını, 1978, s.86.

Genel olarak “leverage”; “borçlanma, tahvil veya imtiyazlı hisse senedi ihracı suretiyle sağlanmış para kullanmanın tevhit ettiği ve şirketin aktif ve kazançlarında husule gelen değişiklikleri, adi hisse senetleri bakımından, büyüten spekülâtif bir kuvvet veya tesir” olarak tarif edilmektedir²⁰. Bunun derecesine “leverage factor” denilmekte ve adi hisse senedinin aktif değerinin (asset value) hisse başına düşen toplam aktife (working assets per share) olan oranı ile ölçülmektedir. Toplam aktifteki değişiklik oranı bulunan leverage faktörü ile çarpılınca adi hisse senedinin aktif değerindeki değişiklik oranı elde edilir. Toplam aktifte meydana gelen değer artışlarının tahvil ve imtiyazlı hisse senetleri tutarı üstünde kalan kısmı adi hisse senetlerine ait olur. Aynı şekilde toplam aktifte meydana gelen değer düşmeleri de önce adi hisse senetlerini etkiler. Sermayesi “leverage”li olan yatırım ortaklıklarında adi hisse senetlerinin sermaye piyasasındaki değeri “leverage”ı olmayan ortaklıklardan daha hızlı iniş ve çıkış gösterir. “Leverage”li adi hisse senetlerinin başlıca faydası, makul bir rizikoyu göze alarak yatırımın değerini kısa zamanda artırmak isteyen tasarruf sahiplerine diğer menkul kıymetlere göre daha büyük bir imkan vermesidir²¹.

2.1.4. Portföyün Oluşum Tarzına Göre :

Yatırım ortaklıkları portföylerinin oluşum tarzına göre altı ana grup altında toplanabilmektedirler²².

2.1.4.1. Portföyü değişik çeşitlendirme dereceleri ile tamamen adi hisse senetlerinden ibaret olan ortaklıklar (diversified common stock company).- Amerika’daki hukuki tarifıyla; tek bir ortaklığa ait oy hakkı veren payların %10’dan fazlasına sahip olamayan ve aynı ortaklığın menkul değerlerine toplam varlıklarının %5’inden fazla yatırım yapamayan yönetim ortaklığıdır.

2.1.4.2. Portföyü dengeli (balanced) ortaklıklar.- Portföy, tahviller ve

²⁰ Arthur Wiesenberger, *Investment Companies* (New York, 1958, s.236” (Raif Olgun, a.g.t., s.410’daki alıntı).

²¹ “Leverage”in işleyişi ve etkisi hakkındaki örnekler için bkz., Olgun, a.g.t., s.411.

²² Dougall, a.g.e., s.148.

değişik şirketlerin imtiyazlı ve adi hisse senetlerini ihtiva eder. Yatırım ortaklığı sözleşmesi ile her bir tipin minimum oranları şart koşulabilir. Dengeli bir yatırımın devamlılığı için, ekonomik şartlardaki değişmelere paralel olarak portföyü oluşturan finansal varlıkların toplam içindeki oranlarında değişmeler olabilecektir²³.

2.1.4.3. Portföyü yüksek ya da düşük dereceli tahvillerden oluşan ortaklıklar.- Sadece tahvillere yer veren, az riskle en yüksek geliri tercih eden ortaklıklardır.

2.1.4.4. Portföyü sadece imtiyazlı hisse senetlerinden oluşan ortaklıklar.- Diğerlerine nazaran kendilerine bir takım üstün haklar sağlanan hisse senetlerine imtiyazlı hisse senetleri denilmektedir. İmtiyazlar, kar payı alma, tasfiye sonucuna katılma ve diğer konularda tanınabilmektedir²⁴.

2.1.4.5. Portföyü belirli bir endüstrinin hisselerinden oluşan uzmanlaşmış (industry specialized) ortaklıklar.- Tekstil, ağır sanayi, çelik, petrol vb. endüstri dalları olabileceği gibi, belli bir coğrafi bölgedeki endüstri dalı seçilebilir.

2.1.4.6. Portföyü hisse senedine çevrilebilir tahvillere, yabancı yatırımları temsil eden hisse senetlerine ve diğer özel çeşitlere yoğunlaşan ortaklıklar.- Çevrilebilir (konvertibil) tahviller faiz getirisi olan fakat aynı zamanda belirli miktarda hisse senedine çevrilme imkanı sağlayan varlıklardır²⁵.

2.1.5. Riziko Derecesine Göre :

Bu kritere göre yatırım ortaklıkları, bir uçta son derece muhafazakar, diğer uçta da son derece spekülatif olmak üzere sıralanırlar. Muhafazakar olanlar çok iyi tanınmış yüksek dereceli tahvillere yatırırken diğerleri düşük

²³ Cevat Sarıkamış, **Sermaye Pazarları**, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 1995, s.109.

²⁴ Ünal Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 6.Bası, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 1995, s.399.

²⁵ Gürman Tevfik, **Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları**, Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1995, s.20.

fiyatlı, kısa vadeli hisse senetleri üzerine yoğunlaşır²⁶. Yatırımcı, portföyün karakterini güvenli fon olarak ya da yüksek fakat belirsiz gelir ve sermaye değerlemesiyle dizayn edebilir.

2.1.6. Yatırım Ortaklığı Hisselerinin Satılış Şekillerine Göre ²⁷:

Sabit (fixed) trust'lerle yönetsel yatırım ortaklıklarının hisseleri genel olarak doğrudan doğruya peşin para karşılığında satılır. Ancak bir kısım yatırım ortaklıklarının hisseleri taksitle satın alınabilmekte, diğer bir kısımda taksitle yatırım yapma imkanı sağlamaktadır. Bunlardan birinci gruptakiler yatırımcıya taksitle ödeme planları, ikinciler ise, taksitli gelir sertifikaları arz ederler.

2.1.6.1. Taksitli ödeme planları yapan yatırım ortaklıkları.- Yatırımcı senenin belli zamanlarında ortaklığa düzenli ödemelerde bulunarak hisse elde eder.

2.1.6.2. Taksitli gelir sertifikaları arz eden yatırım ortaklıkları.- Bu şekilde yatırım yapmak isteyen kimse, yatırım ortaklığına düzenli taksitlerle ödemede bulunur, buna karşılık şirket de gelecekte belli bir tarihte belli bir meblağ ödemeyi taahhüt eder.

2.1.7. Vergilendirme Sistemine Göre :

Yatırım ortaklıkları alelade anonim ortaklıklar gibi vergilendirilseydi üçlü bir vergileme söz konusu olacaktı. Yatırım ortaklığının portföyündeki menkul değerler ait oldukları ortaklıklarda kurumlar vergisine tabi tutulduktan sonra, yatırım ortaklığı bünyesinde de aynı menkul değerlerden sağlanan kazançlar üzerinden kurumlar vergisi ödenecek, yatırım ortaklığı hissedarları da ortaklıktan elde ettiği kar payları üzerinden ayrıca bir gelir vergisi ödeyeceklerdir. Amerika Birleşik Devletlerinde 1942 tarihli gelir vergisi yasası ile (Internal Revenue Act of 1942) bu problem, yatırım ortaklığının vergi rejiminden faydalanmak gayesiyle "regüle edilmiş" (regulated investment company) statüyü

²⁶ Olgun, a.g.t., s.401.

²⁷ Olgun, a.g.t., s.402.

seçmesine müsaade edilerek çözülmüştür²⁸. Regüle edilmiş yatırım ortaklığı için gereken şartlar yukarıda anlatılmıştı²⁹. Şu halde yatırım ortaklıkları da bir ortaklık olarak vergiye tabidir. Ancak bir yatırım ortaklığının diğer şirketler gibi vergilendirilmesi bu ortaklık paylarını elinde bulunduran bireylerin üç kere vergi ödemesine neden olacağından vergi adaleti açısından bazı düzenlemelerin getirilmesi gerekmiştir. Vergi gayeleri bakımından sınıflandırma iki grupta toplanabilir;

2.1.7.1. Özel vergi rejimine tabi olmayan yatırım ortaklıkları.- Faizler, karlar ve sermaye kazançlarından elde edilen gelir yönleriyle diğer ortaklıklar gibi vergilendirilen yatırım ortaklıkları.

2.1.7.2. Özel vergi rejimine tabi yatırım ortaklıkları.- “Regüle edilmiş” ortaklık statüsünü seçerek, bir dönemde sağladıkları kar payı, faiz ve sermaye kazancı şeklindeki gelirlerinden ortak ve katılımcılarına dağıttıkları bölümü gelir vergisinden muaf olan yatırım ortaklıkları.

Yapılan sınıflandırmalardan görüleceği üzere, yatırım ortaklıkları farklı kriterlere göre büyük çeşitlilik arz etmektedir. Bu ise tasarruf sahiplerine gayelerine en uygun şirketi seçme hususunda geniş imkanlar sağlamaktadır. Sonuç olarak, günümüzde yatırım ortaklığı uygulaması yapılan hemen her ülkede, bu ortaklıklar esas olarak kuruluş statülerine göre; “ortaklığa dayalı model” (anonim veya limited ortaklık) ya da “güvenilir kişi eliyle yönetim” (fon) şeklinde iki temel hukuki modele göre sınıflandırılmaktadır³⁰.

²⁸ Dougall, a.g.e., s.172.

²⁹ bkz. yuk. s.22.

³⁰ Vural, a.g.e., s.95; Olgun, a.g.t., s.402.

2.2. Yatırım Ortaklıklarının Benzer Kuruluşlardan Farklılıkları

2.2.1. Yatırım Ortaklıkları ve Holdingler

Yatırım ortaklıkları gayeleri bir veya birden fazla ortaklığın idaresine hakim olma gayesini güden holdinglerden ayrılırlar³¹. Yatırım ortaklıkları, işletmecilik yapmayan, tasarruf sahiplerinden topladığı fonlarla bir portföy oluşturan ve bunu uzman kadro ve profesyonel yönetim altında işleten, iştirak ettikleri şirketlerde azınlıkta kalmaya özen gösteren, şirketlerin yönetimini kontrol altına almak gibi amaç gütmeyen mali kurumlardır³². Holdinglerden ayrılan yönleri şu şekilde özetlenebilir³³.

1. Yatırım ortaklıkları çeşitli değerlerden meydana gelen portföy işletirler. Bu amaçla karlı ve gelişme vaat eden ortaklıklara iştirak eder, şirketleri kontrol etme, yönetim açısından onları etkileme amacı gütmazler. Zaten yatırım ortaklıklarına hakim olan riskin dağıtılması ilkesi bununla bağdaşmaz.

2. Yatırım ortaklıklarının portföyü hisse senedi, tahvil, hazine bonusu vb. gibi değerlerden meydana gelir. Holding portföyünde genellikle hisse senetleri yer alır. Tahvillerin iştirakler portföyünde görülmesi nadirdir. Holding şirket kendisine bağlı şirketler üzerinde nüfuzunu sürdürmek maksadı ile onların özellikle hisselerine sahiptir³⁴.

3. Yatırım ortaklıklarının aksine, holding yatırımı devamlı nitelik arz eder. İştirakleri sabit malvarlığı olarak görürler.

³¹ Reha Poroy ve Turgut S. Erem, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Hukuki Tedbirler, **Sermaye Piyasası Etüdü, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Tedbirler**, Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, Ankara: 1964, s.171.

³² Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, Genişletilmiş 6. Bası, İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Yayını, 1994, s.900; Jamshed Ghandi, "Investment Companies and the Development of Capital Markets", **The Role, Regulation and Operation of Investment Companies, Proceedings of the OECD – CMB Conference (20th –24th June 1988)**, Ankara: S.P.K. Yayını, 1989, s.3.

³³ Ünal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul: Es Yayınları, 1982, s.84; aynı yazar: "Tip Sorunu Açısından Holding Kavramı ve İşletme Konusu Üzerine Düşünceler", **İkt.Maf.** (Mart 1974), C.XX, S.12, s.452.

³⁴ Menteş A. Ertay, **Sermaye Piyasası ve Tekniği**, Ankara, 1975, s.36.

2.2.2. Yatırım Ortaklıkları ve Mevduat – Yatırım Bankaları

Mevduat bankaları, yatırılan tasarrufları nakit olarak yani itibari (nominal) değerleri ve faizleri ile birlikte iade eden kuruluşlar olmalarına karşın, yatırım ortaklıkları (özellikle değişir sermayeli), tasarrufları gerçek değerleriyle elde tutan, sahiplerine düzenli gelir sağlayan kurumlardır³⁵.

Yatırım ortaklıkları, finans kesimine fon arzedenlerle bu piyasadan fon talep edenler arasındaki fon alış-verişinin gerçekleşmesini sağlamak için kurulan yatırım bankaları³⁶ ile, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yatırım sermayesi açığını gidermek, gelişmiş ülkelerden sermaye ve teknoloji transferlerinde yardım sağlayarak girişimcilerin temel sanayi dallarına yatırım yapmalarını sağlayan, sanayileşme sürecini hızlandıran kalkınma bankalarından³⁷ da ayrılır. Yatırım bankaları tümüyle aracı durumunda olup mevduat kabul etmedikleri gibi kendi ellerindeki fonlarla yatırıma da yönelmezken, kalkınma bankaları da sanayi kesimine uzun süreli fon sağlayarak aracılık vazifesi görürler. “Kalkınma” ve “yatırım” bankaları arasında fark olmayıp, bu iki deyim aynı kavramı ifade etmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki yatırım bankalarına gelişme halinde bulunan ülkelerde kalkınma bankaları denilmektedir. Bunlar, sermaye piyasası işlemlerinden aracılık (underwriting) da uzmanlaşmışlardır³⁸. Yatırım ortaklıkları ise çeşitli değerlerden meydana gelen portföyü işleterek faaliyet gösteren, aracı olmaktan çok sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı kuruluşlardır³⁹.

2.2.3. Yatırım Ortaklıkları ve Finansman ve Spekülasyon Kuruluşları

Finansman kuruluşları, kurulmakta olan veya sermaye artıran ortaklıklara kapital sağlayarak aracılık faaliyetinde bulunurlar. Faaliyetleri yatırım ortaklıklarına benzemekle beraber hukuki statü ve korunan menfaatler

³⁵ Vural, a.g.e., s.96.

³⁶ Özcan Ertuna, **Finansal Kurumlar**, İzmir: D.E.Ü.İ.İ.B.F. Yayını, 1982, s.183.

³⁷ Ertuna, a.g.e., s.127; Serpil Canbaşı ve Hatice Doğukanlı, **Finansal Pazarlar**, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 1997, s.138.

³⁸ Ünal Tekinalp, **Banka Hukukunun Esasları**, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 1988, s.19.

³⁹ Vural, a.g.e., s.96.

açısından farklılık arz ederler. Gayeleri menkul kıymetlerin rayiç değişikliklerinden yararlanarak gelir sağlamak olan spekülasyon kuruluşları da yatırım ortaklıklarından farklıdır. Yatırım ortaklıkları da portföy işleterek menkul kıymet alım satımı yaparlar fakat asıl gayeleri spekülasyon değildir. Bu hareketleri önleyici ve düzenleyici bir rol üstlenmektedirler⁴⁰. Bu fonksiyonlarını gereği gibi yerine getirebilmeleri amacıyla yatırım ortaklığı kurumunu düzenleyen yasalarda gerekli hükümlere yer verilmiştir.

2.3. Yatırım Ortaklıklarının Faaliyet İlkeleri

Yatırım ortaklıkları küçük ve orta tasarruf sahiplerinin yatırımlarını çeşitli değerlere (menkul ve gayrimenkul değerler, altın ve diğer kıymetli madenler, vb.) yatıran ve kuruluş gayeleri gereği yatırımcıya riskin dağıtılması ve sınırlandırılması, uzmanlık yönetimi, işlem maliyetlerini azaltarak masrafların bölüşülmesini sağlamak gibi faaliyet ilkeleri ile hizmet veren kuruluşlardır. Sermaye piyasalarının karmaşık yapısı içinde mevzuattan, ekonomik ve mali gelişmelerden habersiz olan tasarruf sahipleri için yatırım ortaklıklarının faaliyet ilkeleri bir hayli önemlidir. Bu ilkelerin neler olduğunu kısaca açıklayalım.

2.3.1. Riskin Dağıtılması İlkesi

Yatırım ortaklıkları portföylerini oluştururken yatırımlarını sadece bir işletmeye ya da konuya sınırlamayıp değişik işletmelere, bölgelere, ülkelere, sektörlere ve değerlere yatırımda bulunurlar. Muhtemel zararları minimize etmenin tek yolu "bütün yumurtaları tek bir sepete koymaktan kaçınmaktır." Sermayeyi çok sayıda farklı endüstri ve ortaklıkların üzerine yayarak herhangi bir yatırım üzerindeki zararı sınırlamak bunu diğer yatırımlardaki karlarla karşılayarak denkleştirmek gerekmektedir⁴¹. Riskin dağıtılması yatırımları çok fazla yayarak aşırı derecede dağıtılması demek değildir. Aksi halde ortaklığın

⁴⁰ Poroy/Erem, a.g.et., s.171; Ali Sait Yüksel ve Gültekin Rodoplu, **Sermaye Piyasası**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1980, s.205.

⁴¹ Mark R. Greene ve Robert R. Dince, **Personal Financial Management, A Financial Planning Approach**, 2nd ed., South Western Publishing Co., Cincinnati, Ohio, 1987, s.433.

bu dağınık yatırımları kontrolü güçleştir⁴². Yatırımların çeşitli alan ve konulara yayılarak riskin dağıtılmasına çeşitlendirme (diversification) denir. Çeşitlendirme menkul kıymet çeşitleri (adi ve imtiyazlı hisse senetleri, tahviller vs.) itibariyle olabileceği gibi endüstri kolu (tekstil, otomotiv, makine, kimya vs.), şirket ve coğrafi bölgeler itibariyle veya bunların hepsini içine alacak şekilde de olabilir⁴³. Bireysel yatırımcının böyle geniş bir çeşitlendirme yapmasına mali imkanları müsait değildir. Oysa bir yatırım ortaklığı bu çeşitlendirmeyi otomatik olarak sağlar. Çünkü çoğu kez bu bir kanuni gereklilik olarak ortaya çıkar. Örneğin, 1940 tarihli Amerikan Yatırım Ortaklıkları Kanunu (Investment Company Act) bunlardan biridir⁴⁴. Yatırım ortaklığının portföy çeşitlendirmesi yaparken hangi tip menkul değerlere hangi oranda sahip olacakları, katıldıkları ortaklıklarda sermayenin ya da tüm oy haklarının yüzde olarak ne kadarına sahip olacakları gibi çeşitlendirme oranları, her ülkenin kanunlarında belirtilir. Bu hallerde rizikonun dağıtılması bir kanun emri olarak ortaya çıkar.

2.3.2. Uzman Kadro İle Yönetim İlkesi

Yatırım ortaklıkları uzman bir kadro tarafından yönetilir. Yukarıda sermaye piyasasının karmaşık yapısına değinmiştik. Böyle bir yapıda verimlilik hesapları yapmak, riziko unsurunu değerlendirmek uzmanlık işidir. Yatırım ortaklıkları sahip oldukları uzman kadrolar vasıtasıyla, yatırım yapılacak menkul kıymet çeşitlerini, sanayi kollarını, şirketleri seçer ve bunların faaliyetlerini devamlı olarak inceleyerek ortaklığın portföyünü devamlı olarak ayarlayarak kısa vadeli Pazar işlemlerinden de yararlanırlar. Bunlar bireysel yatırımcının kolay kolay elde edemeyeceği hizmetlerdir⁴⁵. Yatırım ortaklığının başarısı genellikle uzman kadronun eseridir. Çoğu yatırım ortaklıkları gerekli uzman kadroyu bünyesinde istihdam ederken bir kısmı da finansal danışman olarak

⁴² Hamdi Yasaman, **İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkanları**, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1980, s.40.

⁴³ Olgun, a.g.t., s.394.

⁴⁴ Jacobs, a.g.e., s.31.

⁴⁵ Olgun, a.g.t., s.394; Gönenli, a.g.e., s.490.

kiralama yoluna gider. Finansal yöneticiler mali, istatistik ve teknik analizleri yapmak, portföye dahil olabilecek menkul kıymetleri seçmekle sorumludurlar⁴⁶.

2.3.3. İşlem Maliyetlerinin Asgariye İndirilmesi İlkesi

Yatırım ortaklıklarının tabiatında var olan diğer önemli bir avantaj, portföy oluştururken menkul kıymetlerin alım-satım maliyetlerinin tamamen bertaraf edilmesi ya da azaltılmasıdır. Bireysel bir yatırımcı da pekala çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturabilir fakat, portföy için satılan ve/veya satın alınan her bir menkul kıymet için menkul kıymet brokerlarının komisyonlarını ödemek zorundadır. Komisyon maliyetleri portföy için yapılan muameleler sıkırsa büyük olabilecektir. Ayrıca broker'lar araştırma materyalleri, danışma ya da takip gibi hizmetleri yapmazlar. Yatırım ortaklıkları bütün bu hizmetleri iyi bir ücretle uzman kadrosuna yaptırabilir.

Bunlara ilaveten zaman maliyeti de söz konusudur. Bildiğimiz gibi vakit nakittir. Portföyü devamlı olarak izlemek için zamanınızı araştırmaya harcamak, değişikliklerle ilgili kayıtları tutmak zorundasınız. Eğer geniş bir portföyünüz varsa ve kendinize bir yatırım danışmanı ve muhasebeci istihdam etmek niyetinde değilseniz, bütün bu muameleler tek başına yorucu olacaktır. Yatırım ortaklıklarına yatırım yapmakla bütün bunlar otomatik olarak gerçekleşiyor ve işlem maliyetleri hemen hemen asgariye indirilmektedir⁴⁷.

2.3.4. Kamuyu Aydınlatma İlkesi

“Kamuyu aydınlatma” teriminin İngiliz ve Amerikan Hukuk sistemlerindeki karşılığı *disclosure*, Alman Hukukundaki karşılığı *Publizität* şeklinde ifade edilmektedir. “Disclosure” kelime anlamı ile açma, açıklama, ifşa etme, bildirme, bilgi verme karşılığına gelmektedir⁴⁸. Kamuyu aydınlatma ilkesi, halka açık anonim ortaklıklar için kabul edilmiş olup, yatırım ortaklıkları da halka açık

⁴⁶ Jacobs, a.g.e., s.33.

⁴⁷ Jacobs, a.g.e., s.34.

⁴⁸ Haluk A. Kabaalioğlu, **Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul: Ege Matbaası, 1985, s.12.

olduklarından bu ilkeye tabidirler⁴⁹. Poroy⁵⁰ kamuyu aydınlatma ilkesi ile ilgili olarak anonim ortaklıklar alanında şu tanımı vermektedir: “İç ve dış denetime rağmen ve onunla birlikte, gerek hisse senedi sahiplerine, gerek katılmayı düşünenlerin –kamu- en iyi korunmalarının yolu AO’nun faaliyeti hakkında gerçek, açık ve yeterli bilgi sahibi olmalarıdır. AO, ticari sırlar istisna edilirse, camdan bir evde oturmalıdır. Bilanço, rapor, izahname, sirküler gibi belgeler gerekçeler hakkında tam bilgi verecek usul ile yeterli ayrıntıları gösterecek modellere göre düzenlenmelidir, açıklanmalıdır. A.B.D. sisteminde üzerinde en önemle durulan bu açıklamadır: Disclosure. Diğer sistemler de bu ilkeyi benimsemişlerdir. Fransa’da publicité, Almanya’da Publizität, Türk sisteminde bu ilke “kamuyu aydınlatma” olarak adlandırılmıştır.” Yatırım ortaklıklarının faaliyeti hakkında geniş bilgi vermesi, bilanço hazırlaması, kar ve zarar hesabını açıklaması, portföyünün hangi menkul değerlerden oluştuğunu, bunların borsa değerlerini bildirmesi gerekir. Bu kamuyu aydınlatma ilkesinin bir sonucudur⁵¹.

Yukarıda sayılan faydaları bütün yatırım ortaklıkları aynı derecede sağlamazlar. Bazıları devamlı ve güvenli bir gelir sağlamayı ön plana alır; diğerleri portföyünün değerini yükseltmeyi (appreciation) esas alır; bir kısmı idarelerine hareket ve takdir serbestisi (discretion) tanırken diğer bir kısmı da sağlayabildikleri çeşitlendirme derecelerine göre farklılık gösterirler. Önemli olan yatırım yapacak tasarruf sahibinin kendisine en uygun yatırım ortaklığını seçmesidir⁵². Nihayet, yatırım ortaklıklarının hissedarlarına sunduğu; muhasebe ve raporlama, karların otomatik olarak tekrar yatırımı, muhafaza hizmetleri, gelir vergisi indirimi plan hizmetleri, takas hakkı gibi hizmetleri de vardır⁵³.

49 Yasaman, a.g.e., s.57.

50 Reha Poroy (Tekinalp/Çamoğlu), a.g.e., s.223.

51 Yasaman, a.g.e., s.58.

52 Olgun, a.g.t., s.395.

53 Bu hizmetler için bkz., Greene/Dince, a.g.e., 437.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK HUKUK SİSTEMİNDE YATIRIM ORTAKLIKLARI

Bu bölümde, yatırım ortaklıkları esas olarak 28.7.1981 tarihinde kabul edilen ve 1.2.1982 tarihinde yürürlüğe giren 3794 sayılı Kanunla¹ değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu² ve Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:VI, No:4 sayılı Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği³ çerçevesinde ele alınacaktır. Ancak, daha önce ülkemizde yatırım ortaklıklarına benzer yapıda kurulan müesseselerle ilgili yasal düzenlemelere ve yatırım ortaklıklarını düzenlemeye yönelik yasa tasarılarına kısaca değinmekte yarar olduğu düşüncesindeyiz.

3.1. Sermaye Piyasası Kanunu'nun Kabulünden Önceki **Düzenlemeler**

3.1.1. Yatırımlar (Holding) Anonim Ortaklığı Kanunu

SerPK'nun yürürlüğe girmesinden önce 20.9.1960 tarih, 86 sayılı "Yatırımlar (Holding) Anonim Şirketine Bazı İstisna ve Muafıklar Verilmesine Dair Kanun"⁴a dayanılarak bir anonim şirket kurulmuştur. Unvandaki "Holding" ibaresinin yanıltıcı olduğu, aslında kayıtlı sermayeli bir yatırım ortaklığının söz konusu olduğu ifade edilmiştir⁵. Ancak bu ortaklığın ana sözleşmesindeki bazı

¹ Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK'nin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun, R.G. T.13.5.1992, S.21227.

² R.G. T.30.7.1981, S.17416.

³ R.G. T.31.7.1992, S.21301.

⁴ R.G. T.22.9.1960, S.10610.

⁵ Reha Poroy (Tekinalp/Çamoğlu), **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 6.bası, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 1995, s.228.

hükümler nedeniyle gerçek anlamda bir yatırım ortaklığı sayılamayacağı ileri sürülmüştür⁶. Nitekim ortaklık ana sözleşmesinin 3. maddesinde, ortaklığın konusu genel olarak; “memleketimizde menkul sermaye piyasasının kurulmasını teşvik ve Türkiye'nin iktisadi kalkınmasına yararlı olmak” şeklinde ifade edilmiştir. Ortaklık bu gaye ile, her tür hisse senedi ve tahvil alım satımı yanında, madencilik, bayındırlık, inşaat, taahhüt işlerine girmek, gemi dahil her türlü araçlara sahip olmak vs. gibi adi bir anonim ortaklık için çok geniş amaç ve konularda faaliyet gösterebilmektedir. Oysa bu durum tasarruf sahiplerinin menfaatlerini mümkün olduğu ölçüde korumak için, yatırım ortaklıklarının sadece menkul kıymetler portföyü işletebileceği şeklinde çoğu ülkede kabul edilen gerçeklik ile ters düşmektedir. Diğer taraftan, 86 sayılı Yasa, kayıtlı sermaye sistemini kabul etmesine karşın, ortaklık ana sözleşmesi, sermayenin azaltılması koşullarını Ticaret Kanununun genel hükümlerine bırakmakla, ortaklığın değişir sermayeli olduğunu ve yatırım ortaklığı olarak çalışmak için gerekli niteliklere sahip bulunduğunu söylemeye imkan yoktur⁷.

3.1.2. Yatırım Ortaklıklarını Düzenleyen Çalışmalar ve Yasa Tasarıları

Yatırım ortaklıkları ile ilgili çalışma ve tasarıları, Türkiye'de sermaye piyasasının kurulmasına yönelik çalışma ve tasarılarından bağımsız olarak düşünmek mümkün değildir. Zira yatırım ortaklıkları bir sermaye piyasası kurumu olarak tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesini sağlayan aracı finansal kuruluşlardır. SerPK ve yatırım ortaklıklarına ilişkin tebliğleri incelemeye geçmeden önce kanunun hazırlık aşamalarında yatırım ortaklıkları ile ilgili görüş ve tekliflere bakmak yararlı olacaktır.

3.1.2.1. Sermaye Piyasası Etüdü.- Türkiye'de sermaye piyasası kurulmasını ve gelişmesini sağlamak, gerekli tedbirleri almak gayesi ile Devlet Planlama Teşkilatı, Türkiye Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankasının işbirliği ile bir çalışma grubu oluşturulmuş

⁶ Reha Poroy ve Turgut S. Erem, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Hukuki Tedbirler, **Sermaye Piyasası Etüdü, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Tedbirler**, Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, Ankara: 1964, s.182.

⁷ Poroy/Erem, a.g.et., s.182; Güven Vural, **Yatırım Ortaklıkları**, Ankara: A.İ.T.İ.A. Yayını, 1978, s.116, dpn.43.

ve uzmanlardan oluşan bu grubun hazırladığı çalışmalar 1964 yılında Sermaye Piyasası Etüdü⁸ adı altında yayınlanmıştır.

Etüdün hukuki araştırma bölümünde; yatırım ortaklıklarının sermaye piyasasındaki önemi anlatılarak, belli başlı ülkelerdeki uygulamalara değinilmiş, İngiltere, Amerika, Hollanda, İsviçre ve Fransa'daki durum kısaca incelenmiştir⁹. Daha sonra yatırım ortaklıklarının Türk Hukuk Sistemi içinde uygulanabilirliği imkanları incelenerek; sabit sermayeli yatırım ortaklığı kurmak için bugünkü hukuk sistemimizde bir değişikliğe ihtiyaç olmadığı, bunun TTK. hükümleri çerçevesinde mümkün olabileceği, değişir sermayeli yatırım ortaklıklarını mümkün kılacak hukuki tedbirlerin alınması gerektiğinden bahisle, Türkiye'de kurulabilmesi için hükümler teklif edilmiştir¹⁰

3.1.2.2. Sermaye Piyasası Kanunu Tasarıları.- 2499 sayılı SerPK'dan önce sermaye piyasasının kurulması ve teşviki için üç kanun tasarısı hazırlanmış ve bu tasarılar kolektif yatırım modelleri olan yatırım ortaklıkları ile yatırım fonları "sermaye piyasasının yardımcı kuruluşları" olarak yer almışlardır¹¹.

İlk olarak 1964 yılında "Sermaye Piyasasının Tanzim ve Teşviki Hakkında Kanun Tasarısı"¹² hazırlanmıştır. Bu tasarı Maliye Bakanlığı tarafından üzerinde bazı değişiklikler yapılarak 3.4.1967 tarihinde TBMM'ne sunulmuş,

⁸ Etüt üç bölümden oluşmaktadır. İktisadi Araştırma Bölümü Doç. Dr. Oktay Yenal, Hukuki Araştırma Bölümü Prof. Dr. Reha Poroy ile Prof. Turgut S. Erem, Vergi Bakımından Araştırma Bölümü ise Özhan Eroğuz tarafından hazırlanmıştır. Etüdün kapsamlı ve etkili ilk çalışma olduğu kabul edilmekle birlikte, tarihi bakımdan ilk çalışmanın 1953 yılında hazırlanan "Sınai Teşebbüslerin Finansmanına Hadim Olmak Üzere Bir Sermaye Piyasasının Tesis ve Teşviki Şart ve Usulleri" adlı rapor olduğu ifade edilmektedir. Bu konuda bkz., Nihat Edizdoğan, "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Tarihsel Gelişimi", **B.İ.T.İ.A. İşletme Fakültesi Dergisi** (Mart 1982), S.1, s.40.

⁹ Poroy/Erem, a.g.et., s.173.

¹⁰ Poroy/Erem, a.g.et., s.184.

¹¹ Hamdi Yasaman, **İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkanları**, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1980, s.4.

¹² Tasarı, Prof. Dr. Reha Poroy, Prof. Turgut S. Erem, Raif Olgun, Asis. Dr. Ünal Tekinalp ve Av. Vural Günal'dan oluşan komisyon tarafından hazırlanmıştır. Tasarı, 2-5 Aralık 1964 tarihleri arasında ilmi bir seminerde gözden geçirilerek tartışılmış, tasarı ve seminer tutanakları yayınlanmıştır. **Sermaye Piyasası Semineri**, 2-5 Aralık 1964, Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, Ankara: 1965.

komisyon çalışmalarından sonra 12.2.1969'da Meclis Başkanlığına verilmiş ise de, yasama yılı sona erdiği için kadük olmuştur¹³.

İkinci tasarı 20.5.1970 tarihinde Maliye Bakanlığı tarafından TBMM'ne sunulmuştur. Bu tasarinin esasını yine ilk tasarı oluşturmaktadır. Bu tasarı Geçici Komisyonda büyük değişikliklere uğramış ve ortaya adeta yeni bir üçüncü tasarı çıkmıştır¹⁴. Bu tasarı da yasama döneminde sonuçlandırılmayarak kadük olmuştur.

Her üç tasarıda da ortaklığa dayanan model olarak yatırım ortaklığı öngörülmüştür. Ancak aralarında bazı farklılıklar bulunmaktadır. Birinci tasarıda yatırım ortaklığının sadece bankalar ve sigorta şirketleri tarafından kurulabileceği öngörülmüşken, ikinci ve üçüncü tasarılar da bu kaldırılmış ve menkul kıymet portföyü işleten halka açık anonim ortaklıklarının (HaAO) yatırım ortaklığı kurabilecekleri kabul edilmiştir. Her üç tasarıda da yatırım ortaklığının HaAO şeklinde kurulacağı öngörülmüştür¹⁵.

Birinci tasarıda, yatırım ortaklığının müseccel sermayeli olarak kurulacağı, SPDK'dan izin almak şartıyla değişir sermayeli hale gelebileceği öngörülmüştür. Müseccel sermaye sisteminde yönetim kurulu, gerekli gördüğü zaman belirlenmiş tavana kadar sermaye artırımına gidebilme yetkisine sahiptir. İkinci tasarıda, yatırım ortaklıklarının sadece tavanı belirlenmiş sermayeli olarak kurulacağı öngörülürken, SPDK kararı ile değişir sermayeli hale gelebileceğinden söz edilmemiştir¹⁶. Yatırım ortaklıklarını iştirak ettikleri ortaklıkların yönetimine hakim olmalarını önleyerek holdingleşmelerinin önüne geçmek ve riskin dağıtılmasını sağlamak amacıyla; yatırım ortaklığının

¹³ Ünal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul: Es Yayınları, 1982, s.3; aynı yazar: "Sermaye Piyasasının Hukuki Yönü ve Sorunları", **İ.Ü.H.F.M**, 1973, C.XXXVIII, S.1-4, s.446.

¹⁴ Komisyon, görüşmelerde, DPT tarafından, banka kredi sisteminin yeniden düzenlenmesi için yapılan çalışmalar esnasında "Banka Kredi Sisteminin Reorganizasyonu Teknik Çalışma Grubu Başkanlığı"na hazırlanan ve 1969 yılında bilim adamlarının katıldıkları toplantılarda geliştirilen bir öneriden etkilenecek tasarıda önemli değişiklikler yapmıştır. Bkz., Tekinalp, a.g.e., s.3.

¹⁵ Yasaman, a.g.e., s.208.

¹⁶ Bülent Atuk, "Sermaye Piyasası ve Yatırım Ortaklıkları", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi** (Eylül 1973), C.10, S.9, s.46.

çıkarılmış sermayelerinin ilk tasarıda %5'inden (ikinci tasarıda %10) fazlasının bir tek ortaklığın menkul değerlerine yatırılamayacağı gibi sınırlamalar getirilmiştir¹⁷.

İlk tasarıda *vergi tedbirlerine* yer verildiği halde, ikinci tasarıda bunlarla ilgili hiçbir madde bulunmamaktadır. İlk tasarıda, yatırım ortaklığının iştirak kazançları istisnasından yararlanabilmesi için sermaye iştirak oranı ve şartları kaldırılmış (m.50) ve yatırım ortaklıklarından elde edilecek kar payı gelirlerinin 1000.TL.sının gelir vergisinden muaf tutulacağı öngörülmüştü¹⁸. Tasarılarda yatırım ortaklığının konusu menkul kıymet portföyü işletmekle sınırlandırılmış ve unvanlarında "yatırım ortaklığı" ibaresinin yer alacağı öngörülmüştür

3.1.2.3. Türk Ticaret Kanunu Sistemi İçinde Düzenleme Durumu.-

Sermaye piyasasının yardımcı kuruluşları tanzim olunurken kanun koyucunun, yatırım ortaklığını, Ticaret Kanununun şirketler ile ilgili hükümlerinden istifade etmek suretiyle tanzimi en kolay yoldu. Zira, ortaklığa dayanan model olarak yatırım ortaklıkları genellikle anonim ortaklık şeklinde kurulur ve faaliyet gösterirler. Yatırım ortaklıkları, konusu menkul kıymetler portföyü işletmek olan bir anonim ortaklıktır¹⁹.

Ancak TTK., Kara Avrupasının etkisi altında anonim ortaklıklarda sabit sermaye esasını benimsemiştir. Bu sistemde esas sermaye, ortaklarca tamamen taahhüt edilir ve kanunda öngörülen kısmı ödenir. Ortaklık sermayesinin artırılması veya azaltılması ana sözleşme değişikliğini gerektirdiğinden, kanunda belirtilen merasime uyularak gerçekleşmekte, uzun ve masraflı formaliteleri gerektirmektedir²⁰. Bu sistemde sabit sermayeli yatırım ortaklıklarının kurulması mümkündür. TTK'nun 271. maddesine göre, "Anonim şirketler kanunen yasak olmayan her türlü iktisadi maksat ve konular için kurulabilirler". Kurulacak bu ortaklık konusu menkul kıymetler portföyü işletmek

¹⁷ Atuk, a.g.m., s.46.

¹⁸ Atuk, a.g.m., s.47.

¹⁹ Nisim Franko, "Sermaye Piyasası Kanununun Yeni Bir Müessesesi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı", *Batider* (Aralık 1985), C.XIII, S.2, s.26.

²⁰ Davut Aydın, "Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Uygulaması", *E.A.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi* (Haziran 1989), C.VII, S.1, s.170.

olan AO olacaktır. Değişir sermayeli yatırım ortaklıklarının TTK'na göre kurulması mümkün gözükmemekteydi. Zira, bunlarda asıl özellik sermayenin her gün değişebilmesidir. Bu durum, kooperatif bünyesinde yatırım ortaklığı kurulamaz mıydı? sorusunu akla getirebilir. Ancak, yatırım ortaklıkları halka açık, yani dışa dönük olmalarına karşı, kooperatifler içe dönük ve ilk planda ortaklarının yararlarına yöneliktir. Ayrıca menkul değerler portföyü işletmek kooperatif ortaklarının ekonomik menfaatleri, meslek ve geçimleri ile ilgili değildir²¹. Değişir sermayeli yatırım ortaklığında şirket kendi hisse senetlerini satın alabilmekte ve satmakta, böylece ortaklığa giriş ve çıkış kolaylaşmaktadır. TTK'nda AO'nun kendi pay senetlerini iktisap ve rehin olarak kabul etmesi yasaklanmıştır (TTK. m. 329). Bu yasağın gerekçesi, ortaklığın kendi hisse senetlerinin piyasa değeri üzerinde bir etki icra etmesini ve ayrıca esas sermayenin azaltma hakkındaki kurallara uyulmamak suretiyle indirilmesi yolunu önlemektir²². Ancak aynı maddenin 4. bendine göre; AO'nun hisse senetlerini devir alması veya rehin olarak kabulü esas sözleşmeye göre AO nun iştirak konusuna giren işlemlerden ise AO'nun kendi hisse senetlerini geri alabileceğini öngörmektedir. Buna göre, konusu menkul değerlerin satılması, alınması ve yönetilmesi olan AO kendi hisse senetlerini alabilecektir. AO hisse senetlerini geri alma imkanına sahip olmasına rağmen, istenildiği kadar hisse senedi satamaz. Zira bu ortaklığın esas sermayesi ile sınırlı olacaktır. yatırım ortaklığına giriş çıkışın serbest olması, AO'da sınırlı kalmaktadır²³. Diğer taraftan yatırım ortaklığında hisse senetlerinin itibari değeri yoktur ve ortaklığın tüm aktifleri gözönünde tutularak bunların gerçek değerleri her gün hesaplanır. Oysa TTK'da itibari değerden yoksun hisse senetleri çıkarılamamaktadır (m.399). Buna göre hisse senetleri hem itibari bir kıymetle ihraç edilecek, hem de bu kıymet kanunda belirtilen miktardan aşağı olmayacaktır²⁴.

Bütün bu nedenler, kanun koyucunun, TTK' nun ihtiyaca cevap vermeyen sistemi yerine, yatırım ortaklığından beklenen gayeyi gerçekleştirebilecek başka

21 Yasaman, a.g.e., s.146.

22 Fahiman Tekil, **Şirketler Hukuku**, Cilt: II, **Anonim Şirketler**, İstanbul: 1976, s.431.

23 Yasaman, a.g.e., s.139.

24 Yasaman, a.g.e., s.140.

bir sistemi tercih etmesine yol açmıştır. Bu sistem, yatırım ortaklıklarını alelade AO'dan farklı olarak Sermaye Piyasası Kanununun bir kurumu olarak kanunlaştırmak yoluyla gerçekleştirilmiştir²⁵. Ancak, SerPK'nun 2. maddesinin 2. fıkrasında "Bu kanunda hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır" hükmü yer almaktadır. Genel hükümler öncelikle TTK, Medeni Kanun ve Borçlar Kanununun ilgili hükümleridir²⁶. Buna göre yatırım ortaklıkları, öncelikle TTK'nun ticaret ortaklıklarına ilişkin genel hükümlerine (m. 136 vd.) ve anonim ortaklığı düzenleyen hükümlerine tabidir (m. 269) tabidir. Temel kanunların yanısıra özel kanunlara örnek olarak; 213 sayılı Vergi Usul Kanunu, 5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu gösterilebilir²⁷.

3.2. Sermaye Piyasası Kanunu ve Yatırım Ortaklıkları

Hukuk sistemimize 2499 sayılı SerPK ile giren yatırım ortaklıkları, bu Kanunun 3794 sayılı Kanun ile değişmeden önceki halinde "Sermaye Piyasasında Yardımcı Kuruluşlar"ın yer aldığı V. bölümde "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları" adı altında 33. ve 34. maddelerinde tanzim edilmiş, Seri: VI, No:3 sayılı SPK tebliğinde²⁸ ise Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıklarına ilişkin açıklamalar yapılmıştı. SerPK 'da yapılan değişiklikten sonra bu tür ortaklıkların adı, sadece "Yatırım Ortaklığı" oldu ve "Sermaye Piyasası Kurumları" arasında yer aldı (SerPK. m. 32, 35, 36). SPK, söz konusu maddeler gereğince yatırım ortaklıklarını Seri: VI, No: 4 sayılı Tebliği ile düzenleyerek 3 nolu Tebliği uygulamadan kaldırılmıştır.

3.2.1. Tanım

SerPK. m.35, f. 1'e göre: yatırım ortaklıkları sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. Tanımdan yatırım ortaklığının en belirgin

²⁵ Franko, a.g.m., s.27.

²⁶ Bu husus gerekçede ifade edilmiştir. Bkz., **Sermaye Piyasası Mevzuatı**, Ankara: SPK Yayını, 1995, 1. Bölüm, s.73.

²⁷ Zühtü Aytaç, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, Ankara: Bank. Tic. Huk. Arş. Enst. Yayını, 1988, s.34.

²⁸ R.G. T.19.10.1991, S.21026.

özelliğinin portföy işletmek olduğu ortaya çıkmaktadır. Kanundaki değişiklik ile yatırım ortaklıkları yalnız menkul kıymetler portföyü işletmekten kurtarılmıştır. Ortaklık portföyleri, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve Tebliğ ile belirlenen sınırlar saklı kalmak kaydıyla yukarıda sayılan araçlardan her biri esas alınarak oluşturulabileceği gibi karma da olabilecektir. SerPK. m. 36, f. 1 uyarınca yatırım ortaklıkları kayıtlı sermayeli olarak kurulmak zorundadırlar. Buna göre yatırım ortaklıkları kısaca, “kanunda gösterilen kıymetlere ilişkin portföyleri işleten kayıtlı sermayeli anonim ortaklıklar”²⁹ şeklinde tanımlanabilir.

3.2.2. Kuruluş ve Faaliyet Şartları

3.2.2.1. Anonim ortaklık şeklinde kurulmak.- Yatırım ortaklıkları hukuki yapı olarak ancak AO şeklinde kurulabilir. Küçük tasarruf sahiplerinin katılımının sağlanabilmesi için, bu tip ortaklıkların bünye ve fonksiyonları gereği itibarlarının yüksek olması gerekir. AO’ların halk nazarında ciddi ve güvenilir kuruluşlar olarak böyle bir itibara en fazla sahip oldukları söylenebilir³⁰. Ayrıca AO’lar kanunen kendilerine tanınan haklarla bazı avantajlara³¹ sahip olduklarından büyük sermayeleri ile mali bakımdan güçlü bir yapıya sahiptirler. Bu nedenlerle, yönetim ve demokratik bir denetime sahip olan AO’lar yatırım ortaklıklarının bünyelerine en uygun ortaklık şekli olarak görülmektedir³².

Bir AO olarak yatırım ortaklıkları ani ve tedrici olarak kurulabilir (Tebliğ, m.6 vd., m.11 vd.)³³. Ani kuruluş, sermayenin tamamının kurucular tarafından taahhüt edilmesi ile olur; tedrici kuruluş ise, bir kısım sermayenin ve bunun karşılığı payların kurucular tarafından taahhüt edilmesi, geri kalan kısım içinde

²⁹ Vural Günal, **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar)**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1997, s.353.

³⁰ Sıtkı Şüküner, “Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları”, **Vergi Dünyası** (Nisan 1983), S.20, s.51.

³¹ Bu konuda bkz., Emin Tanrıvermiş, “Kollektif Şirketle Sermaye Şirketlerinden Olan Anonim Şirketin Mukayesesi”, **Vergici ve Muhasebeci İle Diyalog Dergisi**, 1987, S.5, s.32; M. Arif Savaş, “Sermaye Şirketlerinin Teşviki ve Kurumlaşmanın Avantajları”, **Vergi Sorunları II**, 1983, s.93.

³² O. Selim Kocahanoğlu, “Sermaye Piyasasında Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi** (Mayıs 1982), C.19, S.5, s.52.

³³ TTK’nun tedrici kuruluşu ilişkin hükümleri, SerPK ile büyük oranda uygulanamaz hale gelmiştir. Bunun nedeni SerPK hazırlanırken TTK hükümleri ile bağlantı sağlanamamasıdır.

halka müracaat edilmesi suretiyle yapılır. Her iki halde de, önce SPK'ya müracaatla portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere izin alınması gerekir (SerPK. m. 31, f. 1; Tebliğ, m. 6). Bu müracaatı takiben alınan Kurulun olumlu görüşü ve TTK'na göre gerekli belgelerle birlikte Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na müracaat edilerek kuruluş izni alınır (Tebliğ, m. 6,7). İzin alındıktan sonra, esas sözleşme ile yetkili kılınan yönetim kurulu, tedrici usulde halkı ortaklığa davet etmek üzere, ani kuruluştaki ise, halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması için, izinden veya kuruluştan itibaren üç ay içinde SPK'ya müracaat eder (Tebliğ, m. 8,9,10,12). Ani kuruluştaki hisse senetlerinin halka arzı, sermaye artırımını yoluyla veya mevcut hisselerin halka arzı yoluyla yapılır (Tebliğ, m. 12, f. 4). Hissedarların ellerindeki hisse senetlerini halka arz etmeleri halinde aranacak şartlar ve istenecek belgeler ayrıca düzenlenmiştir (Tebliğ, m. 13,14,15). Tedrici kuruluştaki yatırım ortaklığının ticaret siciline tescil ve ilanından itibaren, ani kuruluştaki ise, halka satış süresinin bitiminden itibaren en geç 15 gün içinde SPK'ya başvurularak kota alınma belgesi talep edilir ve bu belgenin alınmasını izleyen en geç 15 gün içinde çıkarılan hisse senetlerinin kote edilmesi isteği ile menkul kıymetler borsasına müracaat edilir (Tebliğ, m. 10, b. 1 ve m. 16, f. 2).

Ortaklığın iştiğal konusu, portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmaktır. Yatırım ortaklıklarının portföy işletmek dışında yapabilecekleri faaliyetler Kurul'ca düzenlenir (SerPK. m. 35, f. 2). Fransızca bir tabir olan portföy (portefeuille) kelimesinin lugat manası cüzdan, para cüzdanıdır. Ancak bu kelime, tahvil ve hisse senetleri başta olmak üzere çeşitli menkul değerlerden, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan ayrı bir varlığı, paketi ifade etmek için kullanılmaktadır³⁴. Portföy bizzat ortaklık malvarlığının kendisidir. İşletme sermayesi için ayrılan küçük bir kısmın dışında malvarlığı – portföy ayniyeti söz konusudur. Hukuki yönden portföyün sahibi, doğrudan

olmasıdır. Bu konuda bkz., Oğuz İmregün, **Kara Ticareti Hukuku Dersleri**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1996, s.264.

³⁴ Tekinalp, a.g.e., s.101.

doğruya AO tüzel kişiliğidir. Ortaklık malvarlığı ile portföy arasında iktisadi ve hukuki yönden bir ayırım yapmak mümkün değildir³⁵.

3.2.2.2. Kayıtlı sermaye sistemi.- Yatırım ortaklıkları kayıtlı sermayeli olarak kurulmak zorundadırlar (SerPK. m. 36, f. 1). T.T.K. anonim ortaklıklarda sabit sermaye sistemini benimsemiştir. Kara Avrupası hukuklarının kabul ettikleri bu sistemde, sermaye artırımı ve azalımı esas sözleşme değişikliğini gerektirdiğinden uzun ve masraflı formaliteleri gerektirmektedir. Bu sistemin sakıncalarını ortadan kaldıran diğer bir sistem, İngiliz – Amerikan kökenli kayıtlı sermaye sistemidir. Bu sistemde ana sözleşmede gösterilmek kaydıyla yönetim kuruluna şirket sermayesini kayıtlı sermaye tavanına kadar artırma yetkisi verilmektedir. SerPK'nun gerekçesinde gösterilen temel hedefler arasında "Kara Avrupası hukuk sisteminin etkisi altında bulunan şirketler hukukumuzda şirketlerin halka açılmasını kolaylaştıracak kurumlar getirmek" bulunmaktaydı³⁶. Kayıtlı sermaye sistemi bu gerekçeye dayanılarak kabul edilmiştir³⁷. SerPK. m. 12, f. 1'e göre: hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan AO'lar ile kurulmuş olup da sermaye artırmak suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek olan AO'lar, SPK'ndan izin almak şartı ile kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilirler. Burada bir zorunluluğun değil, ihtiyariliğin olduğu göze çarpmaktadır.

³⁵ Zühtü Aytaç, "Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul kıymetler Yatırım Ortaklıkları", **Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar)**, İstanbul: İAV Yayını, 1984, s.250; Franko, a.g.m., s.36.

³⁶ **Sermaye Piyasası Mevzuatı**, 1. Bölüm, s.72.

³⁷ "... Bugün ülkemizde belli başlı Kara Avrupası ülkelerinde olduğu gibi esas sermaye sistemi caridir. Esas sermaye, esas mukavele ile tespit olunur ve azaltılması veya çoğaltılması esas mukavenenin değiştirilmesini gerektirir. Bir şirketin faaliyete başladığı zaman büyük sermayeye ihtiyacı yoktur. Bu nedenle küçük sermayelerle işe başlanır ve sonra işlerin gereğine göre zaman zaman yeniden kuruluyormuş gibi uzun ve külfetli formalitelere başvurularak sermaye artırılabilir. Oysa, İngiltere ve ABD'de Authorized Capital veya Registered Capital denilen Kayıtlı Sermaye Sistemi caridir. Bu sistemde sermayenin azami haddi esas mukavelede gösterilir ve bu hadde ulaşıncaya kadar Yönetim Kuruluna hisse senedi ihraç yetkisi verilir. Böylece şirketlerin ihtiyaca göre sermaye ihraç etmelerine esneklik getirilirken, bir yandan da sermaye piyasasına açılmada, uzun ve külfetli formaliteler ortadan kaldırılmaktadır. Sistemin diğer bir faydası, şirketlerin hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller çıkarmalarına işlerlik kazandıracak, nitelikte olmasıdır. Şirketler ilk kuruldukları zaman hisse senetleri tasarruf sahipleri için hem riskli hem de gelir temini yönünden cazip değildir. Bu bakımdan şirketlerin kayıtlı sermaye sisteminde fon toplamak üzere önce tahvil ihraç etmeleri hisse senetleri gelir açısından tatminkar duruma geldiğinde, ihraç ettikleri tahvilleri kolayca hisse senetleri ile değiştirmeleri imkan dahilindedir. Oysa sabit esas sermaye sisteminde bu işlem uzun ve külfetli formaliteleri gerekli kılmaktadır...", Gereğede kayıtlı sermaye sisteminin ülkemiz için yabancı olmadığından söz edilerek bu konuda çıkarılmış özel kanunlardan bahsedilmektedir. Bkz., **Sermaye Piyasası Mevzuatı**, 1. Bölüm, s.73, 74.

Ancak, yatırım ortaklıkları bu kuralın bir istisnasını oluşturmaktadır. Bu ortaklıklar kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulmaları ve başlangıç sermayelerinin kurulca belirlenen miktardan az olmaması gerekir³⁸.

Burada üzerinde durulması gereken bir nokta, kayıtlı sermaye sisteminin, yatırım ortaklığına ihraç etmiş olduğu hisseleri satın alma imkanını verip vermediğidir. Doktrinde kayıtlı sermaye ile değişir sermaye ilkesinin benimsenmediği, hisse senetlerinin geri alınmasının söz konusu olamayacağı ileri sürüldüğü gibi³⁹, kayıtlı sermaye ile open-end⁴⁰ sisteminin benimsenmiş olduğu, yatırım ortaklığının konusunu gerçekleştirebilmesi için sermayesinde artırma ve azaltma yoluyla dilediği değişikliği yapabileceği, sermaye azaltmanın ortaklığın kendi hisselerini geri alması suretiyle gerçekleşeceği şeklinde görüşte ileri sürülmüştür⁴¹. Kanaatimizce, yatırım ortaklıklarının fonksiyonlarını gereği gibi yerine getirebilmesi için sonuncu görüş isabetlidir.

3.2.2.3. Başlangıç sermayesi.- Başlangıç sermayesi, kayıtlı sermayeli AO'ların sahip olmaları zorunlu olan asgari çıkarılmış sermayeleridir (SerPK. m. 3, b. e). Bundan maksat Türkiye gibi sermaye piyasası yeni gelişmekte olan bir ülkede, bu piyasaya mali yönden güçlü firmaların girmesini sağlamak suretiyle, bir yandan halkın güvenini sarsmamak, diğer yandan da muhtemel ekonomik dalgalanmaları göğüsleyecek şirketler kurdurabilmektir⁴². Nitekim bu husus kanun gerekçesinde "Kayıtlı sermaye sistemini uygulayan ülkelerde kayıtlı sermaye miktarı bazı sınırlamalara konu olmaktadır. Bu meyanda bazı ülkeler kayıtlı sermayenin muayyen bir kısmının (1/5, 1/10 gibi) taahhüt altına alınması, bir kısım ülkeler kayıtlı sermayeli şirketlerin asgari bir başlangıç sermayesine sahip olması yoluna gitmektedir. Bundan maksat çeşitli spekülatif ve maceracı hareketlere engel olmak, faaliyet konusu ve vüsati ile hedef alınan kayıtlı

³⁸ Genel olarak kayıtlı sermayenin yararları ve bunun yatırım ortaklıklarındaki avantajları konusunda bkz., Hüseyin Anaral, **Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye**, Ankara: Yarı Açık Cezaevi Matbaası, 1982, s.26; Yasaman, a.g.e., s.15.

³⁹ İbrahim Toptepe, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları", **Maliye Dergisi** (Eylül-Ekim 1982), S.59, s.28.

⁴⁰ Bkz., yuk. s.31.

⁴¹ Franko, a.g.m., s.30.

⁴² Kocahanoğlu, a.g.m., s.53.

sermaye arasında uyumu sağlamaktadır” şeklinde ifade edilmiştir⁴³. Kanun başlangıç sermayesinin miktarını belirleme yetkisini kurula bırakmıştır. SPK bu miktarı en az 100 milyar olarak belirlemiştir (Tebliğ, m. 5). Kuruluş aşamasında, yatırım ortaklığının başlangıç sermayesini temsil eden hisse senetlerinin % 0.3 oranındaki ücret, hisse senetlerinin kayda alınmasından önce Kurul’un T.C. Merkez Bankası Ankara Şubesindeki hesabına peşin olarak yatırılır (SerPK. m. 28, Tebliğ, m.30).

3.2.2.4. Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması.- yatırım ortaklıklarının hisse senetleri nakit karşılığı çıkarılacaktır (SerPK. m. 36, Tebliğ, m. 5). Bu hüküm aslında, SerPK. m. 7, f. 3’de yer alan: halka arz yolu ile satılan hisse senedi bedellerinin tam olarak nakden ödenmesi şarttır kuralının tekrarından ibarettir. Kanun koyucu yatırım ortaklığının aynı sermaye ile kurulmasını yasaklamaktadır. Kanunda aracı kurumlar için getirilmiş olan hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması mecburiyeti yatırım ortaklıkları için aranmamıştır. Şu halde yatırım ortaklığının hisse senetleri kısmen veya tamamen hamiline veya nama yazılı olabilecektir. Esasen nama yazılı olma şartının aranmaması, yatırım ortaklığının fonksiyon ve yapısına da uygundur. Kayıtlı sermayeli kurulma, ortaklığa girme veya çıkma konuları düşünülürse böyle bir şart yatırım ortaklığını işlemez hale getirebilirdi⁴⁴.

3.2.2.5. Unvan.- Ticaret unvanlarında “Yatırım Ortaklığı” ibaresinin bulunması gerekir (SerPK. m. 36, Tebliğ, m. 5). SerPK hükümleri ve Tebliğ esaslarına göre kurulan yatırım ortaklığı dışında hiçbir kuruluş, ticaret unvanında veya ilan ve reklamlarında içinde yer aldığı sektör faaliyet alanı belirtilmeden “Yatırım Ortaklığı” veya aynı anlama gelen başka bir ibareyi kullanamaz (Tebliğ, m. 29).

3.2.2.6. Diğer şartlar.- Yatırım ortaklığı kurucularının müflis olmadığının veya yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının tespit edilmiş olması ve ortaklık esas sözleşmesinin SerPK hükümlerine uygun olması

⁴³ **Sermaye Piyasası Mevzuatı**, 1. Bölüm, s.74.

⁴⁴ Kocahanoğlu, a.g.m., s.53.

gerekir (SerPK. m. 36, f. 1, b.e, f).

3.2.3. Faaliyet İlkeleri

3.2.3.1. Tebliğde belirtilenler dışında imtiyaz veren hisse senedi ve 360 gün ve daha uzun vadeli borçlanma senedi ihraç edemezler.- Yatırım ortaklıkları, kurucu intifa senedi, oydan yoksun hisse senedi, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde oyda imtiyaz hakkı tanıyan hisse senetleri dışında imtiyazlı hisse senetleri ihraç edemezler. TTK. m. 401'e göre: esas sözleşme ile bazı hisse senetlerine kar payı veya tasfiye halindeki şirket mevcudunun dağıtılması vesair hususlarda imtiyaz hakları tanınabilir. Buna karar verebilecek organ genel kuruldur. Genel kurul bu devredilemez yetkisini TTK. m. 388'deki nisaplara uymak suretiyle kullanır. Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden AO'da ve bu arada yatırım ortaklıklarında imtiyazlı paylar ihracına karar verebilecek olan organ yönetim kuruludur. SerPK. m. 12, f. 5'e göre: yönetim kurulunun; imtiyazlı ve itibari değerinin üzerinde hisse senedi çıkarılması, pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması konularında veya imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alabilmesi için; esas sözleşme ile yetkili kılınması şarttır. Yönetim kurulunun imtiyazlı pay ihraç edebilmesi için esas sözleşmede iki çeşit hüküm bulunması bir zorunluluktur. Birincisi, ortaklığın imtiyazlı pay ihraç edebileceğini düzenleyen hüküm ve ikincisi bu hususta yönetim kurulunun yetkili kılındığını belirten hüküm⁴⁵. Kanun koyucu, yatırım ortaklıklarında imtiyazları geniş tutmayarak tasarruf sahiplerinin bu ortaklıklara yönelmelerini teşvik etmeyi amaçlamıştır.

İntifa senetleri, sahibine sadece malvarlıksal haklar sağlayan hisse senetlerinin aksine, AO'da herhangi bir payı temsil etmeyen, onun için pay sahipliği hakları vermeyen, kıymetli evrak, bazen de menkul kıymet niteliğini haiz bulunan senetlerdir⁴⁶. İntifa senedi sahiplerine ancak, safi kazanca veya tasfiye sonucuna iştirak yahut yeni çıkarılacak hisse senetlerini alma hakları tanınabilir (T.T.K. m. 403). Kurucu intifa senetleri ise, kuruluşta hizmeti

⁴⁵ Sami Karahan, **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması**, İstanbul: Kazancı Yayınları, 1991, s.28.

⁴⁶ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), a.g.e., s.595.

geçenlere verilen intifa senetleridir. İlk esas mukavelede öngörülmüşse, kuruculara bu hizmetlerine karşılık intifa senetleri verilebilir (TTK. m. 402). Ancak sonradan yapılacak mukavele değişikliği ile intifa senedi tahsis edilemez. Kurucu intifa senedi sahipleri şirket kar etmedikçe kar payı talep edemez. Kar edilmiş olsa bile, dönem karından kurumlar vergisi ve kanuni yedek akçe ile pay sahipleri için %5 kar payı ayrıldıktan sonra kalan kısmın en çok onda birini kar payı olarak alabilirler. Kurucu intifa senetlerinin "nama yazılı olması" gerekir (TTK. m. 298). Genel kurul, esas mukavele gereğince veya esas mukaveleyi değiştirerek, bedeli itfa olunan payların sahipleri, alacaklılar, kurucular veya bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar lehine intifa senetleri ihdasına karar verebilir (TTK. m. 402, f. 1). Ancak, yatırım ortaklıklarında, kurucular dışında yukarıda sayılanlar lehine intifa senetleri çıkarılamaz.

Oydan yoksun hisse senetlerine gelince; TTK'nun kabul ettiği sisteme göre, her payın en az bir oy hakkı vardır (TTK. m. 373, f. 1) ve kanun bunu pay sahibinin kendi rızası bulunmaksızın elinden alınamayan bir müstesap hak olarak kabul etmiştir (TTK. m. 385, f. 2). Emredici bu kurallardan ayrılmayı ifade eden pay sahibinin oydan yoksunluğu yasada tek bir maddede ve toplu olarak düzenlenmemiş, tahdidi olarak sayılmıştır⁴⁷. SerPK'da ise, karda imtiyazlı fakat oysuz paylara yer verilmiştir (SerPK. m. 14/A). Bu payların ihracı ve sermaye içindeki oranı, karda imtiyazın niteliği, senetlerin şekli, kapsamı ve türü ile halka arz, satış şart ve usulleri SPK tarafından belirlenecektir. Nitekim bu hüküm gereğince SPK oydan yoksun hisse senetlerini (OYHS), Seri: I, No:15 sayılı Oydan Yoksun Hisse Senetlerine İlişkin Esaslar Tebliği⁴⁸ ile düzenlemiştir. Tebliğe göre OYHS sahibine oy hakkı vermeyen, buna karşılık, kar payından ve istendiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını ve diğer ortaklık haklarını sağlayan hisse senetleridir (Tebliğ, m. 4). OYHS'nin nama yazılı olması zorunludur (Tebliğ, m. 5).

⁴⁷ Ömer Teoman, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, Ankara: Bank. Tic. Huk. Arş. Enst. Yayını, 1983, s.14.

⁴⁸ R.G. T.31.7.1992, S.21301.

Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde oyda imtiyaz hakkı tanıyan hisse senetleri de imtiyazlı payların bir çeşididir. Esas sözleşmelerde oy hakkının pay sahipleri arasında eşit işlem ilkesine göre düzenleneceği ilkesinin istisnasını teşkil eder.

SerPK. m. 13'de, sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri kavramı kullanıldığından yatırım ortaklığı tahvil dışında (örneğin finansman bonosu)⁴⁹ 360 gün ve daha kısa vadeli borçlanma senedi ihraç edebilirler. Tahviller, orta ve uzun vadeli borçlanma aracı olduklarından yatırım ortaklıklarında ihracı mümkün değildir. SerPK tahvillerin vadesi ve itfası hususlarında SPK'na yetki vermiş ve kurul, Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği⁵⁰ ile, tahvillerin vadesinin 2 yıldan az, 7 yıldan fazla olamayacağını belirtmiştir (Tebliğ, m. 8). Doktrinde, tahvilin bir borç senedi olması nedeniyle belirli bir riski de beraberinde taşıdığı, oysa risk dağıtan ve bu amaçla kurulan bir ortaklıkta bunu çelişki yarattığından bahisle yasağı normal karşılayanlar⁵¹ olduğu gibi, kanun koyucunun küçük tasarruf sahiplerini korumada çok hassas davrandığı, ortaklığın ilave fon imkanından mahrum olduğunu söyleyenlerde olmuştur⁵². Ortaklığın kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için kısa vadeli borçlanma senedi ihracında sınır, çıkarılmış sermayesi ile yedek akçeleri toplamının en az %20'sidir (Tebliğ, m. 19).

3.2.3.2. Yatırım sınırlaması.- Yatırım ortaklıkları riskin dağıtılması ilkesine uygun olarak çalışmak zorunda olduklarından tebliğ ile bazı sınırlamalar getirilmiştir. 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 içinde tasfiyesi gerekir. Belirtilen süre içinde menkul kıymetleri elden çıkarmanın imkansız olduğu veya söz konusu süre içinde elden çıkarmanın yatırım ortaklığı

⁴⁹ Finansman bonolarının vadesi 60 günden az 720 günden fazla olamamak üzere ihraççı tarafından belirlenir. Bkz., Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: III, No:13, m.5, R.G. T.31.7.1992, S.21301.

⁵⁰ R.G. T.14.7.1992, S.21284.

⁵¹ Targan Ünal, **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar**, İstanbul: İMKB Yayını, 1995, s.99; Aytaç, a.g.m., s.279.

⁵² Şükürrer, a.g.m., s.53; Kocahanoğlu, a.g.m., s.54.

aleyhine “büyük zarar” doğuracağıının belgelenmesi hallerinde, Kurul tarafından bu süre uzatılabilir (Tebliğ, m. 18, b. b.).

Risk sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetleri hariç Türk ve yabancı yatırım ortaklıklarının hisse senetleri ile yatırım fonlarının katılma belgelerine yatırım yapamazlar (Tebliğ, m. 18, b. h). Bu sınırlamadan amaç, yatırım ortaklığında toplanan fonların başka yatırım ortaklıkları ve fonları aracılığı ile değil, doğrudan kendisi tarafından yatırımlara kanalize edilmesidir. Ayrıca bir yatırım ortaklığının net aktif değeri piyasa değerinin üzerinde bulunan bir başka yatırım ortaklığının hisse senedini satın alması, piyasada işlem hacmi açısından önemli bir canlılık oluşturacaktır⁵³.

Yatırım ortaklıklarının menkul kıymetler dışında portföylerine alabilecekleri kıymetli madenlere de bir sınır getirilmiştir. Buna göre çıkarılmış sermaye ve yedek akçeleri toplamının %10'undan fazlasını altın ve diğer kıymetli madenlere yatıramazlar (Tebliğ, m. 18, b. j).

Yatırım ortaklıklarının portföylerine yabancı kıymet alabilmesi için bunların türlerini, özelliklerini ve hangi borsa veya borsa dışı organize piyasalardan alacaklarını esas sözleşmelerinde belirtmiş olmaları şarttır (Tebliğ, m. 18, b. ı). Yabancı kıymetten maksat, yurtdışında yerleşik bir tüzel kişinin çıkardığı kıymetlerle, aynı tüzel kişinin Türkiye’de çıkarıp halka arz ederek veya etmeyerek sattığı kıymetlerdir⁵⁴. Yatırım ortaklıkları, sermaye ve yedek akçeleri toplamının %25’ini Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı karar çerçevesinde alım satımı yapılabilen sermaye piyasası araçlarına yatırabilirler. Ancak ortaklıklar, portföylerindeki varlıkların riskten korunması amacıyla, portföylerine sözleşme tutarı sermaye ve yedek akçeleri toplamının %5’ini geçmemek koşuluyla yabancı vadeli işlem sözleşmelerini ve opsiyonları dahil edebilirler. %5’lik oran, bu fıkranın birinci cümlesindeki %25’lik oranın hesaplanmasında dikkate alınır (Tebliğ, m. 18, b. ı).

53 Ünal, a.g.e., s.102.

54 Günal, a.g.e., s.366.

3.2.3.3. Yönetim sınırlaması.- Yatırım ortaklıkları hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına sahip olamazlar (Tebliğ, m. 18, b. a). Örneğin (X) ortaklığının sermayesi 200 milyar liradır. Bir yatırım ortaklığı bu şirketin en fazla 18 milyar liralık hisse senedini portföyünde bulundurabilir. Bu sınırlama yatırım ortaklığının holdingleşmesini önlemeye yönelik olduğu gibi, yatırım ortaklığını yönetenlerin belli şirketlerin hisseleri üzerinde yoğunlaşarak kişisel menfaat elde etmelerine engel olma amacını taşımaktadır.

3.2.3.4. Rayiç bedel ile işlem yapma.- Yatırım ortaklığı rayiç bedelin üstünde varlık 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 (Tebliğ, m. 18, b. f).

3.2.3.5. Taşınır ve taşınmaz mal edinmede sınır.- Yatırım ortaklıkları, faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla taşınır ve taşınmaz mal edinemezler. Bu miktar ve değer, sermaye ve yedek akçelerinin ve/veya aktif toplamının %5'inden fazla olamaz (Tebliğ, m.18, b. d).

3.2.3.6. Portföy varlıkları üzerinde mülkiyete ilişkin sınırlama.- Yatırım ortaklıkları, portföyündeki varlıkları esas itibariyle rehin veremez ve teminat olarak gösteremezler. Ancak kredi temini için portföyün %5'ini teminat olarak gösterebilir ve kurul düzenlemeleri çerçevesinde ödünç menkul kıymet verebilirler (Tebliğ, m. 18, b. g).

3.2.4. Yatırım Ortaklıklarının Yapamayacakları İşler

3.2.4.1. Ödünç para verme işleri.- Ödünç para verme işleri, 90 sayılı Ödünç Para Verme İşleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname⁵⁵ ve 3812 sayılı Bankalar Kanunu⁵⁶ tarafından belli kurallara bağlanmış ve bu konuda "ihtisas" sahibi olduğu kamu otoritelerince belgelenenler tarafından

⁵⁵ R.G. T.6.10.1983, S.18183.

⁵⁶ R.G. T.2.5.1985, S.18742.

yapılabileceği belirlenmiştir. Mali piyasa içinde sermaye piyasası ve portföy işletmesi kavramları ile ters düşen bu faaliyetten yatırım ortaklıkları men edilmiştir⁵⁷.

3.2.4.2. Mevduat toplama.- Mevduat, istenildiği anda veya belirli bir vade sonunda geri alınmak üzere gerçek veya tüzel kişiler tarafından bankalara yatırılan paralardır⁵⁸. Buna göre “mevduat” bankaya yatırılan bir miktar parayı ifade eder⁵⁹.

Bankalar Kanununa göre, mevduat kabul yetkisi bankalara veya özel kanunla yetkili kılınan kurumlara aittir. Bunlar dışında hiçbir gerçek veya tüzel kişi aslen veya fer'an meslek edinerek mevduat kabul edemez ve bankacılık işlemleri yapamaz (Ban. K. m. 13, b. 1). Şu halde yatırım ortaklıkları mevduat kabulüne yetkili değildir.

3.2.4.3. Ticari, sınai ve zirai faaliyetler.- Ticari faaliyetler, TTK'nda “ticari işler” başlığı altında belirtilmiştir. Buna göre; bir ticarethane veya fabrika yahut ticari şekilde işletilen diğer bir müesseseyi ilgilendiren bütün muamele fiil ve işler, ticari işlerdir (TTK. m. 3). Zirai faaliyetin tanımına ise, Gelir Vergisi Kanununda geniş şekilde yer verilmiştir. Buna göre; arazide, deniz, göl ve nehirlerde ekim, dikim, bakım, üretme, yetiştirme ve ıslah yollarıyla veyahut doğrudan doğruya tabiattan istifade etmek suretiyle nebat, orman, hayvan, balık ve bunların mahsullerinin istihsalini, avlanmasını, taşınmasını, satılmasını veya bu mahsullerden sair bir şekilde faydalanılmasını ifade eder (GVK. m. 52).

Bu faaliyetler, portföy işletmeciliği kavramı ile bağdaşmadığı için yasaklanmıştır.

3.2.4.4. Aracılık faaliyetinde bulunma.- Aracılık, sermaye piyasası araçlarının yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve

57

Günal, a.g.e., s.370.

58

Ünal Tekinalp, **Banka Hukukunun Esasları**, C. I, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 1988, s.309.

59

İbrahim Kaplan, **Banka Sözleşmeleri Hukuku**, C. I, Ankara: Dayınları Hukuk Yayınları, 1996, s.130.

hesabına veya kendi namına başkası hesabına alım satımıdır (SerPK. m. 30, f. 2). Yatırım ortaklıkları riskin dağıtılması amacıyla portföy işletmek olup aracılık amacıyla alım – satım yapmazlar.

3.2.5. Kamuyu Aydınlatma

Kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacı ile, bilanço, kar ve zarar tablosu, yıllık raporlar, denetim raporları ve diğer bilgiler hakkında standartlar saptayan SPK, istediği bilgilerin esaslarını tebliğde göstermiştir⁶⁰.

3.2.5.1. Portföyün oluşturulmasına ilişkin açıklama zorunluluğu.- Yatırım ortaklığı, ani kuruluş işlemlerini izleyen en geç üç ay içinde menkul kıymetler portföyünü oluşturmak ve portföyün terkihi hakkında portföyün oluşturulmasını izleyen bir hafta içinde Kurul'a ve ortaklarına bilgi vermek zorundadır (Tebliğ, m. 28, b. a).

3.2.5.2. Portföyün değerlendirilmesi.- Portföyde bulunan menkul kıymetler kurulun belirlediği ilke ve esaslara göre değerlendirilir. Portföydeki menkul kıymetlerin ayrıntılı bir dökümü ile portföy değeri haftalık dönemler itibariyle kurula iletilir. Portföy yapısı ile değeri ortakların incelemesine sunulmak üzere yine haftalık olarak ortaklık merkezi ve şubelerinde hazır tutulur (Tebliğ, m. 28, b. b).

3.2.5.3. Mali tablo ve raporların açıklanması.- Yatırım ortaklığı, mali tablo ve raporlarını hazırlarken muhasebe standartlarına ve bağımsız denetlemeye yönelik kurul düzenlemelerine uymak zorundadır (Tebliğ, m. 24). Portföydeki menkul kıymetlerin türleri itibariyle maliyet ve rayiç bedelleriyle gösterildiği "portföy değeri tablosu" ve bağımsız denetim öngörülen mali tablolar için bağımsız denetim raporu ile birlikte Kurul'un ilgili tebliğleri çerçevesinde kamuya açıklamak ve bu açıklamaları Kurul'a gönderme zorunluluğu vardır (Tebliğ, m. 28, b. c).

⁶⁰ M. Birol Çapanoğlu, **Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 1993, s.62.

3.2.5.4. Kurulun bilgi isteme yetkisi.- Kurul, yatırım ortaklıklarının denetimi, gözetimi ve izlenmesine yönelik her türlü bilgi ve belgeyi isteyebilir. Söz konusu bilgi ve/veya belgeler istenilmelerini takip eden 6 iş günü içinde ortaklık yetkililerince Kurul'a verilmesi şarttır.

3.2.6. Yatırım Ortaklıklarının Kar Dağıtımı ve Hisse Senetlerinin Şekli

3.2.6.1. Kar Dağıtımı.- SerPK. m. 36, f. 2 uyarınca, yatırım ortaklığının kar dağıtım esasları Kurul tarafından belirlenir. Tebliğ, m. 25, f. 6'da yatırım ortaklığının karı şöyle tanımlanmıştır: "Şirket'in karı; portföyündeki menkul kıymetlerin alım satımından oluşan kar, değer artışından kaynaklanan gelir ile faiz, temettü ve benzeri gelirlerin toplamından, amortisman, değer azalışından kaynaklanan giderler ve genel yönetim giderleri gibi giderlerin düşülmesinden sonra bulunan tutardır." Yatırım ortaklıkları kar dağıtımında SerPK'nun 15nci maddesine ve Kurul tebliğlerine uymak zorundadırlar (Tebliğ, m. 25, f. 7).

Kuruluştaki ihraç edilen hisse senetleri yatırım ortaklığının tescil edildiği hesap dönemi itibariyle kar payına hak kazanır. Sermaye artırımını suretiyle yeni hisse senedi ihraçlarında ise, ihraç edilen hisse senetleri, yeni pay alma hakkının kullanımına ilişkin sirkülerin yayımlandığı hesap dönemi itibariyle kar payına hak kazanır (Tebliğ, m. 25, f. 2). Nakdi sermaye artırımını nedeniyle çıkarılacak hisse senetlerinin satış süresi içinde, yeni pay alma hakkının kullanımına ilişkin sirkülerin yayımlandığı 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. Bu esas, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların satışında verilecek hisse senetleri içinde geçerlidir. Bu hususun izahname ve sirkülerde ortaklara ve tasarruf sahiplerine belirtilmesi zorunludur (Tebliğ, m. 25, f. 5).

Yatırım ortaklıkları, esas sözleşmelerinde birinci temettü oranını göstermek zorundadırlar. Bu oran Kurul tarafından tespit olunacak miktardan aşağı olamaz (SerPK. m. 15, f. 1). Temettü hesap dönemi sonu itibariyle mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılır (SerPK. m. 15, f. 3). Halka açık anonim ortaklıklarda temettü

ve kar payı dağıtımında, dağıtılacak miktar ve dağıtım zamanı bakımından alelade AO'dan önemli farklılıklar vardır. SPK'nun, Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esasları belirleyen Seri: IV, No: 1 sayılı Tebliğin⁶¹ 7nci maddesinde öngörülen birinci temettü oranı ve temettü ödemeleri ile ilgili hükümler yatırım ortaklıkları içinde geçerlidir.

3.2.6.2. Hisse senetlerinin şekli.- Yatırım ortaklığı hisse senetleri veya bu ortaklıklarca; kupon tükenmesi, yıpranma, kupürlerin birleştirilmesi ya da bölünmesi gibi sebepler ile değiştirilecek hisse senetlerinin şekil şartları ve buna ilişkin kullanım esasları SPK tarafından çıkarılan Seri: I, No: 5 sayılı Hisse Senetlerinin Şekil Şartlarına İlişkin Tebliğ⁶²de öngörülen düzenlemelere uymak zorundadır. Tebliğde, hisse senedi basımında kullanılan kağıdın niteliği, baskıda kullanılacak renk ve desenler, hisse senetlerinin metin bölümü ve kupon bölümlerinin boyutları ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

3.2.7. Portföydeki Değerlerin Korunması ve Yönetimi Konularında Yapılan Sözleşmeler

3.2.7.1. Saklama sözleşmesi.- Yatırım ortaklığı portföyündeki menkul kıymetler; yapılacak saklama sözleşmesi çerçevesinde Takas ve Saklama Merkez veya bir banka nezdinde muhafaza edilir (Tebliğ, m. 21, f. 1). İMKB Takas ve Saklama Merkezleri Yönetmeliği⁶³ ne göre; Borsa bünyesinde, kuruluş görev ve yetkileri ile çalışma esasları Borsa Yönetim Kurulunca belirlenen Saklama Merkezi oluşturulabilir. Saklama hizmetleri karşılığında alınacak ücret tarifeleri Borsa Yönetim Kurulunca belirlenir ve SPK'nun onayı ile yürürlüğe girer. Yönetmelik, saklama merkezinde muhafaza edilen tüm menkul kıymetlerin sigorta ettirilmesini zorunlu tutmaktadır. Saklama sözleşmesinde bulunması gerekli unsurlar şunlardır: Saklayıcı kuruluşun ve yatırım ortaklığının ünvanı ve adresi, sözleşmenin süresi, saklayıcı kuruluşun sorumluluğu, alınacak ücret ve giderler ile ödeme koşulları, emirlerin saklayıcı kuruluşa iletilmesi ile yatırım ortaklığının bilgilendirilme şekli.

⁶¹ R.G. T.26.02.1982, S.17617.

⁶² R.G. T.23.6.1989, S.20204.

⁶³ R.G. T.19.2.1996, S.22559.

Yatırım ortaklığı esas sözleşmesinde, altın veya diğer kıymetli madenlere yatırım yapılacağı belirtilmiş ise, bu maddelerin nasıl ve nerede saklanacağı ve depo edilen yerden alınan depozito makbuzunun saklayıcı tarafından korunmasına ilişkin hususların sözleşmede yer alması zorunludur.

Türkiye’de menkul kıymet alım satımı yapan yabancı yatırım fon ve ortaklıklarının menkul kıymet alımında muhafazaya alınması, satıldığında muhafazadan teslimi işlemlerini Türkiye’de seçmiş oldukları bir saklama bankası veya şirketine yaptırabilirler. Buna ilişkin açıklamalar 47 Seri Nolu Kurumlar Vergisi Genel Tebliği⁶⁴nde yer almıştır. Dar mükellef yatırım ortaklığı ile saklama bankası arasındaki bu işlemler Borçlar Kanunu’na göre yapılan “Saklama Sözleşmesine” dayanmaktadır. Yabancı yatırım ortaklığı, saklama bankasındaki menkul kıymetler ile ilgili bütün vergileri saklama bankası veya şirketine ödemeyi taahhüt eder.

3.2.7.2. Danışmanlık sözleşmesi.- Yatırım ortaklıkları kural olarak portföyünü kendi uzman kadrosu ile yönetirler. Bunun yanında, SPK tarafından yatırım danışmanlığı hizmeti vermek üzere yetkilendirilmiş bir kuruluştan, portföyünün yönetimi konusunda kullanılmak üzere danışmanlık hizmeti alabilirler. Bunun için iki şart gerekmektedir; esas sözleşmede hüküm bulunması ve yönetim kurulunca karar alınması. Yatırım ortaklığı, söz konusu hizmet alımı süresince, bu hizmet ile ilgili birimlere atama yapamaz (Tebliğ, m. 23, f. 1). Yatırım danışmanlığı sözleşmesinde bulunacak hususlar tebliğde belirtilmiştir. Bu sözleşmenin koşullarının Kurul tarafından onaylanması şarttır.

3.2.8. Yatırım Ortaklıkları ile Diğer Sermaye Piyasası Kurumlarının Karşılaştırılması

3.2.8.1. Yatırım ortaklıkları ile aracı kurumların karşılaştırılması⁶⁵- Aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları gibi SerPK’na göre faaliyette bulunabilecek “Sermaye Piyasası Kurumları” arasında gösterilmiştir (SerPK. m. 32). Her ikisi

⁶⁴ R.G. T.27.3.1994, S.21887.

⁶⁵ Çağlar Manavgat, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**, Ankara: Bank. Tic. Huk. Arş. Enst. Yayını, 1991, s.32.

de AO olarak kurulurlar. Ancak yatırım ortaklıkları farklı olarak, fonksiyonları gereği kayıtlı sermayeli olarak kurulurlar.

Yatırım ortaklığının hisse senetlerinin yalnızca nakit karşılığı çıkarılması zorunlu olduğu halde aracı kurumlar için bu koşulun yanı sıra tamamının nama yazılı olması aranmıştır (SerPK. m. 33). Bunun nedeni kanun gerekçesinde “bir itibar müesseseleri olmaları dolayısıyla sermayelerine hakim olanların bilinebilmesi...” şeklinde ifade edilmiştir⁶⁶.

Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliğine⁶⁷ göre; aracı kurumlarda faaliyet izni alabilmek için belli oranda bir aracılık teminatı yatırma zorunluluğu vardır. Bu teminat, nakit veya her an nakde çevrilebilir, en az 1 yıl vadeli Devlet tahvili yahut kayıtsız şartsız ödeme taahhüdünü içeren süresiz banka teminat mektubu şeklinde olması gerekir. Teminatın yatırılmaması, faaliyet izni başvurusunun reddedilmiş olduğu anlamına gelmektedir (Tebliğ, m.14, f. 1). Borsada işlem yapabilmeleri için ilgili Borsa'dan Borsa Üyelik Belgesi almak zorundadırlar (Tebliğ, m. 15).

Yatırım ortaklığının başlangıç sermayelerinin 100 milyar liradan az olmaması gerekir. Aracı kurumlarda ödenmiş sermayelerinin asgari 500 milyar TL. olması ve sermayenin %50'sinin İMKB Takas ve Saklama Bankasında hazine bonosu veya devlet tahvili şeklinde bloke edilmiş olması gerekir.

Yatırım ortaklığının temel fonksiyonlarının, riski dağıtmak amacıyla sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek olmasına karşın, aracı kurumlar, sermaye piyasası araçlarının aracılık sıfatıyla ticari amaçla alım satımıyla uğraşırlar. Yatırım ortaklıkları aracılık faaliyetinde bulunamazlar. Aracı kurumlar Kurul'dan izin almak şartıyla portföy yapabilirler (SePK. M. 34, f. 1). Kanun bir taraftan aracı kuruluşların portföy yöneticiliği yapabileceğini hükme bağlarken bu faaliyeti münhasıran yerine getirecek şirketlerinde kurulabileceğini ifade etmektedir (SerPK. m. 39). SPK bu hükme dayanarak, aracı kurumların portföy yönetimine

⁶⁶ **Sermaye Piyasası Mevzuatı**, 1. Bölüm, s. 79.

⁶⁷ R.G. 1.3.1995, S.22217.

ilişkin Seri: V, No: 22 sayılı tebliği yürürlükten kaldırarak bunun yerine “Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Portföy Yönetim Şirketlerine” ilişkin Seri: V, No: 29 sayılı tebliği⁶⁸ yayınlamıştır. Bu tebliğ hükümleri ile sanki aracı kurumların portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmalarının Kurulca yasaklanacağı izlenimi doğmuştur. Bir görüşe göre; SerPK. m. 30 ve 39 hükümlerinin amacı portföy yöneticiliği faaliyetinin bir taraftan aracı kurumlar tarafından yürütülürken diğer taraftan, aracı kurumlardan ayrı olarak münhasıran bu hizmeti verecek şirketlerinde ihdasına imkan vermektir. Yoksa aracı kurumların bu faaliyette bulunması tebliğ hükümleri ile engellenemez⁶⁹. Ancak tebliğe göre, daha önce portföy yöneticiliği yetki belgesine sahip olan aracı kurumların da bu tebliğ hükümlerine tabi olacağı hükme bağlanmıştır (Geçici Madde 1). Bu hükümden artık bu konuda aracı kurumlara yetki belgesi verilemeyeceği sonucu çıkmaktadır. Aracı kurumlar, portföy yöneticiliği kapsamında yatırım ortaklıklarının portföylerini de yönetebileceklerdir (Tebliğ, m. 5, f. 4).

Yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği yaparken, ortaklıkların yönetimine hakim olarak holdingleşmelerini önlemek için iştiraklerine çeşitli sınırlamalar getirilmiştir. Aracı kurumlar ise, aksine hüküm yoksa, mali kuruluşlar dışındaki şirketlere iştirak amacıyla ortak olamazlar. Mali kuruluşlara yapılabilecek iştirak toplam özsermayelerinin %50'sini aşamaz.

3.2.8.2. Yatırım ortaklıkları ile yatırım fonlarının karşılaştırılması⁷⁰.-

Yatırım fonları sadece bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun'un geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar tarafından kurulabilir iken, müflis olmayan ve yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülükleri bulunmayan gerçek ve tüzel kişiler yatırım ortaklıklarında kurucu olabilmektedir.

⁶⁸ R.G. T.19.12.1996, S.22852.

⁶⁹ Oğuz Kürşat Ünal, **Aracı Kurumlar**, Ankara: Yaklaşım Yayınları, 1997, s.134.

⁷⁰ Vahdettin Ertaş, “Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları”, **1993 Yılı Başında Türk Sermaye Piyasası**, İstanbul: İAV Yayını, 1993, s.63; Selahattin Tuncer, “Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları İle Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının Mahiyeti”, **Vergi Dünyası** (Haziran 1992), S.130, s.9; Nazmi Karyağdı, “Yatırım Fonu Katılma Belgeleri İle Yatırım Ortaklığı Hisse

Yatırım ortaklıkları kayıtlı sermayeli AO şeklinde kurulur ve diğer AO'lardan sadece işletme konusunda farklılık göstermektedir. Yatırım fonları ise, inançlı mülkiyet esasına göre bir sözleşmeye dayalı olarak kurulur ve bir malvarlığından ibarettir.

Yatırım ortaklıkları tüzel kişiliğe sahip iken, yatırım fonlarının tüzel kişiliği yoktur. Yatırım fonlarında portföy fonun sahibi bulunmayan sadece yönetim ve temsilini yüklenen bir güvenilir kişiler tarafından işletilir⁷¹. Fonun tüzel kişiliği yoktur ancak malvarlığı kurucunun malvarlığından ayrıdır. Yatırım ortaklıklarında hukuki yönden portföyün sahibi doğrudan doğruya AO tüzel kişiliğidir.

Yatırım ortaklıkları sermayelerini temsil eden hisse senedi ihraç ederler, bir ana sözleşmeleri vardır. Oysa yatırım fonları, fona katılanların haklarını belgelemek üzere bir katılma belgesi verirler. Fonun yönetimi, fon içtüzüğü adı verilen ve AO'daki ana sözleşmeye benzer bir statüye dayanılarak yürütülür.

Yatırım ortaklığına katılan pay sahipleri ortak olmanın verdiği oy vermek, kar payı almak, bilgi almak vb. haklara sahiptirler. Yatırım fonlarına katılan tasarruf sahipleri ise, oy vermek, yönetime katılmak gibi haklara sahip değildirler.

Yatırım ortaklıklarının muayyen bir sermayesi olmasına karşılık, yatırım fonlarında malvarlığı sermaye yerine geçmektedir.

Senetlerinden Doğan Kazanç Veya Zararların Kurumlar Açısından İncelenmesi", **Vergi Dünyası** (Şubat 1995), S.162, s.102.

⁷¹ Belkıs Seval, "Türkiye'de Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları Neden Kurulamamaktadır?", **İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi** (Nisan 1982), C.11, S.1, s.231.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

YATIRIM ORTAKLIKLARININ VERGİLENDİRİLMESİ

Küçük tasarruf sahiplerinin ellerindeki menkul kıymetlere likidite kazandıran ve aynı zamanda sermaye piyasasının güven unsuru olarak kabul edilen yatırım ortaklıkları, sermaye piyasasındaki önemleri nedeniyle teşvike değer görülmüşlerdir. Teşvik unsuru olarak, bu ortaklıkların portföy işletmeciliği kazançları ile hisse senedi karşılığı sağlanan kar payları için vergi kanunları özel düzenlemeler getirmiştir¹. Kanun koyucu, ekonomik, sosyal, kültürel, politik vb. nedenlerle bir kısım vergi konusunu, vergiden istisna edebilmektedir. İşte; sermayenin tabana yayılması ve bu yolla kalkınma için gerekli kaynakların ucuz ve kolay bir şekilde sağlanması amacıyla yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları istisnası bu istisnalardan biridir². Bu istisna ile yatırım ortaklıklarının herhangi bir vergi yüküne maruz kalmaksızın tasarruf sahiplerine hizmet sunabilmeleri sağlanmıştır³.

Yatırım ortaklıkları hukuki yapı olarak AO şeklinde kurulduğundan, bir sermaye şirketi olarak, kurumlar vergisinin doğal mükellefleri arasında yer almaktadır. Kollektif yatırım kurumu niteliğindeki bir diğer sermaye piyasası kurumu olan yatırım fonları, 5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanununda⁴ değişiklik

¹ Abdullah Keskin, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları İle Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının Portföy İşletmeciliğinden Doğan Kazançları ve Vergileme", **Maliye Postası** (Temmuz 1990), S.236, s.40.

² Mehmet Korkusuz, "Menkul Kıymetler Yatırım Fonları ve Ortaklıklarının Portföy İşletmeciliğinden Doğan Kazançlarının Vergilendirilmesi", **Maliye Postası** (Haziran 1996), S.378, s.59.

³ Mecit Eş, **Türkiye'de Vergilerin Sermaye Piyasasının Gelişmesine Etkileri**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını, 1987, s.89.

⁴ R.G. T.10.6.1949, S.7229.

yapan 2573 sayılı Kanun⁵ ile, kurumlar vergisi ve gelir vergisi uygulaması bakımından sermaye şirketi addolunacağı hükme bağlanmıştır. Böyle bir belirleme yapılmış olmasının nedeni, yatırım fonlarının tüzel kişiliğinin olmamasıdır. Buna göre yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları, vergi uygulaması bakımından sermaye şirketi olarak işleme tabi tutulacaktır. Yatırım ortaklıkları ile yatırım fonları, hukuksal açıdan birbirlerinden tamamen farklı yapıda olmalarına rağmen Türk Vergi Sistemi içerisinde aynı vergilendirme rejimine tabi tutulmuşlardır⁶. Kanun koyucu, vergiye ait düzenlemelerde iki kurumu genellikle beraber düzenlediğinden çalışmamızda yatırım fonlarından da yer yer bahsedilecektir.

Yatırım ortaklıklarının vergilendirilmesi bakımından; vergi kanunlarında 1981 yılında SerPK'nun kabulünden sonra, konuyla ilgili olarak gerçekleştirilen özel düzenlemeler sonucunda önemli değişiklikler meydana gelmiştir⁷. Aşağıda, yatırım ortaklıklarının geliştirilmesine yönelik vergi düzenlemeleri, çıkarılan kanunların kronolojik sırası itibarıyla açıklanacaktır.

4.1. Yatırım Ortaklıklarının Vergilendirilmesini Düzenleyen Veya Etkileyen Kanuni Düzenlemeler

4.1.1. 2573 Sayılı Kanun

Bu Kanun ile KVK'nun 2 nci maddesi değiştirilerek, "2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan Menkul Kıymetler Yatırım Fonları bu Kanununun uygulanmasında sermaye şirketi addolunur" hükmü getirilmiştir. Yine bu Kanun ile KVK'nun 8 inci maddesine 12 numaralı bent eklenerek, MKYO ve MKYF'nin portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. bu değişiklikler 1.1.1982 tarihinden geçerli olmak üzere 5.1.1982 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

⁵ R.G. T.5.1.1982, S.17565.

⁶ Nazmi Karyağdı, "Yatırım Fonu Katılma Belgeleri İle Yatırım Ortaklığı Hisse Senetlerinden Doğan Kazanç Veya Zararların Kurumlar Açısından İncelenmesi", **Vergi Dünyası** (Şubat 1995), S.162, s.102; Figen Akgül, "Yatırım Ortaklıkları ve Fonları İle Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetleri ve Yatırım Fonları Katılma Belgeleri Kar Paylarının Vergilendirilmesi", **Vergi Sorunları** (Nisan 1998), S.111, s.43.

⁷ Eş, a.g.e., s.88.

4.1.2. 2574 Sayılı Kanun⁸

GVK. m. 75, f. 2, b. 1'e göre, "her nevi hisse senetleri kar payları" menkul sermaye iradı sayıldığından bu iratlardan GVK. m. 94 gereğince vergi tevkifatı yapılmaktadır. MKYO hissedarlarının kar payı şeklinde aldıkları menkul sermaye iratları da bu tevkifata tabidir. GVK'nun 94 üncü maddesinin 8. bendi, 2574 sayılı Kanun ile değiştirilerek bir parantez içi hükmü eklenmiştir. Buna göre, MKYO'nun kurumlar vergisinden müstesna tutulan portföy kazançları üzerinden yapılacak tevkifat sırasında bu kazanç tutarlarına isabet eden giderler tevkifat matrahından indirilecektir. Değişiklikten önce, kurumlar vergisinden istisna edilen faiz, temettü ve ikramiyelere isabet eden giderlerin kurum kazancının tespitinde indirilmeleri kabul edilmediğinden, bu durum, portföy işletmeciliği yapan gerçek kişiler karşısında, yatırım ortaklıkları için bir dezavantaj oluşturmuştur. Değişiklik ile, portföy işletmesinde, yatırım ortaklıklarının gerçek kişilere oranla vergi yüklerini artıran söz konusu dezavantaj giderilmiştir⁹.

GVK. m. 105, b. 6'da belirlenen tevkifat oranlarına göre, MKYO'nun kurumlar vergisinden müstesna tutulan portföy işletmeciliği kazançları iki aşamada vergilendirilecektir.

a) Ortaklık elde edilen kazançlar üzerinden dağıtılması koşulu aranmaksızın %20 gelir vergisi tevkifatı yapacaktır.

b) Bu kazançların beyanname verme süresinden önce veya sonra dağıtılması halinde bu oran tam mükellefler için %33 e, dar mükellefler için ise %60'a tamamlanacaktır.

Bu tevkifatlarla GVK. m. 77 ile getirilen vergi alacağı müessesesinin uygulanabilirliği sağlanmıştır. Çünkü MKYO kazançları kurumlar vergisine tabi tutulmasına karşılık bu kurumlardan kar payı alan kişiler vergi alacağından

⁸ R.G. T.5.1.1982, S.17565.

⁹ Eş, a.g.e., s.90.

yararlanabilmektedir. Bu durumda vergi alacağına karşılık herhangi bir vergi yükü bulunmamakta, yani alınmayan bir verginin mahsup veya iadesi söz konusu olmaktadır. Bu aksaklıkların giderilerek, uygulamada kolaylık ve eşitlik sağlamak amacıyla kurumlar vergisinden müstesna tutulan MKYO kazançları, gelir vergisine tabi tutulmuştur¹⁰. Yapılan düzenleme ile, vergi alacağı; kurumlarca (AO olarak MKYO dahil) dağıtılan kar paylarının 1/3'ü olarak hesap ve kabul edilmektedir. MKYO'nun portföy işletmeciliğinden doğan kazançları, kurumlar vergisinden istisna edildiğinden yatırım ortaklıklarından kar payı alanlar, aynen yatırım indirimi istisnası, devlet tahvili faizi ve diğer kurumlar vergisinden istisna edilen kazançlar üzerinden kurumlar vergisi ödenmiş gibi vergi alacağı esasının uygulanması imkanı sağlanmıştır¹¹.

2574 sayılı Kanun ile kurumlar vergisi oranı 1.1.1983 tarihinden itibaren %40'a indirilmiştir. Kurum %40 (1/2.5) oranında kurumlar vergisi öderken, bunun kar payı elde eden mükellefe yansımaları 1/3 (%33) olmuştur. Kar payı elde eden mükellef aleyhine 7 puanlık fark oluşturularak mükerrer vergilendirmeye farklı şekilde geri dönmüştür¹².

4.1.3. 3239 Sayılı Kanun¹³

Bu Kanun ile GVK'nun 77. maddesinde yer alan vergi alacağı müessesesi kaldırılmış, kurumlar vergisi oranı %46'ya çıkarılmıştır. GVK. m. 85 değiştirilerek menkul sermaye iratlarının hemen hemen tamamı, gelirin toplanması esasının dışına çıkarılarak önemli bir gelir kaynağı olabilecek menkul sermaye iratları büyük ölçüde vergi dışı kalmıştır¹⁴. Yine aynı maddenin 12. fıkrası değiştirilerek; GVK. m. 75, b. 1, 2 (adi komandit şirketlerde komanditerlerin kar payları hariç), 3, 5, 7 ve 12'de yer alan menkul sermaye iratlarının hiçbir şarta bağlı olmaksızın beyan edilmesi esassından vazgeçilerek

¹⁰ İbrahim Toptepe, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları", **Maliye Dergisi** (Eylül-Ekim 1982), S.59, s.35.

¹¹ Uuer Aral, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ve Vergilendirme", **İkt.Mal.** (Eylül 1982), C.XXIX, S.6, s.239..

¹² Celali Yılmaz, **Sermaye Piyasasında Vergilendirme**, Ankara: SPK Yayını, 1995, s.126.

¹³ R.G. T.11.12.1985, S.18955.

¹⁴ Yılmaz, a.g.e., s.127.

tümünün kaynakta vergilendirilmesi yoluna gidilmiştir. Vergi alacağı müessesesinin kaldırılmasına bağlı olarak, vergi alacağını menkul sermaye iratları arasında sayan GVK. m. 75/11 ve vergi alacağının mahsubunu düzenleyen GVK. m. 122'de kaldırılmıştır. Diğer taraftan GVK. m. 94 yeniden düzenlenerek tevkifata tabi tüm gelirler için tevkifat oranı %25 olarak belirlenmiştir. Ayrıca, bu değişiklik ile m.94/A'nın son fıkrasında Bakanlar Kurulu'na vergi tevkifat oranını her bir bentte yer alan ödemeler için ayrı ayrı sıfıra kadar indirme ve bir katına kadar artırmak suretiyle yeniden tespit etme yetkisi verilmiştir. Nitekim, Bakanlar Kurulu bu yetkisini 20.12.1985 tarih ve 85/10175 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kullanmış ve 1.1.1986'dan sonraki dönemde uygulanmak üzere tevkifat oranlarını yeniden tespit etmiştir. Buna göre MKYO ve MKYF'nin portföy işletmeciliğinden doğan ve kurumlar vergisinden müstesna tutulan karlar üzerinden tevkifat oranı %20 olarak belirlenmiştir. Bu tevkifat, tasarruf sahiplerine iratlarının nakden veya hesaben ödenmesi halinde %25'e tamamlanmaktadır.

4.1.4. 3380 Sayılı Kanun¹⁵

Bu Kanun ile 193 sayılı GVK'na eklenen geçici 25. madde ile Bakanlar Kurulu, MKYO ve MKYF'nin portföy işletmeciliğinden doğan kazançları üzerinden GVK. m. 94/A, b. 8 gereğince yapılacak vergi tevkifat oranını en çok yedi yıl süre ile "0" sıfır olarak tespit etmeye yetkili kılınmıştır. Bakanlar Kurulu bu yetkisini 87/11987 sayılı kararı ile 1.1.1987-31.12.1983 tarihleri itibariyle kullanmış bulunmaktadır. Bu değişiklik, öncelikle kollektif yatırım kurumlarını güçlendirme amacını taşımakla birlikte, dolaylı olarak, menkul kıymetlere olan talebin güçlendirmesini de mümkün kılmaktadır¹⁶.

4.1.5. 3393 Sayılı Kanun¹⁷

Bu Kanun ile GVK' na eklenen geçici 27. madde ile "menkul kıymet

¹⁵ R.G. T.24.6.1987, S.19497.

¹⁶ Mecit Eş, "Gelir ve Kurumlar Vergisi Değişikliklerinin Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi", **A.Ü.İ.B.F. Dergisi** (Haziran 1988), C.6, S.1, s.459.

¹⁷ R.G. T.30.6.1987, S.19503.

sahiplerinin menkul kıymet alım satımına yetkili olan bankalar ve aracı kurumlar (borsa komisyoncuları dahil) vasıtasıyla menkul kıymetlerini elden çıkarmak suretiyle sağladıkları kazançlar 31.12.1993 tarihine kadar gelir vergisinden müstesna” kılınmış bulunmaktadır. 1.1.1987’den itibaren yedi yıl geçerli olan bu geçici hükümlerle kurumsal yatırımcı aracılığı ile yapılan yatırımlar teşvik edilmektedir.

4.1.6. 3571 Sayılı Kanun¹⁸

Bu kanun ile KVK’unda yapılan değişiklik sonucu, dar mükellefiyete tabi yatırım fonları ve ortaklıklarının gelir ve kurumlar vergisi uygulamalarında 2499 sayılı SerPK’na göre kurulan MKYF ve MKYO gibi kabul edileceği hükme bağlanmıştır¹⁹. Buna göre, 20.2.1930 tarihli ve 1567 sayılı Kanuna göre ilgili mercilerden izin almak suretiyle Türkiye’de münhasıran portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunan dar mükellefiyete tabi yatırım fonları hakkında, 2499 sayılı SerPK’na göre kurulan MKYF hakkındaki Gelir ve Kurumlar Vergisi Kanunu hükümleri uygulanacaktır. 3571 sayılı Kanunun 9. maddesi ile GVK. m. 94/A-9 ve 10. bentlerinde yapılan değişiklik sonucunda yatırım fonları da stopaj kapsamına alınarak; devlet tahvili, hazine bonosu, gelir ortaklığı senetleri, özel sektör tahvilleri, finansman bonosu ve benzer menkul kıymetler ile mevduattan elde edeceği gelirler stopaja tabi tutulacaktır. Yine 3571 sayılı Kanunun 4. maddesi ile KVK’nun 8. maddesinin 12 numaralı bendine önemli bir ekleme yapılarak, MKYO ile MKYF’nin portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarına ait istisnanın, KVK’nun 24. maddesi ile GVK’nun 94. maddesi uyarınca tevkif suretiyle ödenecek vergiye şümulü olmadığı hüküm altına alınmıştır. Eklemede ayrıca “Bu kurumlara yapılan ödemelerden KVK’nun 24. ve GVK’nun 94. maddelerine göre tevkif edilen ve ödenen vergiler sadece GVK’nun 94. Maddesinin (A) fıkrasının 8 numaralı bendine göre yapılan vergi tevkifatından mahsup edilir. Mahsup edilmeyen vergiler hiçbir şekilde iade edilmez” hükmü

¹⁸ R.G. T.20.6.1989, S.20201.

¹⁹ Yılmaz, a.g.e., s.132.

yer almıştır.

4.1.7. 32 Sayılı Karar

32 sayılı Karar, 20.2.1930 tarih ve 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki Kanunun Bakanlar Kuruluna verdiği yetkiye dayanılarak çıkarılmıştır. 1567 sayılı Kanun çeşitli konularda Bakanlar Kurulunu yetkili kılan çerçeve bir Kanun olma özelliğini taşımakta, uygulamaya ilişkin esaslar Bakanlar Kurulu tarafından çıkarılan kararlar ile belirlenmektedir. Bu yetki en son 11.8.1989 tarih ve 20249 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 84/14391 sayılı kararla yürürlüğe konan 32 sayılı Karar ile kullanılmıştır²⁰. Bu Kararın 15. maddesinde, dar mükellef yatırım ortaklıklarının borsada kote edilmiş her türlü Türk menkul kıymetlerini Türkiye’de SerPK’na göre faaliyet gösteren bankalar dahil aracı kurumlar vasıtasıyla satın almaları, satmaları, bu kıymetlere ait gelirler ile bunların satış bedellerini bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla transfer ettirmeleri serbest bırakılmıştır.

32 sayılı Karar kapsamında, yurtdışında yerleşik kişilerin satın aldıkları hisse senetleri borsaya kote edilmiş menkul kıymetlerden olması ve menkul kıymet alım satımının yetkili banka ve aracı kurumlar vasıtasıyla yapılması, alım satım işiyle devamlı olarak uğraşılmaması kaydıyla bu kişilerin GVK’nun geçici 27. maddesinden yararlanmaları sağlanmıştır. Böylelikle borsaya kote edilmiş Türk şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yapacak yurtdışında yerleşik gerçek kişilerinde Türk vatandaşlarına sağlanan vergisel avantajlardan aynen yararlanmaları sağlanmıştır²¹.

²⁰ Ahmet Kırmacı, **Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Vergilendirme**, Ankara: TBB Yayını, 1990, s.15.

²¹ Yılmaz, a.g.e., s.131.

4.2. 3824 ve 3946 Sayılı Kanunlarla Getirilen Düzenlemeler **Karşısında Yatırım Ortaklıklarının Portföy Kazançları İle Bu** **Ortaklıklardan Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi**

4.2.1. 3824 Sayılı Kanun²² İle Getirilen Düzenleme

Bu Kanunun 8. maddesi ile KVK'nun 2. maddesinde yer alan "... 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan Menkul Kıymetler Yatırım Fonları..." ifadeleri, "...Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan yatırım fonları..." şeklinde değiştirilmiştir. Böylelikle menkul kıymetler dışındaki konularda da yatırım fonu kurulması halinde bu fonlar ile MKYF arasında vergisel açıdan eşitlik sağlanmıştır²³. 3239 sayılı Kanun ile getirilen GVK'nun geçici 27. maddesindeki süre, 3824 sayılı Kanunun 7. maddesi ile 11.7.1992 tarihinden itibaren 31.12.1999 tarihine kadar uzatılmış ve ticari bir işletmeye dahil menkul kıymetlerin elden çıkarılmasından sağlanan kazançların bu istisna kapsamında olmadığı belirtilmiştir.

Getirilen en önemli değişiklik, 3794 sayılı Kanunla 2499 sayılı SerPK'nda yapılan değişikliklere paralel olarak, 3824 sayılı Kanunla da KVK'nda, MKYO ve fonlarının kazançlarındaki istisnayı düzenleyen 8. maddenin 12 numaralı bendi, sermaye piyasasını geliştirmek ve yatırım araçlarını çeşitlendirmek amacıyla, vergiyi araç olarak kullanılmak üzere değiştirilmiştir. Daha önceden sadece MKYF ve ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları ile sınırlı bu istisnanın kapsamı, Risk Sermayesi Yatırım Fonları veya Ortaklıklarının kazançları ve Gayrimenkul Yatırım Fonları veya Ortaklıklarının kazançları istisna kapsamına alınarak genişletilmiştir. Söz konusu fon ve ortaklıklar türlerine göre ayrı ayrı bentlerde gösterilerek, teşviki istenen yatırım fon ve ortaklıkların farklı tevkifat oranları ile vergilendirilmesi sağlanmıştır²⁴. A ve B tipi yatırım fonları ve ortaklıkları kavramları getirilerek, portföyünün en az %25'ini hisse senetlerine yatırmış olan yatırım ortaklıkları ve fonlarının (A Tipi) portföy

²² R.G. T.11.7.1992, S.21281

²³ Yılmaz, a.g.e., s.132.

²⁴ A. Pınar Büyükişik, "Ana Vergi Kanunlarında Yapılan Değişiklikler (2)", **Vergi Dünyası** (Mart 1994), S.151, s.17.

işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisna edilirken, gelir vergisi tevkifatına da tutulmamıştır. B tipi, değişiklikte açıkça yer almamış ancak A tipi dışında kalanlar böyle nitelendirilmiştir. 31.12.1992 günlü Resmi Gazetede yayımlanan 92/3802 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile 1.1.1993 tarihinden itibaren uygulanmak üzere, portföyünün en az %25'i hisse senetlerinden oluşmayan MKYF ile aynı nitelikteki MKYO'nun (B Tipi) portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarına %10 gelir vergisi stopajı getirilmiştir. Yapılan değişikliklerle, yatırım ortaklıkları ve fonlarının portföylerinin "hisse senedi" ağırlıklı olarak oluşturulması teşvik edilmiştir²⁵.

3824 sayılı Kanununun 11. maddesiyle, 1.1.1992 tarihinden geçerli olmak üzere, KVK'na eklenen mükerrer madde 25 ile kurumların, kurumlar vergisinden müstesna kazançları ile GVK'nun mükerrer 39. maddesine göre indirim konusu gelirlerinin bulunması halinde ödeyecekleri vergi; kurumlar vergisinden istisna kazançları ile GVK'nun mükerrer 39. Maddesine göre indirim konusu yapılacak gelirleri (iştirak kazançları hariç) toplamına ve kurumlar vergisi matrahına KVK'nun 25. maddesinde yazılı oranın uygulanması suretiyle hesaplanan verginin %50'sinden az olamayacağı hükmü getirilmiştir. Bakanlar Kuruluna bu oranı mükellef ve iş grupları, sektör ve faaliyet konuları, kazancın elde edildiği ülkeler ve menkul kıymetlerin türüne göre topluca veya ayrı ayrı %100'e kadar artırma veya sifıra kadar indirme yetkisi verilmiştir. Bakanlar Kurulu bu yetkiyi kullanarak, 22.12.1992 tarih ve 92/3895 sayılı kararname²⁶ ile yatırım ortaklıklarının ve yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarına asgari kurumlar vergisinin uygulanmayacağını belirlemiştir. Aynı karar ile, yatırım ortaklıkları hisse senetlerinden elde edilen kar paylarının söz konusu olması durumunda da asgari kurumlar vergisinin uygulanmayacağı hükme bağlanmıştır. Bu düzenlemeler ile bireysel yatırımcıların yatırımlarını kurumsal yatırımcılar aracılığı ile yapmaları teşvik edilmektedir. Örneğin; bireysel yatırımcı hazine bonusu ya da devlet tahviline yatırım yaparsa %10 ya da %15 oranında gelir vergisi stopajına tabi olacaktır. Halbuki bireysel yatırımcı hazine

²⁵ Hüseyin Yalçın, "Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonlarının Vergi Mevzuatı Karşısındaki Durumu", **Vergi Sorunları** (Mayıs-Haziran 1993), S.66, s.33.

²⁶ R.G. T.31.12.1992, S.21452.

bonosu veya devlet tahviline yatırımı, bir A tipi yatırım ortaklığı ile yaparsa, bu kurumsal yatırımcılar kurumlar vergisinden muaf olduklarından ve gelir vergisi stopajına da tabi olmadığından daha yüksek gelir elde etme imkanına sahip olacaktır²⁷.

4.2.2. 3946 Sayılı Kanun²⁸ ile Getirilen Düzenleme

Bu Kanun ile KVK'nunda yer alan istisnaların sayısı 6'ya indirilmiştir. KVK'nun 8'inci maddesinin birinci bendinde iştirak kazançları istisnası düzenlenerek; kurumların tam mükellefiyete tabi başka bir kurumun sermayesine iştiraklerinden elde ettikleri kazançlar, daha önce iştirak edilen kurum bünyesinde vergilendirildiğinden iştirak eden kurumda vergilendirilmesi mükerrerliğe yol açacağından kurumlar vergisinden müstesna tutulmuştur. Ancak söz konusu bendin parantez içi hükmüne göre, yatırım ortaklığı hisse senetlerinden elde edilen kar payları iştirak kazancı sayılmayacak, KVK. m. 8, b. 6'da öngörülen yatırım ortaklıklarının hisse senetleri ile yatırım fonlarının katılma belgelerinden elde edilen kar payları hariç kurumlar vergisine tabi tutulacaktır.

3824 sayılı Kanunla KVK'nunda yatırım ortaklıkları ve fonlarının kazançlarındaki istisnayı düzenleyen 8. maddenin 12 numaralı bendi, 3946 sayılı Kanunla 4 numaralı bent olarak değiştirilmiştir. Önceki düzenlemede, KVK. m. 24 ve GVK. m. 94'e göre tevkif edilen ve ödenen vergiler, sadece 193 sayılı Gelir Vergisi Kanununun, 3946 sayılı Kanunla değişmeden önceki, 94'üncü maddesinin A fıkrasının 8 numaralı bendine göre yapılan vergi tevkifatına mahsup edilebilmekteydi. Mahsup edilmeyen vergiler hiçbir şekilde iade edilmemekteydi. Döviz yatırım fonları ise istisna kapsamı dışındaydı. Yeni düzenleme ile bu uygulama korunmuştur. Ancak GVK'nun 94'üncü maddesindeki değişiklik nedeniyle, söz konusu fon ve ortaklıklara yapılan ödemelerden KVK. m. 24 ve GVK. m. 94 uyarınca tevkif edilen vergiler, GVK.

²⁷ Sedat Alsancak, "Sermaye Piyasasının Gelişimi ile İlgili Kurumlar Vergisi Kanunu'ndaki Teşvikler ve A Tipi Yatırım Fonu ile Yatırım Ortaklıklarına Yatırım Yapmanın Cazip Yönleri", **Yaklaşım Dergisi** (Mayıs 1993), S.5, s.78.

²⁸ R.G. T.30.12.1993, S.21804.

m. 94/6-a bendi gereğince tevkif edilecek vergilerden mahsup edilecektir. Mahsup sonucu iadesi gereken bir verginin doğması halinde, bu tutar eskiden olduğu gibi iade edilmeyecektir²⁹. Aynı bende yeni bir hüküm eklenmiştir. Bu hüküm aynen şöyledir: “Türkiye’de işyeri veya daimi temsilcisi bulunan ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan yatırım fonları ve ortaklıkları ile aynı nitelikte olduğu Maliye Bakanlığınca belirlenen dar mükellefiyete tabi yatırım fonları ve ortaklıklarının istisnadan faydalanma şartlarının , bu hususta düzenlenecek belgeleri ve uygulamaya ilişkin diğer usul ve esasları tayin ve tespiti Maliye Bakanlığı yetkilidir.”

Diğer taraftan, GVK’nun geçici 27. maddesine bir fıkra eklenerek söz konusu hükmün 1.1.1994 tarihinden geçerli olmak üzere, MKYF ve ortaklıkları, risk sermayesi yatırım fonları ve ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım fonları ve ortaklıklarından sağlanan kar payları hakkında da uygulanacağı belirtilmiştir.

Yatırım ortaklıkları 3794 sayılı Kanun’la değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 35. maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre, yatırım ortaklıkları,”Sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. “Yatırım ortaklıklarının anonim ortaklık şeklinde kurulması öngörüldüğünden özel bir düzenlemeye gerek olmaksızın KVK.m.1 uyarınca kurumlar vergisi mükellefidirler. Yukarıdaki kısımda yatırım ortaklıkları ile ilgili olarak vergi kanunlarında yer alan düzenlemeler anlatıldı. Görüldüğü gibi yatırım ortaklıklarının vergi mevzuatı karşısındaki son durumu Kurumlar Vergisi ve Gelir Vergisi Kanunlarında değişiklik yapan 3824 ve 3946 sayılı Kanunlar ile şekillenmiş bulunmaktadır. Yatırım ortaklıklarının vergilendirilmesi bu düzenlemeler çerçevesinde ele alınacaktır. 4369 sayılı Kanun ile değişik hükümler 1.1.1999 tarihi itibarıyla yürürlüğe gireceğinden kurumların 1998 yılı beyanlarında halen geçerli eski mevzuat uygulanacağından istisnalardan yararlanılacaktır. 4369 sayılı Kanunla getirilen düzenlemelere aşağıda ayrıca yer verilecektir.

²⁹

Büyükişık, a.g.m., s.18.

4.2.3.Yatırım Ortaklıklarının Portföy İşletmeciliği Kazançlarının Vergilendirilmesi

4.2.3.1. Tam mükellefiyete tabi yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançlarının vergilendirilmesi.- Yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları Kurumlar Vergisinden istisna edilmiştir. Portföy işletmeciliğinin içeriği, seri:VI, No:3 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğinin³⁰ 3. maddesinde açıklanmıştır. Buna göre portföy işletmeciliği, risk ve getiri analizleri çerçevesinde menkul kıymetlerin temettü, faiz gibi getirileri ile değer artışlarından yararlanmak, bu senetlere bağlı hakları kullanmak ve hizmetleri yapmak amacına yönelik faaliyet türü şeklinde tanımlanmıştır³¹. Halen yürürlükte bulunan tebliğde bu kavramın tanımı verilmemiştir. Genel olarak şöyle tanımlanabilir: "Portföy işletmeciliği, yatırımcının, işletmecilik amaçlarına uygun olarak elde etmek istediği gelire göre satın alabileceği, tekrar satarak nakde dönüştürebileceği menkul kıymetlerin seçimi ve portföyü oluşturan bu kalemlerden en yüksek verimi elde etme çabasıdır. Portföy işletmeciliğinden doğan kazançlar, portföydeki hisse senetlerinin temettülerinden, özel sektör ve devlet sektörü tahvil faizlerinden ve menkul kıymetlerin alım satımından sağlanan kazançlardan meydana gelmektedir."³²

KVK'nun 8.maddesinin 12 numaralı bendi, 3824 sayılı Kanunla değiştirilmeden önce, yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları, bunların portföy yapıları dikkate alınmaksızın kurumlar vergisinden istisna edilmekte idi. Yapılan değişiklik ile, istisna uygulamasında, yatırım ortaklıkları portföy yapılarına göre gruplara ayrılarak, risk sermayesi ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları düzenlenmiştir. Bu durum, KVK'nun 8. maddesinde 1.1.1994 tarihinden geçerli olmak üzere 3946 sayılı Kanun'la yapılan düzenlemede 4 numaralı bent olarak aynen korunmuştur. Buna göre, şu

³⁰ 19.10.1991 tarih ve 21026 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri:VI, No:3 sayılı "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Tebliğ", Seri:VI, No:4 sayılı tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır.

³¹ Selahattin Tuncer, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ile Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının Mahiyeti", **Vergi Dünyası** (Haziran 1992), S.130 , s. 10.

³² Keskin, a.g.m., s.40.

kazançlar kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur;

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

b) (a) alt 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 fonları veya ortaklıklarının kazançları.

Bu bentte yer alan kazançlara ait istisnanın, bu Kanununun 24. maddesi ile GVK'nun 94. maddesi uyarınca tevkif suretiyle ödenecek vergiye şümulü yoktur. KVK'nun 24. ve GVK'nun 94. maddelerine göre tevkif edilen ve ödenen vergiler, sadece GVK'nun 94. maddesinin 6 numaralı bendinin (a) alt bendine göre yapılan vergi tevkifatına mahsup edilir. Mahsup edilmeyen vergiler hiçbir şekilde iade edilmez.

Bu bentte yer alan %25 oranını %20'ye kadar indirmeye veya %100'e kadar arttırmaya Bakanlar Kurulu yetkilidir.

Yukarıdaki madde hükmünde, yatırım ortaklıklarını böyle 4 ayrı kategori halinde sınıflandırmanın kurumlar vergisi istisnasının uygulanması yönünden bir ayrıcalığı olmayıp, bu sınıflandırmanın stopaj ile bu fonlarca ihraç edilen katılma belgelerini elinde bulunduran kişi ve kurumlarca elde edilen kar paylarının vergilendirilmesi açısından önemi vardır³³. İlk bakışta, kanun yapma tekniğine aykırı gibi gözükse de bu düzenlemenin amacı, GVK ile KVK'nun diğer maddelerinden buraya atıfta bulunmak içindir³⁴.

³³ H. İbrahim Aktan, "M.K.Y. Fonları ve M.K.Y. Ortaklıklarının Portföy Kazançları İle Bu Fon ve Ortaklıklarca İhraç Edilen Belgelerden Elde Edilen Kazançların Vergilendirilmesi", **Vergi Sorunları** (Ocak 1995), S.76, s.43.

³⁴ Musa Örmeci, "Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıklarından Elde Edilen Kar Paylarının Vergilendirilmesi", **Vergi Dünyası** (Ocak 1995), S.161, s.4.

Madde metninde görüldüğü gibi, menkul kıymetler yatırım fon ve ortaklıklarının sadece portföy işletmeciliğinden doğan kazançları istisna kapsamına alınmasına karşılık, risk sermayesi ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve fonlarının tüm kazançları kurumlar vergisinden müstesna tutulmuştur.

Burada şu hususu belirtmekte fayda vardır. Bilindiği gibi, SerPK'nun da 3794 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik sonucunda, MKYO ile MKYF münhasıran menkul kıymetler portföyü işletme zorunluluğundan kurtarılarak; gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletebilme imkanına kavuşmuş ve "yatırım ortaklıkları" şeklinde düzenlenmiştir (SerPK. m. 35, f. 1). 3946 sayılı Kanun ile KVK'nunda yapılan değişiklikler, 3794 sayılı Kanundan sonraki bir tarihte olmasına rağmen, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları ve menkul kıymetler yatırım fonları ibarelerine yer verilmiştir. Netice olarak, KVK'nun 8/4-a,b maddesindeki menkul kıymetler ibarelerinin madde metninde unutulduğu sonucuna varılmaktadır. Aksi takdirde kanuni düzenlemeleri bulunmayan müesseselerle karşı karşıya kalma durumu söz konusudur³⁵.

A tipi yatırım ortaklığı müessesesi, Seri:VI, No:4 sayılı SPK Tebliğine paralel düzenlenmiştir. Tebliğde, esas sözleşmelerinde asgari sınırları belirtmek kaydıyla, portföy değerinin en az %25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış yatırım ortaklıklarının A tipi ortaklık olarak adlandırılacağı belirtilmiştir (Tebliğ, m. 3, f. 4). KVK'nunda ise; portföyünün en az %25'i hisse senetlerinden oluşan yatırım ortaklıkları (döviz yatırım fonları hariç) A tipi yatırım ortaklığı olarak tanımlanmıştır. 44 Seri Nolu Kurumlar Vergisi Genel Tebliğinin³⁶11'inci bölümünün 1'inci maddesinde %25 hisse senedi bulundurma şartı yılın tamamında ve her gün itibariyle aranacağı ifade

³⁵ Coşkun Kılıç, "K.V.K.'nunda Yatırım Fonu ve Yatırım Ortaklıklarının Portföy İşletmeciliği Kazançları İle Bu Fon ve Ortaklıklardan Elde Edilen Kar Payları İstisnası Uygulamasında Ortaya Çıkabilecek Sorunlar", **Vergi Dünyası** (Nisan 1996), S.176, s.109.

³⁶ R.G. T.4.11.1993, S.21748.

edilmiştir. SPK, Seri:VII, No:10 Tebliği³⁷ ile %25 hisse senedi bulundurma şartının, aylık ağırlıklı ortalama bazda aranacağını belirlemiştir. 57 Seri Nolu Kurumlar Vergisi Genel Tebliği³⁸de, kurumlar vergisi uygulamasında %25 hisse senedi bulundurma şartının aylık ağırlıklı ortalama bazda aranacağını, herhangi bir ayda bu şarta uyulmaması halinde yılın tamamında şartın gerçekleşmemiş olacağını belirlemiştir.

Yapılan bu düzenleme ile, vergi idaresi A tipi ortaklıklara ve fonlara kurumlar vergisi, asgari kurumlar vergisi istisnası ve daha sonra GVK. m. 94/6-a uyarınca "0" oranlı stopaj uygulamadan önce, ilgili vergilendirme dönemini aylar itibariyle inceleyecek ve herhangi bir ayda ağırlıklı ortalama bazda %25 şartına uyulup uyulmadığını araştıracaktır. Herhangi bir ayda bu şartın ihlal edilmesi durumunda asgari kurumlar vergisi ve GVK. m. 94/6-a uyarınca stopaj uygulaması gündeme gelebilecektir. Bu düzenlemenin uygulanabilmesi için bu araştırmanın yapılması gerekeceğinden, vergi idaresi üzerine ilave bir külfet gelmiş durumdadır. Vergi İdaresinin mevcut iş yükü ve etkinliği ile inceleme oranları göz önünde bulundurulduğunda, getirilen külfetin zorluğu ve yapılan düzenlemenin uygulanabilirliği konusunda sıkıntılar yaşanabilecektir³⁹.

A Tipi yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançlarını oluşturan başlıca gelirler şöyledir:⁴⁰

- Hisse senetlerinden elde edilen kar payları
- Hisse senetleri alım-satım kazançları
- Özel sektör tahvil faizleri
- Devlet tahvili, Hazine Bonosu faizleri, Toplu Konut İdaresi ve Kamu Ortaklığı İdaresince çıkarılan menkul kıymet gelirleri

³⁷ R.G. T.19.12.1996, S.22852. Bu tebliğden önce B tipi fon deyimi mevzuatta yer almamakta "diğerleri" olarak ifade edilmekteydi.

³⁸ R.G. T.26.12.1997, S.23212.

³⁹ Seyit Ahmet Baş, "Vergi Kanunları Uygulamasında A Tipi Yatırım Fonları ve Ortaklıkları", **Maliye ve Sigorta Yorumları** (Mart 1998), S.268, s.57.

⁴⁰ Birgül Gedik, "Yatırım Fon ve Ortaklıkları İle Bu Fon ve Ortaklıklardan Elde Edilen Kar Paylarının Vergi Mevzuatımız Çerçevesinde İrdelenmesi", **Vergi Dünyası** (Şubat 1998), S.198, s.94.

- Özel sektör ve Devlet tahvilleri, Hazine Bonosu ve Gelir Ortaklığı Senetleri ile diğer menkul kıymetlerin alım-satım kazançları
- Yabancı yatırım fonları katılma belgeleri, menkul kıymetler, vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonlarından elde edilen gelirler
- Altın ve diğer kıymetli madenlerin alım-satımından elde edilen gelirler

KVK'nun 8. maddesinin son fıkrasında yapılan düzenleme ile kurumların kurumlar vergisinden istisna edilen kazançlarına ilişkin ödemelerin kurum kazancından gider olarak indirilemeyeceği hükme bağlanmıştır. Bu hüküm ile kurumlar vergisinden müstesna tutulan yatırım ortaklıkları ve fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarına ilişkin olarak yapılan giderlerin, kurumun vergiye tabi diğer kazanç tutarının tespitinde kurum kazancını azaltıcı veya kurum zararlı ise bu zararı artırıcı bir unsur olarak indirim konusu yapılamayacağını ifade etmektedir. Başka bir ifade ile, gider kabul etmeme uygulaması istisna kazancın tutarının tespiti ile ilgili değildir. Bu nedenle, bu gelirlerin elde edilmesi için yapılan giderlerin sadece kurumlar vergisinden müstesna tutulan söz konusu kazançların tespitinde indirim konusu yapılacağı tabiidir (50 Seri Nolu KV Genel Tebliği)⁴¹.

Örnek:⁴²

Bir kurumun sonuç hesaplarında, 100 birimlik kurum kazancının (ticari) yarısının A tipi yatırım fonundan; diğer yarısının da olağan ticari faaliyetlerden oluştuğu görünmektedir. Dolayısıyla, mali kar 50 birim olarak hesaplanmıştır. Kurum kayıtlarında giderlerin tamamı olağan ticari faaliyetlerle ilgilendirilmiş; yatırım fonu gelirin hiç pay verilmemiştir. Oysa, 70 birimlik dönem finansman giderlerinin yarısının, yatırım fonu katılma belgesi satın alma işlemlerinin işletmenin yabancı kaynaklarından (kredilerinden) yapılması dolayısıyla, bu belgelerden sağlanan kar paylarına ait olduğu hesaplanmaktadır.

Çözüm:

Kurumun ticari karı 100 birim, mali karı 50 birim görünmesine rağmen, mali kar ile ilgili olmadığı hesaben bulunan $(70/2)=35$ birimlik finansman gideri eklenerek $(50+35)=85$ birimlik safi kurum kazancının (mali kar) beyan edilmesi gerekecektir.

⁴¹ R.G. T.11.3.1995, S.22224.

⁴² Murat Semercigil, **Kurumlar Vergisi Kanunu ve Açıklamaları**, Ankara, 1995, s.83.

4.2.3.1.1. Kurumlar vergisinden istisna edilen kazancın GVK. m. 94/6-a karşısındaki durumu.- GVK'nun 3946 sayılı Kanunla değişen 94. maddesinin 6 numaralı bendinin (a) alt bendine göre; yatırım ortaklıklarının kurumlar vergisinden müstesna tutulan portföy işletmeciliğinden doğan kazançları, bu kazançların dağıtılıp dağıtılmadığına bakılmaksızın gelir vergisi tevkifatına tabidir. Tevkifat oranı, 93/5148 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı⁴³ ile, portföyünde %25'den daha az hisse senedi bulunduran yatırım ortaklıklarında (B tipi) %10, diğer yatırım ortaklıklarında (A tipi) ise "0" sıfırdır. Bu uygulama sırasında yatırım ortaklıklarının portföyünde bulunan yabancı borsalara kayıtlı dövizli hisse senetleri, %25 oranının tespitinde dikkate alınmayacaktır.

4.2.3.1.2. Portföy işletmeciliğinden doğan kazançların GVK. m. 94/6-b karşısındaki durumu.- GVK'nun 75. maddesinin 3946 sayılı Kanunla değiştirilen 4 numaralı bendi hükmü ile KVK uyarınca yıllık veya özel beyanname veren kurumların indirim ve istisnalar düşülmeden önceki kurum kazancından kurumlar vergisi düşüldükten sonra kalan kısmı menkul sermaye iradı sayılmış ve bu menkul sermaye iradı, 94. maddenin 6 numaralı bendinin (b) alt bendi ile tevkifata tabi tutulmuştur. Ancak söz konusu alt bentte yer alan parantez içi hükümlerle yatırım ortaklıklarının kazançları, portföylerinde bulundurdukları hisse senetlerinin oranına bakılmaksızın 94. maddenin 6 numaralı bendinin (a) alt bendine göre tevkifata tabi tutulacağından (b) alt bendine göre tevkifata tabi tutulmayacaktır (47 Seri Nolu KV Genel Tebliği)⁴⁴.

4.2.3.1.3. Portföy işletmeciliğinden doğan kazançların KVK. m. 25 karşısındaki durumu.- 3946 sayılı Kanununun 32. maddesi ile KVK'nun 25. Maddesinde yapılan değişiklik ile %46 olan vergi oranı %25'e indirilmiştir. Aynı maddenin 4108 sayılı Kanunun⁴⁵31. maddesi ile değişen ikinci fıkrasına göre: "yukarıdaki orana göre hesaplanan vergi, indirim ve istisnalar düşülmeden önceki kurum kazancının %20'sinden az olamaz. Bu hesaplamada iştirak kazançları, yatırım ortaklıkları ve fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan

⁴³ R.G. T.31.12.1993, S.21805.

⁴⁴ R.G. T.27.3.1994, S.21887.

⁴⁵ R.G. T.2.6.1995, S.22301.

kazançları ve yatırım indirimi dikkate alınmaz". Bu hükme göre yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları, asgari kurumlar vergisine de tabi tutulmayacaktır. Buradaki istisna portföy işletmeciliğinden elde edilen kazançlara tanınmış olup, yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği dışında elde ettikleri kazançlar bu istisnanın dışındadır.

Buraya kadar anlatılanları özetleyecek olursak; yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları şu şekilde vergilendirilecektir:⁴⁶

- 1- %25 oranlı kurumlar vergisine tabi değildir.
- 2- %20 oranlı asgari kurumlar vergisine tabi değildir.
- 3- A tipi yatırım ortaklıklarına ait kazançlar üzerinden vergi tevkifat oranı "0"dır.
- 4- Kısa vadeli (B tipi) yatırım ortaklıklarına ait kazançlar üzerinden vergi tevkifat oranı %10'dur. Ayrıca bu tutarın %10'uda fon tutarı olarak hesaplanacaktır.

Yatırım ortaklıklarını ilgilendiren iki türlü tevkifat söz konusudur. Birincisi, ortaklığın portföyünde bulunan menkul kıymetlerin faiz ve gelirlerinin elde edilmesi sırasında, bu geliri ödeyenler tarafından yapılan tevkifat. Örneğin, ortaklığın portföyünde bulunan özel sektör tahviline vade sonunda faiz ödemesinde bulunan kuruluş tarafından ödeme sırasında GVK. m. 94/7 uyarınca tevkifat yapılmaktadır. Dar mükellef kurumlara yapılan ödemelerde ise KVK. m. 24'e göre tevkifat yapılmaktadır. İkinci tevkifat türü ise ortaklığın kurumlar vergisinden istisna edilen portföy kazançları üzerinden GVK. m. 94/6-a gereğince kazancı elde eden ortaklıkça yapılacak tevkifattır. KVK. m. 8, b. 4, f. 5'de yer alan hükme göre, yukarıda belirtilen ilk tevkifat ancak ikinci tevkifattan mahsup edilebilir ve mahsup edilemeyen vergiler iade edilmez. A tipi yatırım ortaklıklarında stopaj oranı "0" olarak tespit edilmiş olup mahsup imkanı söz

⁴⁶ Hamza Uzun, "Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları Portföy İşletmeciliği Kazançları İle Katılma Belgesi Veya Hisse Senedi Karşılığı Sağlanan Kar Paylarının Vergi Kanunları Karşısındaki Durumu", **Vergi Sorunları** (Haziran 1996), S.93, s.33.

konusu olmadığından, ödemeyi yapanlarca kesilmiş bulunan stopajlar nihai vergi niteliğinde olacaktır⁴⁷.

Yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançlarının vergilendirilmesinin şematik görünümü⁴⁸

	<u>A tipi</u>	<u>B tipi</u>
Portföy Kazancı	100	100
Kurumlar Vergisi (%25)	istisna	istisna
Asgari Kurumlar Vergisi (%20)	istisna	istisna
Kalan	100	100
Gelir Vergisi Stopaj Matrahı	100	100
Gelir vergisi Stopajı (GVK.m.94/6)	0	(%10)10
	-----	-----
Dağıtılabilir Kar Payı	100	90

4.2.3.2. Dar mükellefiyete tabi yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarının vergilendirilmesi.- KVK'nun 8. Maddesinin 4 numaralı bendinde, "Türkiye'de işyeri veya daimi temsilcisi bulunan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları ile aynı nitelikte olduğu Maliye Bakanlığınca belirlenen dar mükellefiyete tabi yatırım ortaklıkları ve fonlarının istisnadan yararlanma şartlarını, bu hususta düzenlenecek belgeleri uygulamaya ilişkin diğer usul ve esasları tayin ve tespiti Maliye Bakanlığı yetkilidir" denilmektedir. Buna göre, yabancı yatırım fonlarının Türkiye'de portföy işletmeciliğinden elde ettiği kazançlar, Maliye Bakanlığınca öngörülen koşulların

⁴⁷ Akgül, a.g.m., s.

⁴⁸ Yakup Uslu, "3946 sayılı Kanun'la Yapılan Düzenlemeler Karşısında Yatırım Fonları ve Yatırım ortaklıklarının Portföy Kazançları İle Bunlardan Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi", **Maliye Postası Dergisi** (Temmuz 1994), S.332, s.53.

yerine getirilmesi kaydıyla, kurumlar vergisinden istisnadır. Maliye Bakanlığı konu ile ilgili ilk düzenlemeyi 4.11.1993 tarih ve 21748 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 44 Seri Nolu KV Genel Tebliğinde yapmıştır. Burada dar mükellefiyete tabi yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarının kurumlar vergisinden müstesna tutulabilmesi için gereken şartlar belirlenmişti. Ancak, getirilen şartlar, yabancı yatırım ortaklıkları ve fonlarının çeşitliliği, birbirlerinden kesin çizgilerle ayrılamamaları ve Türk mevzuatındaki tanımları tam olarak karşılayamamaları nedeniyle uygulamada belirsizliklere ve endişelere yol açmıştır⁴⁹.

SPK'nun, 18.11.1994 tarih ve 21762 mükerrer sayılı Resmi Gazetede yayımlanan I Nolu Sirkülerinde, yabancı yatırım ortaklıkları ve fonlarının tümünün SerPK'na göre kurulan yatırım fonları olarak kabul edilmesi uygun görülmüştür. Sirkülerde "Yabancı yatırım fonları ve ortaklıkları kendi ülkelerindeki hukuki yapıları nedeniyle birbirlerinden kesin hudutlarla ayrılamamakta ve Sermaye Piyasası Mevzuatındaki tarifleri tam olarak karşılamamaktadır. Bu sebeple, 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 Kanununa göre kurulan menkul kıymetler yatırım fonları" gibi addedilmesi uygun görülmüştür" denilmektedir. Maliye Bakanlığı da bu açıklamaya paralel olarak, 19.11.1993 tarih ve 21763 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 45 Seri Nolu KV Genel Tebliği ile, yabancı yatırım ortaklıkları ve fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarının kurumlar vergisinden istisna edilebilmesi için, 44 Seri Nolu KV Genel Tebliğinde yazılı şartlara bakılmayacağını, SPK'nca yayımlanan I Seri No'lu Sirkülerdeki şartların

⁴⁹ M. Yaşar Akçay, "Yabancı Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Vergilendirilmesi", **Vergi Sorunları** (Mart 1995), S.78, s.48.

aranacağını belirtmiştir.

Bu durumda, yabancı yatırım ortaklıklarının Türkiye’de bir işyeri veya daimi temsilci vasıtasıyla faaliyette bulunması ve mükellefiyet ödevlerini yerine getirmesi şartıyla; portföy işletmeciliğinden doğan kazançları tam mükellef yatırım fonlarında olduğu gibi KVK. m. 8, b. 4 uyarınca istisna olacaktır. İstisna tutulan bu kazançlar üzerinden, GVK. m. 94, b. 6-a uyarınca gelir vergisi tevkifatı yapılacaktır. Bu tevkifat esnasında, portföyde %25 hisse senedi bulunup bulunmadığının hesabında, sadece Türkiye’de yerleşik kurumların hisse senetlerinin dikkate alınması gerekmektedir.

Türkiye’de, kurumlar vergisi istisnası için öngörülen şartlara uygun olarak faaliyet göstermeyen yabancı yatırım fonlarının iktisap ettikleri menkul kıymetlerini ve iştirak hisselerini GVK’nun mükerrer 81’inci maddesinde yer alan şartlar çerçevesinde elden çıkarmaları halinde, elde ettikleri kazançlar “değer artış kazancı” olarak vergilendirilecek, ancak kur farkından doğan değer artışı kazançları vergilendirilmeyecektir (47 Seri Nolu KV Genel Tebliği, Bölüm VII-3).

4.2.4. Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetlerinden Sağlanan Kar Paylarının Vergilendirilmesi

Yatırım ortaklıkları hisse senetlerinden sağlanan kar paylarının gelir ve kurumlar vergisi karşısındaki durumu, yatırım ortaklığının durumuna ve bunlardan gelir elde edenlerin gerçek kişi ve kurum olmasına göre değişmektedir. Yatırım ortaklıklarından gelir elde edenlerin vergilendirilmesi aşağıdaki gibi olacaktır.

4.2.4.1. Gerçek kişilerde vergileme.-

4.2.4.1.1. Tam veya dar mükellef gerçek kişilerce elde edilen kar payının vergilendirilmesi.- GVK’nun 75’inci maddesinin birinci fıkrasında menkul sermaye iradının genel olarak tanımı yapılarak; “Sahibinin ticari, zirai veya mesleki faaliyeti dışında nakdi sermaye veya para ile temsil edilen değerlerden müteşekkil sermaye dolayısıyla elde ettiği kar payı, faiz, kira ve benzeri iratlar menkul sermaye iradı sayılır” denilmiştir.

GVK'nun 75. Maddesinin ikinci fıkrasınının 3824 sayılı Kanun'la değişik 1 numaralı bendine göre, her nevi hisse senetlerinin kar paylarının menkul sermaye iradı olduğu hükme bağlanmıştır. Buna göre, tam veya dar mükellefiyete tabi gerçek kişilerce elde edilen yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin kar payları menkul sermaye iradı sayılır.

GVK'nun geçici 27. maddesine 3946 sayılı Kanun'la eklenen 3. fıkra hükmüne göre, 1.1.1994 tarihinden geçerli olmak üzere, yatırım ortaklıklarından sağlanan kar payları 31.12.1999 tarihine kadar gelir vergisinden istisna edilmiştir. Buna göre, tam veya dar mükellefiyete tabi gerçek kişilerin, ticari bir organizasyon dışında birikimlerini değerlendirmek amacıyla, yatırım ortaklıkları hisse senetlerini bankalar ve borsa komisyoncuları vasıtasıyla alım-satımından doğan kazançları ile kar payları 31.12.1999 tarihine kadar gelir vergisinden istisna olup, gelir vergisi tevkifatına tabi değildir.

GVK. m. 85, f. 2 hükmüne göre, istisna hadleri içinde kalan kazanç ve iratlar için yıllık beyanname verilmez. Bu durumda gelir vergisinden müstesna tutulan yatırım ortaklıkları hisse senetlerinden elde edilen kar payları için 31.12.1999 tarihine kadar yıllık gelir vergisi beyannamesi verilmeyecek, başka gelirler nedeniyle verilen beyannamelere, bu gelirler dahil edilmeyecektir. Yatırım ortaklığı hisse senetlerinden elde edilen kar payları, ticari bir faaliyete bağlı olarak elde edilmesi halinde, herhangi bir istisna söz konusu olmayıp bu gelirler normal ticari kazançlar gibi beyan edilecek ve gelir vergisine tabi tutulacaktır. Diğer taraftan, GVK'nun mükerrer 75. Maddesinde belirtildiği üzere, yatırım ortaklıkları hisse senetlerinden elde edilen kar payları için vergi alacağı hesaplanmayacaktır.

4.2.4.1.2. Tam veya dar mükellefiyete tabi gerçek kişilerin ticari işletmelerine dahil hisse senetleri gelirlerinin vergilendirilmesi.- GVK'nun menkul sermaye iratlarına yer veren 75'inci maddesinin son fıkrasına göre; "Yukarıda yazılı iratlar, bunları sağlayan sermaye sahibinin ticari faaliyetine bağlı bulunduğu takdirde, ticari kazancın tespitinde nazara alınır" hükmü gereğince tam veya dar mükellefiyete tabi gerçek kişilerin ticari işletmelerine dahil yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin bulunması halinde, bunlardan elde

edilen kar payları ticari kazancın tespitinde dikkate alınacaktır. Menkul kıymet alım satımıyla devamlı olarak uğraşmak ticari bir faaliyettir ve bu nedenle elde edilen kazanç, ticari kazançtır (GVK. m. 37). Ticari bir işletmeye dahil yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar istisna kapsamında değildir (GVK. geçici m. 27, f. 3). Tam ve dar mükellefiyete tabi gerçek kişilerin bu gelirleri GVK'nun 85'inci maddesine göre yıllık beyan esasında vergilendirilir.

4.2.4.2. Kurumlarda vergileme.-

4.2.4.2.1. Tam mükellefiyete tabi kurumlarda vergileme.- KVK. m. 8, b.6 hükmü gereğince A tipi yatırım ortaklıkları hisse senetleri kar payları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Tam mükellef bir kurum tarafından elde edilen A tipi yatırım ortaklıkları hisse senetleri kar payları kurumlar vergisinden istisna edildiği gibi, satın alındıktan sonra ortaklığa veya üçüncü kişilere geri satılması karşılığında elde edilen kar payları %25 oranlı kurumlar vergisine tabi tutulmayacaktır. Buna karşılık B tipi yatırım ortaklıkları hisse senetlerinden elde edilen kar payları kurumlar vergisinden istisna edilmemiş bulunduğundan, normal kurum kazancı içinde %25 oranlı kurumlar vergisine tabi tutulacaktır.

Diğer taraftan, asgari kurumlar vergisinin düzenlendiği KVK. m. 25, f. 2'ye göre; %25 oranına göre hesaplanan vergi, iştirak kazançları ile yatırım fonları ve ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden sağlanan kazançlar hariç, indirim ve istisnalar düşülmeden önceki kurum kazancının %20'sinden az olamayacaktır. Buna göre, yatırım ortaklıklarından elde edilen kar payları asgari kurumlar vergisine tabi bulunmaktadır. **Örnek⁵⁰:**

-Kurum Ticari Kazancı		1000
- <u>İlaveler</u>		200
Kanunen Kabul Edilmeyen Giderler	200	
- <u>İndirimler</u>		1000
A tipi Yatırım Ortaklığı Kar Payı	1000	
Kurumlar Vergisi Matrahı		200
-Hesaplanan Kurumlar Vergisi	50	
(200 x %25)= 50		
-Asgari Kurumlar Vergisi	240	
(1200 x %20)		

50

Aktan, a.g.m., s.46.

-Ödenmesi Gereken Kurumlar Vergisi
(240>50)

240

GVK. m. 75, b. 4 hükmüne göre, KVK uyarınca yıllık veya özel beyanname veren kurumların, indirim ve istisnalar düşülmeden önceki kurum kazancından, hesaplanan kurumlar vergisi düşüldükten sonra kalan kısım, menkul sermaye iradı olarak tanımlanmıştır. Ancak, sözü edilen bentteki parantez içi hükümlerle, KVK. m. 8'deki 1 ve 6 numaralı bentlere göre kurumlar vergisinden istisna edilen kazançlar ile yatırım indirimi, bu menkul sermaye iradı dışında bırakılmıştır. A tipi yatırım ortaklıklarından elde edilen kar payları KVK. m. 8, b.6'ya girdiğinden menkul sermaye iradı sayılmamıştır. GVK. m. 94/6-b bendine göre, dağıtılın veya dağıtılmasın GVK. m. 75, b.4'teki menkul sermaye iratları gelir vergisi kesintisine tabi tutulmuştur. Uygulanacak olan gelir vergisi kesinti oranları, halka açık anonim şirketlerde %10, diğer kurumlar vergisi mükelleflerinde %20 olarak tespit edilmiştir. Ancak, GVK. m. 75, b.4 dışında kalan A tipi yatırım ortaklıklarından elde edilen kar payları üzerinden gelir vergisi kesintisi yapılmayacaktır. B tipi yatırım ortaklıklarından elde edilen kar payları ise, yukarıdaki oranlara göre gelir vergisi tevkifatına tabidir.

yatırım ortaklıklarından elde edilen kar paylarının, bunları elde eden kurumdaki vergilendirilmesinin şematik şematik görünümü⁵¹

	A tipi yatırım ortaklıklarından Elde Edilen Kar Payı		B tipi yatırım ortaklıklarından Elde Edilen Kar Payı	
	Halka Açık A.O'da	Diğer Kurumlarda	Halka Açık AO'da	Diğerleri
Elde Edilen Kar Payı	100	100	90	90
Kurumlar Vergisi	istisna	istisna	(%25) 22.5	22.5
Kalan	100	100	67.5	67.5
Asgari KV. (%20) 20		20	(Normal Vergiye Tabi)	

51

Uslu, a.g.m., s.57.

Kalan	80	80	67.5	67.5
Gelir vergisi				
Stopaj matrahı	80	80	67.5	67.5
Gelir vergisi				
Tevkifatı	istisna	istisna	(%10) 6.75	(%15)* 10.125
Kalan	80	80	60.75	57.375
Dağıtılabilir				
Kar payı	80	80	60.75	57.375

*Bu oran, 15.12.1995 tarih ve 95/7593 sayılı Kararname ile 1.1.1996 tarihinden geçerli olmak üzere tespit edilmiştir (R.G. T.30.12.1995, S.22509). Değişiklikten önce %20 idi.

Bu şema yukarıda 4.2.3.1.3. deki tutarları, kurumlar vergisi mükelleflerinin aynen aldığı ve kurumların başka gelirlerinin olmadığı varsayımı altında verilmiştir.

4.2.4.2.2. Dar mükellefiyete tabi kurumlarda vergileme.- Dar mükellefiyete tabi kurumların yatırım ortaklıkları hisse senetleri gelirleri, tam mükellefiyete tabi kurumlarda olduğu gibidir. Dar mükellef kurumların, menkul kıymetlerin kar paylarından doğan ve Gelir Vergisi konusuna giren gelir unsurlarından menkul sermaye iradı sayılan kurum kazançları, KVK. m. 24 uyarınca tevkifat uyarınca vergilendirilir⁵². KVK. m. 8, b. 6'ya göre kurumlar vergisinden istisna olan A tipi yatırım ortaklıkları kar payları, GVK. m. 94 ve KVK. m. 24'e göre gelir ve kurumlar vergisi tevkifatına tabi değildir. Dar mükellefiyete tabi kurumların ticari ve zirai kazançları KVK'nun 20'nci maddesine göre yıllık beyan esasında, gayrimaddi hakların satış gelirleri hariç sair kazanç ve iratları 22'nci maddesine göre özel beyan esasında ve diğer kazanç ve iratları da 24'üncü maddesine göre tevkifat esasında vergilendirilir. Dar mükellefiyete tabi kurumların, yıllık veya özel beyan esasında vergilendirilmesi gereken kazanç ve iradının bulunması halinde, tevkifat esası kesin ve nihai vergilendirmeyi ifade eder. Ancak, dar mükellefiyete tabi

52

Ayrıntılı bilgi için bkz., Esra Ekmekci, **Kurumlar Vergisinde Dar Yükümlülük**, İstanbul: Kazancı Yayınları, 1994, s.132.

kurumların kazanç ve iratlarının tevkifat esasında vergilendirilmiş olması, yıllık veya özel beyan esasında vergilendirilmelerini önlemez⁵³.

KVK. m. 24, f. 5'e göre; "Bu maddeye göre vergisi tevkif suretiyle alınan kazanç ve iratlar için 20 ve 22'nci maddelere göre beyanname verilmesi veya bu madde kapsamına girmeyen kazanç ve iratlar için verilecek beyannamelere mezkur kazanç ve iratların ithali ihtiyaridir. (Şu kadar ki Gelir Vergisi Kanununun 75'inci maddesinin ikinci fıkrasının 5 ve 7 numaralı bentlerinde yer alan menkul sermaye iratları ile yatırım fon ve ortaklıklarının katılma belgeleri ve hisse senetlerinden elde edilen kar paylarının verilecek beyannamelere dahil edilmesi zorunludur." Bu fıkranın parantez içi hükmü ile, Türkiye'de bir iş yeri kurduğu veya daimi temsilci bulundurduğu ve bu yerlerde veya bu temsilciler vasıtasıyla ticari kazanç elde ettiği için ilgili vergi idaresine yıllık kurumlar vergisi beyanname vermek zorunda olan dar mükellef kurumların, tam mükellef kurumlarla bazı hususlarda eşit vergi yüküne tabi tutulması temin edilmektedir⁵⁴. Bu hükme göre, dar mükellefiyete tabi kurumlar Türkiye'de elde ettikleri gelirleri dolayısıyla yıllık veya özel beyanname vermeleri halinde yatırım ortaklıkları hisse senetlerinden elde edilen kar paylarının bu beyannamelere dahil edilmesi zorunludur.

4.2.4.2.2.1. Dar mükellef yatırım ortaklıklarının daimi temsilci atamaları ve defter tutmaları.- 47 Seri Nolu Kurumlar Vergisi Genel Tebliğine göre, saklama banka veya şirketlerinin bir "saklama sözleşmesi" çerçevesinde Türkiye'de menkul kıymet alım satımı yapan dar mükellef yatırım ortaklıkları adına gerçekleştirdikleri işlemler bakımından bunların daimi temsilcisi sayılacakları ve Vergi Usul Kanununun defter tutma mükellefiyeti ile ilgili ödevlerinin de bu saklama işini yapan banka veya şirketlerce yerine getirilmesi gerekmektedir. 57 Seri Nolu Kurumlar Vergisi Tebliğine göre, Türkiye'de saklama bankası veya şirketi bulunmayan dar mükellef kurumun Türkiye'de bir başka gerçek veya tüzel kişiyi daimi temsilci olarak ataması (veya böyle bir

⁵³ Tezcan Atay, "Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Vergi Mevzuatı Karşısındaki Durumu", **Vergi Sorunları** (Mayıs 1997), S.104, s.77.

⁵⁴ Semercigil, a.g.e., s.361.

atama yapılmamış olmakla birlikte kurum ile bu kişi arasındaki ilişkinin daimi temsilcilik ilişkisini ortaya çıkarması) durumunda, dar mükellef kurum adına yaptıkları işler bakımından bunların daimi temsilci sayılacağı belirtilmiştir.

Yatırım fon veya ortaklıklarına kazancı sağlayanların, bu kazancı vergiye tabi tutmamaları için kazancın Türkiye’de bulunan bir işyeri veya daimi temsilci vasıtasıyla elde edildiğini, yatırımcının yazılı beyanı ve daimi temsilcinin de bunu yazılı olarak teyid etmesi veya benzeri şekilde tespit etmeleri gerekmektedir. Aksi halde, dar mükellef yatırım fon veya ortaklığına sağlanan kazanç, 44 Seri Nolu Kurumlar Vergisi Genel Tebliğinde yer alan açıklamalar uyarınca Türkiye’de elde edilmiş değer artış kazancı olarak kurumlar vergisine tabi tutulacaktır (57 Seri Nolu KV Genel Tebliği, Bölüm-III).

Diğer taraftan, yabancı fon veya ortaklıkların portföy yönetimleri genellikle bunlar adına yabancı portföy yönetim şirketleri tarafından yerine getirilmektedir. Bu gibi hallerde, yabancı fon veya ortaklık, adlarına hareket eden portföy yönetim şirketleri vasıtasıyla Türkiye’de menkul kıymet alım satımı yapmakta ve portföy işletmeciliği kazancı elde etmektedir. Buna göre, portföy yönetim şirketlerinin Türkiye’de bir iş yerinin veya daimi temsilcisinin bulunması halinde, portföylerini yönettikleri yabancı fon veya ortaklıkların Türkiye’de elde ettikleri portföy kazançları, KVK’nun 8’inci maddesinin 4 numaralı bendi uyarınca kurumlar vergisinden müstesna tutulacaktır. Ancak, kazancın bir işyeri vasıtasıyla elde edildiği durumda portföy yönetim şirketlerinin, diğer hallerde bunlar adına hareket eden daimi temsilcilerin muhasebe, hesap ve işlemlerini her bir yatırım fon veya ortaklık itibarıyla ayrı ayrı izlemeye ve fon veya ortaklığın portföylerinin en az %25’inin hisse senetlerinden oluşup oluşmadığının tespitine imkan verecek şekilde tutmaları gerekmektedir (57 Seri Nolu KV Genel Tebliği, Bölüm-III).

4.2.5. Döviz Yatırım Ortaklıkları ve Fonları

KVK. m. 8, b. 4’de A tipi ve B tipi yatırım ortaklıkları ve fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden müstesna tutulmuş ancak söz konusu bentte yer alan parantez içi hükümlerle döviz yatırım fonları

bu istisnadan hariç tutulmuştur. KVK'nda ve SerPK'nunda döviz yatırım fonlarına ilişkin bir açıklama yapılmamıştır. Ancak, 47 Seri Nolu KV Genel Tebliğinin VII/1 bölümünde ve 50 Seri Nolu KV Genel Tebliğinin V/B bölümünde "...Yabancı para ve altın alım-satımı yapan "döviz yatırım fonları"nın ise söz konusu istisnadan yararlanmaları mümkün değildir" şeklinde bir ifadeye yer verilmiştir. Yatırım fon ve ortaklıklarının kurumlar vergisinden müstesna tutulan kazançları üzerinden vergi tevkifatı yapılmasını öngören GVK. m. 94/6-a hükmünde, döviz yatırım fonları bu tevkifattan hariç tutulmuştur. Görüldüğü gibi, döviz yatırım ortaklıkları ve fonları kurumlar vergisine tabi olmakla birlikte, GVK. m. 94/6-a bendine göre tevkifata tabi olmamaktadır.

GVK. m. 75, b. 4'de yer alan menkul sermaye iradı, 94. maddenin 6 numaralı bendinin (b) alt bendi ile tevkifata tabi tutulmuştur. Ancak, söz konusu alt bentte yer alan parantez içi hükümlerle yatırım fonları ve ortaklıkları bu tevkifatın kapsamına dahil edilmemiştir. 50 Seri Nolu KV Genel Tebliğinin V/B bölümünde de, yatırım ortaklıkları ve fonlarının kazançlarının, portföylerindeki hisse senetlerinin oranına bakılmaksızın GVK. m. 94/6-a uyarınca tevkifata tabi tutulacağından, bu fonların kazançları üzerinden aynı bendin (b) alt bendine göre vergi tevkifatı yapılmayacağı belirtilmiştir. Döviz yatırım ortaklıkları ve fonlarının portföy işletmeciliği kazançları bu doğrultuda değerlendirilir ve kanun lafzından hareket edilirse, GVK. m. 94/6-b bendine göre de tevkifata tabi tutulmayacaktır. Bu ise, kendisi kurumlar vergisinden istisna olmayan bir kazancın stopaja tabi olmaması anlamına gelir ki kanun koyucunun böyle bir sonuca ulaşmak istediği düşünülemez⁵⁵.

Döviz yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden elde edilen kar payları ise, bu kazançlar KVK. m. 8, b. 6'daki kazançlara girmediğinden kurumlar vergisine tabi olmakta ve GVK. m. 75, b. 4 ile GVK. m. 94/6-b bendinde yer alan parantez içi istisna hükümlerinden yararlanamadığından GVK. m. 94/6-b uyarınca halka açık AO'da %10, diğerlerinde %20 oranında tevkifata tabi

⁵⁵ Kadir Karakaş, "Döviz veya Altın Yatırım Fonlarının ve Ortaklıklarının Portföy İşletmeciliğinden Doğan Kazançları GVK'nun 94. Maddesinin 6 Nolu Bendi Uyarınca Tevkifata Tabi Midir ve Bu Kazançlar %20 Oranla Kurumlar Vergisi Matrahına Dahil Midir?", *Vergi Dünyası* (Kasım 1997), S.195, s.63.

olmaktadır. Döviz yatırım ortaklıkları ve fonlarının portföy işletmeciliği kazançlarının GVK. m. 94/6-b uyarınca tevkifata tabi tutulabilmesi için bu bentte yer alan “yatırım fonları ve ortaklıkları hariç” parantez içi hükmünün “(a) bendinde sayılanlar hariç” şeklinde düzeltilmesi uygun olacaktır⁵⁶.

Döviz yatırım ortaklıkları ile fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisine tabi olduğundan, bu kazançlar %20 oranlı kurumlar vergisi matrahının tespiti sırasında kurum kazancına dahil edilmeyecektir.

4.2.6. Yatırım Ortaklıklarının KDV Karşısındaki Durumu

Katma Değer Vergisi Kanunu⁵⁷ m.1, f.1’de; ticari, sınai, zirai ve serbest meslek faaliyetleri çerçevesinde yapılan teslim ve hizmetin vergiye tabi olacağı, 2’nci fıkrada ise bu faaliyetlerin kapsamı, niteliği ve devamlılığının GVK hükümlerine göre, GVK’nda açıklık bulunmayan hallerde TTK ve diğer ilgili mevzuat hükümlerine göre, tayin ve tespit edileceği hükme bağlanmıştır. Bu durumda GVK’na göre ticari, zirai ve serbest meslek kazancı elde edilen faaliyetler çerçevesinde yapılan hizmetler vergiye tabi olduğundan, yatırım ortaklığı portföy işletmeciliği faaliyeti bu manada KDV’nin konusuna girmektedir. Ayrıca bu faaliyetler KDV. m. 17/4-e bendinde belirtilen BSMV kapsamına girmediğinden KDV’den istisna değildir. Dar mükellef yatırım ortaklıkları ve fonlarının durumu ile ilgili açıklamalar ise aşağıdaki gibidir⁵⁸:

Yabancı yatırım fonlarının yurtdışındaki kurucularının verdiği yönetim hizmeti KDVK. m. 1 uyarınca vergiye tabi bulunmaktadır. İşlemlerin Türkiye’de yapılması ile ilgili olarak KDVK. m. 6/b’de; hizmetin Türkiye’de yapılması, değerlendirilmesi veya Türkiye’de faydalanılması ölçütü getirilmiş ve “değerlendirme” nin GVK. m. 7’ye göre tayin olunacağı belirtilmiştir. 1 Seri Nolu KDV Genel Tebliğinin A/2 bölümünde konuyla ilgili olarak; “GVK’nun 7. maddesinin son fıkrasına göre hizmetin Türkiye’de değerlendirilmesinden

⁵⁶ Karakaş, a.g.m., s.64.

⁵⁷ R.G. T.2.11.1984, S.18653

⁵⁸ Akçay, a.g.m., s.59.

maksat, ödemenin Türkiye’de yapılması veya ödeme yabancı memlekette yapılmışsa Türkiye’de ödeyenin veya nam ve hesabına ödeme yapılanın hesaplarına intikal ettirilmesi veya karından ayrılmasıdır. Buna göre, hizmet Türkiye dışında yapılmış ancak hizmetin bedeli Türkiye’de ödenmişse değerlendirme Türkiye’de yapılmış sayılarak ifa edilen hizmet vergilendirilecektir. Ayrıca, hizmet Türkiye dışında ifa edilmiş ve hizmetin bedeli Türkiye dışında ödenmiş olmasına rağmen hizmetin bedeli Türkiye’de ödeyenin hesabına intikal ettirilmiş yani Türkiye’de ödeyenin hesaplarına gider kaydedilmişse yine hizmet Türkiye’de değerlendirilmiş sayılarak vergiye tabi tutulacaktır.”

KDVK. m. 9 uyarınca, yabancı yatırım fonu veya daimi temsilcisi, söz konusu ücret üzerinden ayrıca %15 oranında hesaplayacakları KDV’yi, ücreti tahakkuk ettirildiği ayı izleyen ayın 25’inci günü akşamına kadar sorumlu sıfatıyla 2 Nolu KDV beyannamesi ile beyan etmek ve aynı süre içinde ödemek zorundadır. Bu şekilde ödenen vergi, fiilen indirim imkanının bulunmadığı dikkate alındığında, yabancı yatırım fonlarının nihai vergi yükü olarak ortaya çıkmaktadır. Diğer taraftan, yönetim ücreti üzerindeki KDV mükellefiyetinin, faaliyetleri “ticari kazanç” çerçevesinde değerlendirilen, yani, Türkiye’de işyeri veya daimi temsilcisi bulunan yabancı yatırım ortaklıkları ve fonları için geçerli olacağı; bu şartları taşımayan ve faaliyetleri “değer artış kazancı” olarak değerlendirilen yabancı yatırım fonları için mükellefiyet bulunmamaktadır.

4.3. 4369 Sayılı Kanun⁵⁹ İle Getirilen ve Yatırım Ortaklıklarını İlgilendiren Düzenlemeler

15 Kanun ile 2 Kanun Hükmünde Kararnamede çeşitli değişiklikler yapan 4369 sayılı Kanunun 87 maddesinin 4’ü Kurumlar Vergisi Kanununda değişiklik yapmakta, ayrıca bir madde ile de Kurumlar Vergisi Kanununa bir geçici madde eklenmektedir. Kurumlar Vergisi Kanunu’nun 3946 sayılı Kanun ile değişik 8 inci maddesinin 6 no’lu bendinde, aynı maddenin 4 no’lu bendinin (a), (c) ve (d) alt bentlerinde belirtilen yatırım fonlarının katılma belgeleri ve yatırım ortaklıklarının

⁵⁹

R.G. T.29.07.1998, S.23417.

hisse senetlerinden kurumlarca elde edilen kar paylarının kurumlar vergisinden istisna olduğu hüküm altına alınmıştı. Bunlar A tipi yatırım ortaklıkları ve fonları ile gayrimenkul ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları idi. 4369 sayılı Kanun ile 1.1.1999 tarihinden itibaren bu istisna uygulamasına son verilmektedir.

Ayrıca, Gelir Vergisi Kanununun 75 inci maddesinin ikinci fıkrasının 4 numaralı bendi de değiştirilmiştir. Bilindiği üzere bu bent kurumlar için ikinci etap olan gelir vergisi stopajının hesaplandığı menkul sermaye iradı maddesidir⁶⁰. Değişiklikten önce A tipi menkul kıymet yatırım fonları ve ortaklıkları ile gayrimenkul ve risk sermayesi yatırım fonları ve ortaklıklarından sağlanan kazançlar GVK. m. 75, f. 2, b. 4'de tanımlanan menkul sermaye iratları dışında tutuluyor ve bu nedenle GVK. m. 94/6-b uyarınca stopaja tabi tutulmuyordu. Yatırım fon ve ortaklıklarından elde edilen gelire ilişkin KVK. m. 8, b. 6, 4369 sayılı Kanun ile yürürlükten kaldırıldığından GVK. m. 75, f. 2, b. 4'de de yer almamıştır. Söz konusu kazançlar GVK. m. 94 uyarınca gelir vergisi stopajına tabi olacaktır.

GVK. mükerrer m. 75'de yer alan vergi alacağı oranı değiştirildi. Tam mükellef kurumlardan alınan kar payları üzerinden halen 1/3 oranında hesaplanan vergi alacağı oranı, 1.1.2000 tarihinden sonra elde edilecek kar payları için 1/5 olarak uygulanacaktır. Yine bu madde de yer alan yatırım ortaklık ve fonlarından alınan kar payları önce 1/3 (1.1.2000 tarihinden sonra elde edilenler için 1/5) oranında arttırılacak ve bulunan tutar daha sonra enflasyondan arındırılacaktır. 4369 sayılı Kanunla, 1.1.1999'dan itibaren beyanname kapsamına alınan Menkul Kıymetler Yatırım Fonları (A veya B ayrımı olmaksızın) ve ortaklıklarından veyahut Risk Sermayesi Yatırım Fonları ve Ortaklıklarından elde edilecek kar paylarının beyanında da enflasyondan arındırma işleminin yapılması kabul edilmiştir⁶¹.

⁶⁰ Sebahattin Erdoğan ve Aslan Coşkun, "4369 Sayılı Kanun Neler Getirdi?", **Vergi Sorunları, Ek** (Eylül 1998), S.120, s.225.

⁶¹ A. Bumin Doğrusöz, **Vergi Reformu Yorum ve Açıklamaları**, İstanbul: Lebib Yalkın Yayınları, 1998, s.49.

Yeni düzenleme ile, KVK. m. 44, f. 1'e eklenen ibare ile, gelir ve kurumlar vergisi kanunlarına göre tevkifan kesilmiş vergilere ilave olarak, yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden elde edilen kar payları ile yatırım fonları katılma belgelerinden ortaklık veya fon bünyesinde hesaplanan vergiler de mahsup kapsamına alınmıştır. Yukarıda açıklandığı gibi, KVK. m. 8, b. 6 hükmü kaldırılarak, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve fonları ile gayrimenkul ve risk sermayesi fon ve ortaklıklarından elde edilen kar paylarına ilişkin istisna uygulamasına son verilmiştir. Söz konusu kar paylarının kurumlar vergisi matrahına alınmasına paralel olarak KVK. m. 44 hükmüne yukarıdaki ilave yapılmıştır⁶².

Bir anonim ortaklık olarak yatırım ortaklıklarını ilgilendiren diğer bir düzenleme de KVK. m. 25'de yapılan değişikliktir. Buna göre asgari kurumlar vergisi uygulaması kaldırılmış ve kurumlar vergisi oranı, 1999 yılı kazançlarından uygulanmaya başlayarak %30 olarak belirlenmiştir. 1998 yılı kazançlarına maddenin değişmeden önceki hükmü uyarınca %25 oranı uygulanacak, hesaplanan vergi, indirim ve istisnalar düşülmeden önceki kurum kazancının %20'sinden az olmayacaktır.

⁶² M. Emin Akyol, "Yeni Vergi Kanunu Kurumlar Vergisi Mükellefleri İçin Neler Getiriyor?", **Maliye Postası** (Eylül 1998), S.432, s.49.

SONUÇ

Dört bölümden oluşan çalışmamızın birinci ve ikinci bölümlerinde yatırım ortaklıklarının; hukuki model olarak yapıları, gelişimi, faaliyet ilkeleri ve türleri incelenmiştir. Üçüncü bölümde bu ortaklıkların ülkemizdeki düzenlenişi ele alınarak gelişimi hakkında bilgi verilmiştir. Türk Hukuk Sisteminde kanun koyucu, yatırım ortaklıklarını çeşitli imkanlar arasında Sermaye Piyasası Kanunu içerisinde düzenlediğinden söz konusu Kanun ile ilgili Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğlerine de yer verilmiştir. Dördüncü bölümde, yatırım ortaklıklarının ve bunlardan gelir elde eden kişi ve kuruluşların vergilendirilmesine ilişkin esaslar ele alınmıştır.

Yatırım ortaklıkları, küçük tasarrufların menkul kıymetler vasıtasıyla yatırım alanlarına kaydırılmasına hizmet eden bir sermaye piyasası kurumudur. Kanun koyucu Türk sermaye piyasasını geliştirmek ve teşvik etmek için bu ortaklıkları Gelir ve Kurumlar Vergisi Kanunlarına koyduğu muafiyet ve istisnalarla desteklemiştir. Özellikle A Tipi yatırım ortaklıklarına yapılan yatırımlar vergisel açıdan çok önemli avantajlara sahip bulunmaktadır. A tipi yatırım ortaklıkları için kurumlar vergisi uygulamasında %25 hisse senedi bulundurma şartı aylık ağırlıklı ortalama bazda aranacaktır. Vergi idaresi A tipi ortaklıklara muafiyet ve istisnaları uygulamadan önce, ilgili vergilendirme dönemini aylar itibariyle inceleyecek ve herhangi bir ayda ağırlıklı ortalama bazda %25 şartına uyulup uyulmadığını araştıracaktır. Yukarıda da anlatıldığı gibi, bu durum vergi idaresine ilave bir külfet getirmektedir. Yatırım ortaklıkları portföy yapıları ve diğer hususlarda sürekli olarak SPK'nun denetim ve gözetimi altında bulunduğundan vergi idaresinin bu denetim sonuçlarından yararlanması daha uygun olacaktır.

Yabancı yatırım ortaklıkları ile ilgili olarak, kurumlar vergisi istisnasının işyeri ve daimi temsilci bulundurma şartına bağlanması vergilendirme rejimimiz açısından bir olumsuzluk olarak görülebilmektedir. İşyeri ve daimi temsilci bulunmaması halinde, Türkiye’de elde edilen portföy kazancı “değer artış kazancı” olarak değerlendirildiğinden yabancı yatırım fonları çok ağır vergileme ile karşı karşıya kalabilmektedir. Yabancı yatırımcılar için caydırıcı etkisi bulunan bu olumsuzlukların yeni bir düzenlemeye tabi tutulması gerekmektedir⁶³.

Gerçek kişilerin yatırım ortaklığı hisse senetlerinden elde ettikleri kar payları, GVK’nun geçici 27. maddesi uyarınca 01.01.1999 tarihine kadar gelir vergisinden müstesna olduğundan, bu düzenleme çerçevesinde söz konusu menkul kıymet gelirleri diğer menkul kıymet gelirlerine göre büyük bir vergi avantajına sahiptir⁶⁴.

Çalışmamızda görüldüğü gibi, yatırım ortaklıkları lehine vergi mevzuatında bir takım ayrıcalıklı düzenlemeler yapılarak, bu kuruluşlar adeta “sıfır vergili kuruluşlar”⁶⁵ haline getirilmiştir. Bu düzenlemelerin amacı, sermaye piyasasını geliştirmek ve sermayenin tabana yayılmasını sağlamak için kurumsal yatırımcıları ve bu yatırımcılar aracılığı ile yapılacak yatırımları teşvik etmek içindir.

63 Akçay, a.g.m., s.62.

64 Akgül, a.g.m., s.50.

65 Tuncer, a.g.m., s.15.

KAYNAKÇA

- AKÇAY, M. Yaşar. "Yabancı Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Vergilendirilmesi", **Vergi Sorunları**. S.78. (Mart 1995), s.36-62.
- AKGÜÇ, Öztin. **Finansal Yönetim**. İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Yayını, 1994.
- AKGÜL, Figen. "Yatırım Ortaklıkları ve Fonları İle Yatırım Ortaklıkları Hisse Senetleri ve Yatırım Fonları Katılma Belgeleri Kar Paylarının Vergilendirilmesi", **Vergi Sorunları**. S.111. (Nisan 1998), s.43-50.
- AKSOY, Murat Uğur. "Alman Yatırım Ortaklıklarında Yatırım Fonu", **İkt.Mal.** C.XXI. S.4. (Temmuz 1974), s.152-157.
- _____ "Yatırım ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu", **İkt.Mal.** C.XXI. S.2. (Mayıs 1974), s.66-73.
- _____ "Yatırım Ortaklıklarının Temel Kavramları Üzerine", **İkt.Mal.** C.XX. S.11. (Şubat 1974), s.412-418.
- AKTAN, H. İbrahim. "M.K.Y. Fonları ve M:K:Y. Ortaklıklarının Portföy Kazançları İle Bu Fon ve Ortaklıklarca İhraç Edilen Belgelerden Elde Edilen Kazançların Vergilendirilmesi", **Vergi Sorunları**. S.76. (Ocak 1995), s.42-48.
- AKYOL, M. Emin. "Yeni Vergi Kanunu Kurumlar Vergisi Mükellefleri İçin Neler Getiriyor?", **Maliye Postası**. S.432. (Eylül 1998), s.41-57.
- ALEXANDER, Gordon J. and William F. Sharpe. **Fundamentals of Investments**. New Jersey: Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1989.
- ALSANCAK, Sedat. "Sermaye Piyasasının Gelişimi İle İlgili Kurumlar Vergisi Kanunu'ndaki Teşvikler ve A Tipi Yatırım Fonu İle Yatırım Ortaklıklarına Yatırım Yapmanın Cazip Yönleri", **Yaklaşım Dergisi**. S.5. (Mayıs 1993), s.76-80.

- AMLİNG, Frederic. **Personal Learning Aid for Principles of Investments.** Illinois: Homewood, 1983.
- ANARAL, Hüseyin. **Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye.** Ankara: 1982.
- ANDERSON, Seth C. and Jeffery A. Born. **Close-end Investment Companies, Issues and Answers.** Boston: Kluwer Academic Publishers, 1992.
- ANSAY, Tuğrul. "Amerikan Hukukunda Investment Trust", **II. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası.** Ankara: Bank. Tic. Huk. Arş.Enst. Yayını, 1963, s.29-41.
- ARAL, Uluer. "Menkul Kıymetler Yatırım ortaklıkları ve Vergilendirme", **İkt.Mal.** C.XXIX, S.6. (Eylül 1982), s.234-240.
- ATAY, Tezcan. "Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Vergi Mevzuatı Karşısındaki Durumu", **Vergi Sorunları.** S.104. (Mayıs 1997), s.61-83.
- ATUK, Bülent. "Sermaye Piyasası ve Yatırım Ortaklıkları", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi.** C.10. S.9. (Eylül 1973), s.41-48.
- AYDIN, Davut. "Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Uygulaması", **E.A.Ü.İ.B.F. Dergisi.** C.VII. S.1. (Haziran 1989), s.167-184.
- AYTAÇ, Zühtü. **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri.** Ankara: Bank.Tic.Huk.Arş.Enst. Yayını, 1988.
- AYTAÇ, Zühtü. "Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları", **Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar).** İstanbul: İAV Yayını, 1984, s.247-291.
- BAŞ, Seyit Ahmet. "Vergi Kanunları Uygulamasında A Tipi Yatırım Fonları Ve Ortaklıkları", **Maliye ve Sigorta Yorumları.** S. 268. (Mart 1998), s.56-58.
- BERZEK, Ayşe Nur. "Yatırım Ortaklıkları", **Vergi Dünyası.** S.59. (Mayıs 1995), s.7-13.
- BÜKER, Semih. "Yatırım Şirketleri", **E.İ.T.İ.A.D.** C.X. S.2. (Haziran 1974), s.51-60.

- BÜYÜKİŞİK, Pınar. "Ana Vergi Kanunlarında Yapılan Değişiklikler (2)", **Vergi Dünyası**. S.151. (Mart 1994), s.10-55.
- CANBAŞ, Serpil ve Hatice Doğukanlı. **Finansal Pazarlar**. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 1997.
- ÇAPANOĞLU, M. Birol. **Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 1993.
- DEMİR, Ömer ve Mustafa Acar. **Sosyal Bilimler Sözlüğü**. İstanbul: Ağaç Yayıncılık, 1992.
- DOĞRUSÖZ, A. Bumin. **Vergi Reformu Yorum ve Açıklamaları**. İstanbul: Lebib Yalkın Yayınları, 1998.
- DOUGALL, Herbert E. **Investments**. 9th.ed. New Jersey: Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1973.
- EDİZDOĞAN, Nihat. "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Tarihsel Gelişimi", **B.İ.T.İ.A. İşletme Fakültesi Dergisi**. S.1. (Mart 1982), s.37-51.
- EDMİSTER, Robert O. **Financial Institutions, Markets and Management**. 2nd. ed. Singapore: Mc Graw-Hill Book Company, 1986.
- EKMEKÇİ, Esra. **Kurumlar Vergisinde Dar Yükümlülük**. İstanbul: Kazancı Yayınları, 1994.
- ERDOĞAN, Sebahattin ve Aslan Coşkun. "4369 Sayılı Kanun Neler Getirdi?", **Vergi Sorunları**. S.120. (Eylül 1998), s.195-264.
- ERGİN, Feridun. **Kredi Sistemi**. İstanbul: İ.Ü.İ.F. Yayını, 1980.
- ERTAŞ, Vahdettin. "Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları", **1993 Yılı Başında Türk Sermaye Piyasası**. İstanbul: İAV Yayını, 1993, s.63-73.
- ERTAY, Menteş. **Sermaye Piyasası ve Tekniği**, Ankara: 1975.
- ERTUNA, Özcan. **Finansal Kurumlar**. İzmir: D.E.Ü.İ.İ.B.F. Yayını, 1982.
- EŞ, Mecit. "Gelir ve Kurumlar Vergisi Değişikliklerinin Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi", **A.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**. C.6. S.1. (Haziran 1988), s.449-468

- EŞ, Mecit. **Türkiye’de Vergilerin Sermaye Piyasasının Gelişmesine Etkileri.** Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını, 1987.
- FABOZZİ, Frank J. **Investment Management.** New Jersey: Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1995.
- FERMAN, Cumhur. “Investment Trust”, **II. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası.** Ankara: Bank.Tic.Huk.Arş.Enst. Yayını, 1963, s.14-23.
- FRANKO, Nisim. “Sermaye Piyasası Kanununun Yeni Bir Müessesesi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı”, **Batider. C.XIII. S.2. (Aralık 1985), s.13-45.**
- GEDİK, Birgül. “Yatırım Fon ve Ortaklıkları İle Bu Fon ve Ortaklıklardan Elde Edilen Kar Paylarının Vergi Mevzuatımız Çerçevesinde İrdelenmesi”, **Vergi Dünyası. S. 198. (Şubat 1998), s.85-103.**
- GHANDHİ, Jamshed. “Investment Companies and the Development of Capital Markets”, **The Role, Regulation and Operation of Investment Companies, Proceedings of the OECD - CMB Conference.** Ankara: SPK Yayını, 1988, s.3-17.
- GÖNENLİ, Atilla. **İşletmelerde Finansal Yönetim.** İstanbul: İ.Ü. İşletme Fakültesi Yayını, 1991.
- GREENE, Mark R. and Robert R. Dince. **Personal Financial Management, A Financial Planning Approach, 2nd.ed.** 1987.
- GÜNAL, Vural. **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar).** İstanbul: İMKB Yayını, 1997.
- GÜRMAN, Tevfik. **Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları,** Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1995.
- GÜROL, Ender ve Ali Kılıçlıoğlu. **İngilizce-Türkçe Çağdaş İş Dünyası Sözlüğü,** İstanbul: Cem Yayınevi, 1994.
- GÜRSOY, Kemal Tahir. **Mukayeseli Hukukda, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları.** Ankara: Bank.Tic. Huk. Arş.Enst. Yayını, 1977.
- İMREGÜN, Oğuz. **Amerikan Ortaklıklar Hukukunun Ana Hatları.** İstanbul: İ.Ü. Yayını, 1968.

- _____ **Kara Ticareti Hukuku Dersleri.** İstanbul: Filiz Kitabevi, 1996.
- JACOBS, Bruce. **All About Mutual Funds From the Inside Out.** Chicago: Probus Publishing Company, 1994.
- KABAALIOĞLU, Haluk A. **Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi.** İstanbul: Ege Matbaası, 1985.
- KAPLAN, İbrahim. **Banka Sözleşmeleri Hukuku.** C.1. Ankara: Dayınlarlı Hukuk Yayınları, 1996
- KARAHAN, Sami. **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması.** İstanbul:Kazancı Yayınları, 1991.
- KARAKAŞ, Kadir. "Döviz veya Altın Yatırım Fonlarının ve Ortaklıklarının Portföy İşletmeciliğinden Doğan Kazançları GVK'nun 94. Maddesinin 6 Nolu Bendi Uyarınca Tevkifata Tabimidir ve Bu Kazançlar %20 Oranla Kurumlar Vergisi Matrahına Dahil Midir?", **Vergi Dünyası.** S.195. (Kasım 1997), s.62-65.
- KARSLI, Muharrem. **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler.** İstanbul: İrfan Yayıncılık ve Ticaret, 1994.
- KARYAĞDI, Nazmi. "Yatırım Fonu Katılma Belgeleri İle Yatırım Ortaklığı Hisse Senetlerinden Doğan Kazanç Veya Zararların Kurumlar Açısından İncelenmesi", **Vergi Dünyası.** S.162. (Şubat 1995), s.101-113.
- KESKİN, Abdullah. "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları İle Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının Portföy İşletmeciliğinden Doğan Kazançları ve Vergileme", **Maliye Postası.** S.236. (Temmuz 1990), s.40-42.
- KILIÇ, Coşkun. "K.V.K.'nunda Yatırım Fonu ve Yatırım Ortaklıklarının Portföy İşletmeciliği Kazançları İle Bu Fon ve Ortaklıklardan Elde Edilen Kar Payları İstisnası Uygulamasında Ortaya Çıkabilecek Sorunlar", **Vergi Dünyası.** S.176. (Nisan 1996), s.107-114.
- KIRMAN,Ahmet. **Menkul Kıymetler Yatırım Fonları ve Vergilendirme.** Ankara: TBB Yayını, 1990.
- KIDWELL, David S. and Richard L. Peterson. **Financial Institutions, Markets and Money.** 4th.ed. 1990.

- KOCAHANOĞLU, O.Selim. "Sermaye Piyasasında Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**. C.19. S.5. (Mayıs 1982), s.49-58.
- KORKUSUZ, Mehmet. "Menkul Kıymetler Yatırım Fonları ve Ortaklıklarının Portföy İşletmeciliğinden Doğan Kazançlarının Vergilendirilmesi", **Maliye Postası**. S.378. (Haziran 1996), s.57-63.
- MANAVGAT, Çağlar. **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**. Ankara: Bank.Tic.Huk.Arş.Enst. Yayını, 1991.
- MURADOĞLU, Dündar. "Investment Trust'ler", **III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası**. Ankara: Bank.Tic.Huk.Arş.Enst. Yayını, 1964, s.373-389.
- OLGUN, Raif. "Investment Trust'ler", **III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası**. Ankara: Bank.Tic.Huk.Arş.Enst. Yayını, 1964, s.393-419.
- OKTAV, Önder. "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ve Amerika Birleşik Devletleri'ndeki Gelişmesi", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**. S.5. (Mayıs 1984), s.61-63.
- ÖNGÜT, İbrahim. "Yatırım Şirketleri ve Yatırım Fonları", **İkt.Mal. C.XIV. S.2.** (Mayıs 1967), s.55-59.
- ÖRMECİ, Musa. "Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıklarından Elde Edilen Kar Paylarının Vergilendirilmesi", **Vergi Dünyası**. S.161. (Ocak 1995), s.3-13.
- _____ Kurumlar Vergisi Kanunu ve Açıklamaları. Ankara:1997
- POROY, Reha Turgut S. Erem. "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Hukuki Tedbirler", **Sermaye Piyasası Etüdü, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Tedbirler**. Ankara: 1964.
- POROY, Reha Tekinalp/Çamoğlu. **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**. 6.Bası, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 1995.
- ROSE, Peter S. and Donald R. Fraser. **Financial Institutions**. 3rd.ed. Illinois: Homewood, 1988.
- SARIKAMIŞ, Cevat. **Sermaye Pazarları**. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 1995.

- SAVAÇ, M. Arif. "Sermaye Şirketlerinin Teşviki ve Kurumlaşmanın Avantajları", **Vergi Sorunları II**. 1983, s.88-103.
- SEVAL, Belkıs. "Türkiye'de Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları Neden Kurulamamaktadır?", **İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi**, C.II. S.1. (Nisan 1982), s.229-233.
- SEYİDOĞLU, Halil. **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**. Ankara: Güzem Yayınları, 1992.
- SHARPE, William F. **Investments**. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1995.
- Gordon J. Alexander
Jeffery V. Bailey
- STEVENSON, Richard A. **Investment Companies: Introduction, Fundamentals and Edward H. Jennings**. of Investments, 1976.
- TANRIVERMİŞ, Emin. "Kollektif Şirketle Sermaye Şirketlerinden Olan Anonim Şirketin Mukayesesi", **Vergici ve Muhasebeci İle Diyalog Dergisi**. S.5. (1987), s.24-32.
- TEKİL, Fahiman. **Şirketler Hukuku, C.II, Anonim Şirketler**. İstanbul: 1976.
- TEKİNALP, Ünal. **Banka Hukukunun Esasları**. İstanbul: Beta basım Yayım Dağıtım, 1988.
- _____ **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul: Es Yayınları, 1982.
- _____ "Sermaye Piyasasının Hukuki Yönü ve Sorunları", **İ.Ü.H.F.M. C.XXXVIII**. S.1-4. (1973), s.445-482.
- _____ "Tip Sorunu Açısından Holding Kavramı ve İşletme Konusu Üzerine Düşünceler", **İkt.Mal. C.XX**. S.12. (Mart 1974), s.449-453.
- _____ "Yatırım Ortaklıklarının Düzenlenmesinde Temel Alınabilecek İki Model ve Türk Sistemi", **İkt.Mal. C.XVII**. S.9. (Aralık 1970), s.386-392.
- TEOMAN, Ömer. **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, Ankara:Bank.Tic.Huk.Arş.Enst. Yayını, 1983.
- TOPTPEPE, İbrahim. "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları", **Maliye Dergisi**. S.59. (Eylül-Ekim 1982), s.23-35.

- TORUN, Osman Nuri. "Investment Trust'ın Kuruluşu, Fonksiyonları, Tesirleri", **II. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası**. Ankara: Bank.Tic.Huk. Arş.Enst. Yayını, 1963, s.2-7.
- TUNABOYLU, Osman. "Fransa'da Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları", **Maliye Dergisi**. S.26. (Mart-Nisan 1977), s.63-78.
- TUNCER, Selahattin. "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları İle Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının Mahiyeti", **Vergi Dünyası**. S.130. (Haziran 1992), s.3-15.
- TÜMER, Erol. "Sermaye Piyasası ve İşletmeler Arasındaki İlişkiler", **Türkiye'de Sermaye Piyasasının Sorunları Semineri**. 2.baskı,Ankara: 1979, s.2.
- USLU, Yakup. "3946 Sayılı Kanun'la Yapılan Düzenlemeler Karşısında Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıklarının Portföy Kazançları İle Bunlardan Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi", **Maliye Postası Dergisi**. S.332. (Temmuz 1994), s.48-58.
- UZUN, Hamza. "Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları Portföy İşletmeciliği Kazançları İle Katılma Belgesi Veya Hisse Senedi Karşılığı Sağlanan Kar Paylarının Vergi Kanunları Karşısındaki Durumu", **Vergi Sorunları**. S.93. (Haziran 1996), s.30-35
- ÜNAL, Oğuz Kürşat. **Aracı Kurumlar**. Ankara: Yaklaşım Yayınları, 1997.
- ÜNAL, Targan. **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar**. İstanbul: İMKB Yayını, 1995.
- VURAL, Güven. **Yatırım Ortaklıkları**. Ankara: A.İ.T.İ.A. Yayını, 1978.
- YALÇIN, Hüseyin. "Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonlarının Vergi Mevzuatı Karşısındaki Durumu", **Vergi Sorunları**. S.66. (Mayıs-Haziran 1993),s.26-34.
- YASAMAN, Hamdi. **İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkânları**. İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1980.
- _____ "Fransız Yatırım ortaklıkları ve Yatırım Fonları", **İkt.Mal.** C.XX. S.4, (Ağustos 1973), s.146-152
- _____ "Fransız Yatırım Ortakları ve Fonları", **İkt.Mal.** C.XX. S.5. (Ağustos 1973), s.183-192.

- _____ "İsviçre Yatırım Fonları", **İkt.Mal.** C.XX. S.8. (Kasım 1973), s.301-310.
- _____ "Sermaye Piyasasının Hukuki Yönü", **K.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi.** C.I. S.1. (1984), s.203-214.
- YILMAZ, Celali. **Sermaye Piyasasında Vergilendirme.** Ankara: SPK Yayını, 1995.
- YÜKSEL, Ali Sait ve Gültekin Rodoplu. **Sermaye Piyasası.** İstanbul: Filiz Kitabevi, 1980.
- Sermaye Piyasası Mevzuatı
Gelir Vergisi Mevzuatı
Kurumlar Vergisi Mevzuatı