

6362 SAYILI SERMAYE PİYASASI KANUNU VE İLGİLİ SERMAYE PİYASASI KURULU TEBLİĞLERİ KAPSAMINDA SERBEST FONLARIN (HEDGE FONLAR) REGÜLASYONU

(Regulation of Hedge Funds within the Scope of Capital Market Law Numbered 6362 and Related Capital Markets Board of Turkey Communiqués)

Yrd. Doç. Dr. Nesrin AKIN SUNAY*

ÖZET

Serbest fonlar belirli portföy ve işlem sınırlamalarına tabi olmaksızın fonun bilgilendirme dokümanlarında yer alan yatırım stratejileri ve limitleri dahilinde yatırım yapabilirler. Serbest fonların katılma paylarının satışını yapacak kuruluşlar, katılma payı satışlarının bu konuda yeterli bilgi ve deneyime sahip satış personeli tarafından gerçekleştirilmesini temin ederler. Söz konusu kuruluşlar, satış yapılan yatırımcıların nitelikli yatırımcı vasıflarını haiz olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek ve düzenli olarak tutmakla yükümlüdürler. Makalede, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili Sermaye Piyasası Kurulu tebliğleri kapsamında serbest fonların regülasyonu incelenmiştir.

Anahtar kelimeler: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Kolektif yatırım kuruluşu, Yatırım fonu, Serbest fon, Hedge fon.

Abstract

Hedge funds may make investments pursuant to their investment strategies and limits specified in the information documents without being subject to the specified portfolio and transaction limitations. Institutions assigned for sales of units of hedge funds are under obligation to obtain and regularly keep all information and documents demonstrating that the investors to whom fund units are sold are qualified investors. In this article, the regulation of hedge funds within the scope of Capital Market Law numbered 6362 and related Capital Markets Board Of Turkey Communiqués is examined.

Keywords: Capital Markets Law numbered 6362, Undertakings for collective investment, Mutual fund, Hedge fund.

* Doğuş Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyesi.

GİRİŞ

Tüm yatırımcılara açık olmayan, mutlak getiri elde etmek için aktif ve saldırgan çeşitli yatırım stratejileri izleyen ve bu doğrultuda net bir yatırım stratejisi bulunmayabilen, yatırım stratejilerini sürekli değiştiren, çoklu varlık gruplarına yatırım yapan hedge fonlar, uluslararası finansal piyasalarda önemli bir konum elde etmeye başlamıştır. Hedge fonların geleneksel yatırım araçlarına göre göreceli daha yüksek getiriye sahip olmaları, yatırım yapılan sermaye piyasası araçlarında çeşitlendirme olanağı sağlayarak portföy riskini azaltması gibi nedenlerle hedge fonlara ilgi artmaktadır¹.

Hedge fonlar, mevzuatımızda serbest fon olarak adlandırılmıştır. Serbest fonlar, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın Seri: VII No:10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin² 5' inci maddesinde Seri: VII No:29 sayılı Tebliğ³ ile yapılan değişiklik sonrasında, *"Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar ise "SERBEST YATIRIM FONLARI" (HEDGE FUNDS) olarak adlandırılır."* hükmü ile tanımlanmış ve maddeye son fıkra olarak eklenmiştir. Seri VII No:10 sayılı Tebliğ, III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği⁴ ile yürürlükten kaldırılmıştır.

III-52.1 sayılı Tebliğde, *"serbest yatırım fonu"* kavramı yerine *"serbest fon"* kavramı kullanılmıştır. Serbest fon, III-52.1 sayılı Tebliğin 25' inci maddesinde bir yatırım fonu türü olarak düzenlenmiş, ancak bu fon türünün açık bir tanımı yapılmamıştır. Bununla birlikte, aynı maddenin 4' üncü bendinde serbest fonların katılma paylarının satışını yapacak kuruluşlar, satış yapılan yatırımcıların nitelikli yatırımcı vasıflarını haiz olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek ve düzenli olarak tutmakla yükümlü kılınmışlardır. Aynı maddede serbest fonların, belirli portföy ve işlem sınırlamalarına tabi olmaksızın yatırım stratejileri ve limitleri dahilinde yatırım yapabilecekleri de düzenlenmiştir. Bu kapsamda mevzuatımız bakımından serbest fonların, fon katılma payları nitelikli yatırımcılara satılabilecek olan, belirli portföy ve işlem sınırlamalarına tabi olmaksızın yatırım stratejileri ve limitleri dahilinde yatırım yapabilen bir yatırım fonu türü olduğu belirtilebilecektir. Bu tespitimiz, serbest fonların temel özelliklerini de ortaya koymaktadır.

¹ Adem Anbar, *"Hedge Fonlar ve Şeffaflık Sorunu"*, http://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG_/24/11-23.pdf (15 Mayıs 2015); Songül Kakilli Acaravcı, *"Finansal Piyasalarda Hedge Fonlar: Strateji ve Riskler"*, **Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:7, Sayı:1, Haziran 2010, s.84; Yılmaz Akyüz ve Mehtap Karakoç, *"Yapısı, İşleyişi ve Genel Özellikleri İle Hedge Fon Gerçeği"*, **Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt:3, Sayı:2, 2011, s. 73.

² 19 Aralık 1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete (RG)'de yayımlanmıştır.

³ 22 Eylül 2006 tarih ve 26297 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

⁴ 9 Temmuz 2013 tarih ve 28702 sayılı RG'de yayımlanan Tebliğ, 1 Temmuz 2014 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

Makalemizde, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili Sermaye Piyasası Kurulu tebliğleri kapsamında serbest fonların regülasyonu ele alınmış ve konu ile ilgili önerilerimiz sunulmuştur.

I. Serbest Fonların Tanımı ve Hukuki Niteliği

Serbest fonlar⁵, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn)⁶ kapsamında yatırım fonlarının bir türü, yatırım fonları ise kolektif yatırım kuruluşu olarak düzenlenmiştir⁷.

Kolektif yatırım kuruluşları, şirket esasına dayanan yatırım ortaklığı, sözleşme esasına dayanan yatırım fonu ve investment trust⁸ şeklinde üç farklı hukuki yapıda kurulmaktadır. Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanunların, Tüzüklerin ve İdari Hükümlerin Koordinasyonuna İlişkin 13 Temmuz 2009 tarih ve 2009/65/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi (UCITS)⁹ kapsamında İsviçre dâhil olmak üzere birçok Avrupa ülkesinde yatırım fon ve ortaklıkları aynı hukuki esaslar çerçevesinde kurulmakta ve faaliyet göstermektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun kolektif yatırım kuruluşları ile ilgili hükümleri de esas olarak UCITS Direktifi ile uyumludur¹⁰.

Yatırım fonu, SPKn'nun 52' nci maddesinin ilk fıkrasında, SPKn hükümleri uyarınca tasarruf sahiplerinden fon katılma payı¹¹ karşılığında toplanan para veya

⁵ Mevzuatımızda "serbest fon" olarak adlandırılan "hedge fon" ların tarihsel gelişimi hakkında bkz. Nuray Terzi, **Hedge Fonlar**, İstanbul: Beta, 2014, s.11-15.

⁶ 30 Aralık 2012 tarih ve 28513 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

⁷ SPKn m.35'te kolektif yatırım kuruluşları sermaye piyasası kurumlarından biri olarak sayılmış, SPKn m.3/1(m)'de ise kolektif yatırım kuruluşlarının, yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarını ifade ettiği düzenlenmiştir. Kolektif yatırım kuruluşlarının kuruluş ve faaliyetlerinde uyulması gereken üç temel ilke, portföyün halktan toplanan sermaye ile oluşturulması; portföyün riskin dağıtılması ilkesine göre yönetilmesi ve portföyün uzmanlarca yönetilmesidir. Bkz. Füsun Nomer Ertan, "6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı", **İÜHFİM**, C.LXXI, S.2, 2013, s.132.

⁸ "Investment trust", Türk hukukuna yabancı olan ve genellikle Anglo-Amerikan hukukunun uygulandığı ülkelerde rastlanılan bir hukuki yapıdır. Bkz. Nomer Ertan, Kolektif Yatırım Kuruluşları, s.134.

⁹ 2010/78/EU, 2011/61/EU, 2013/14/EU ve 2014/91/EU sayılı Direktiflerle değişiklik yapılan 2009/65/EC sayılı UCITS Direktifi'nin İngilizce metni için bkz. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:02009L0065-20140917&qid=1432816031795&from=EN> (20 Mayıs 2015).

¹⁰ Nomer Ertan, Kolektif Yatırım Kuruluşları, s.134; Nusret Çetin, Hatice Ebru Töremiş ve Zeynep Cantimur, **6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistematiği Analizi**, Ankara: Yetkin, 2014, s.98 vd.. UCITS Direktifi'nin Amerikan hedge fon yöneticileri üzerindeki etkisi hususunda bir değerlendirme için bkz. Nicolas Fermaud, "UCITS—The New Panacea for US Hedge Fund Managers?", **The Investment Lawyer**, Vol.21, No.5, May 2014, s. 12 vd..

¹¹ III-52.1 sayılı Tebliğ m.3/1(l)'de "Katılma payı", yatırımcının sahip olduğu hakları taşıyan ve fona katılımını gösteren, kayden izlenen sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır.

diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet¹² esaslarına göre SPK tarafından belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı olarak tanımlanmıştır.

Portföy yönetim şirketi, fonu, yatırım fonu katılma payı sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsil eder, yönetir veya yönetimini denetler. Portföy yönetim şirketi, yatırım fonuna ait varlıklar üzerinde kendi adına ve fon hesabına mevzuat ve fon iç tüzüğüne uygun olarak tasarrufta bulunmaya ve bundan doğan hakları kullanmaya yetkilidir¹³. Portföy yönetim şirketi ile katılma payı sahipleri arasındaki ilişkilere SPKn'da, ilgili mevzuatta ve fon iç tüzüğünde hüküm bulunmayan hallerde 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu'nun vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümleri kıyasen uygulanır¹⁴.

Bu kapsamda yatırım fonu,

- SPKn hükümleri uyarınca tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para veya diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre SPK tarafından belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletme amacıyla bir portföy yönetim şirketi tarafından kurulan;

-Kuruluşu SPK iznine tabi ve fon iç tüzüğü SPK tarafından onaylanan;

- Portföy saklama hizmetini yürütmek üzere SPK tarafından yetkilendirilmiş bir kuruluş ile anlaşması bulunan;

- Portföy yönetim şirketi ile fon katılma payı sahipleri arasındaki ilişkilere SPKn'da, ilgili mevzuatta ve fon iç tüzüğünde hüküm bulunmayan hallerde Türk Borçlar Kanunu'nun vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümleri kıyasen uygulanan;

- Tapuya tescil işlemleri ile sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz addolunan¹⁵, ancak bu işlemler dışında tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığı¹⁶;

¹² Borsada kurumsal yatırımcılar tarafından yapılan yatırımların inançlı mülkiyet esasları kapsamında değerlendirmesi için bkz. Serkan Yılmaz Kandır, "İnançlı Mülkiyet İlkesinin İMKB'de İncelenmesi", **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, Cilt:3 Sayı:1, 2009, s.81 vd..

¹³ SPKn m.52/3.

¹⁴ SPKn m.52/4.

¹⁵ Yatırım fonu her ne kadar tüzel kişiliği olmayan malvarlığı olarak tanımlansa da, tapuya tescil işlemleri ile sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz addolunur. Yatırım fonu portföyünde bulunan taşınmazlar, taşınmaza dayalı haklar ve senetler tapu kütüğüne fon adına tescil edilir. Tapuda fon adına yapılacak işlemler, portföy yönetim şirketi ile portföy saklama hizmetini yürüten kuruluş yetkililerinin müşterek imzalarıyla gerçekleştirilir (SPKn m.52/5).

¹⁶ Yatırım fonunun mal varlığı, portföy yönetim şirketi ve portföy saklama hizmetini yürütecek kuruluşun mal varlığından ayrıdır. Yatırım fonunun mal varlığı, fon hesabına olması ve fon iç tüzüğünde hüküm olması şartı ile kredi almak, türev araç işlemleri, açığa satış işlemleri veya yatırım fonu adına taraf olunan benzer nitelikteki işlemlerde bulunmak dışında teminat gösterilemez

- Kolektif yatırım kuruluşu olarak kabul edilen bir sermaye piyasası kurumudur.

Yatırım fonlarında, fon katılma payı sahibi yatırımcı ile fon kurucusu portföy yönetim şirketi arasında sözleşmeye dayalı *sui generis* nitelikte hukuki bir ilişki kurulmaktadır. Sermaye piyasası mevzuatında ve fon içtüzüğünde hüküm bulunmayan hallerde ise Türk Borçlar Kanunu'nun vekâlete ilişkin hükümleri uygulanacaktır¹⁷.

Serbest fonlar ise, Seri: VII No:10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 5 inci maddesinde Seri: VII No:29 sayılı Tebliği ile yapılan değişiklik sonrasında, “Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar ise “SERBEST YATIRIM FONLARI” (HEDGE FUNDS) olarak adlandırılır.” hükmü ile tanımlanmış ve maddeye son fıkra olarak eklenmiştir. Seri VII No:10 sayılı Tebliğ, III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile yürürlükten kaldırılmıştır.

III-52.1 sayılı Tebliğde, “serbest yatırım fonu” kavramı yerine “serbest fon” kavramı kullanılmıştır. Serbest fon, III-52.1 sayılı Tebliğin 25’ inci maddesinde bir yatırım fonu türü olarak düzenlenmiş, ancak bu fon türünün açık bir tanımı yapılmamıştır¹⁸. Bununla birlikte, aynı maddenin 4’ üncü bendinde serbest fonların katılma paylarının satışını yapacak kuruluşlar, satış yapılan yatırımcıların nitelikli yatırımcı vasıflarını haiz olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek ve düzenli olarak tutmakla yükümlü kılınmışlardır. Aynı maddede serbest fonların, belirli portföy ve işlem sınırlamalarına tabi olmaksızın yatırım stratejileri ve limitleri dâhilinde yatırım yapabilecekleri de düzenlenmiştir.

Mevzuatımız bakımından serbest fonların, fon katılma payları nitelikli yatırımcılara satılabilecek olan, belirli portföy ve işlem sınırlamalarına tabi olmaksızın yatırım stratejileri ve limitleri dâhilinde yatırım yapabilen bir yatırım fonu türü olduğu belirtilebilecektir. Bu kapsamda, hukuki nitelik bakımından yatırım fonları için yapılan tespitten ayrılmaya gerek bulunmamaktadır. Bir yatırım fonu türü olan serbest fonların kurucusu olan portföy yönetim şirketleri ve serbest fonların katılma paylarının satılabileceği nitelikli yatırımcıların tespiti bakımından ise önemli bazı hususların belirtilmesi gereklidir.

ve rehnedilemez. Yatırım fonunun mal varlığı, portföy yönetim şirketinin ve portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşun yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi halinde dahi başka bir amaçla tasarruf edilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dâhil edilemez. Yatırım fonunun mal varlığının tasfiyesi durumunda yalnızca katılma payı sahiplerine ödeme yapılabilir. Portföy yönetim şirketlerinin üçüncü kişilere olan borçları ve yükümlülükleri ile yatırım fonlarının aynı üçüncü kişilerden olan alacakları birbirlerine karşı mahsup edilemez.

¹⁷ Değerlendirme için bkz. Füsun Nomer Ertan, “Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sabibi İle Kurucu Arasındaki Hukuki İlişki ve Katılma Belgesi Sahibinin Hukuki Konumu”, Prof.Dr. Ömer Teoman’a 55. Yaş Günü Armağanı, C.1, İstanbul, 2002, s.595-623.

¹⁸ Hedge fonlara ilişkin yapılan çeşitli tanımlar için bkz. Terzi, s.7-10.

2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu'nun 38'inci maddesinde bankalar, sigorta şirketleri, aracı kurumlar, kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanunun geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklardan, SPK'nın tebliğle belirleyeceği esaslara uyanların yatırım fonu kurabilecekleri düzenlenmişti. 6362 sayılı SPKn 52'nci maddesi hükmüne göre ise yatırım fonları, portföy yönetim şirketleri tarafından kurulabilecektir.

SPKn m.55 hükmüne göre portföy yönetim şirketi, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan anonim ortaklıktır. Portföy yönetim şirketinin kurulması ve faaliyete geçmesi için SPK'dan izin alınması zorunludur. Buna ilişkin usul ve esaslar SPK tarafından belirlenir. III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 5'inci maddesi ile de portföy yönetim şirketlerinin kuruluş şartları düzenlenmiştir¹⁹. Maddenin, III-55.1.b sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ²⁰ ile değişik 4'üncü fıkra hükmüne göre, portföy yönetim şirketinin kurucu ortağının veya önemli etkiye²¹ sahip ortağın banka olması halinde, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun uygun görüşünün alınması yeterli olacaktır.

Ülkemiz yatırım fonu sektöründe portföy büyüklüğünün önemli bir yüzdesine bankalar sahiptir. Bankalar aynı zamanda şube ağı, internet, ATM gibi dağıtım kanallarındaki hâkim konumları sebebiyle de en fazla yatırımcı sayısına sahip fon kurucuları durumundadırlar. Fon performansından bağımsız olarak, bankaların diğer fon kurucularına kıyasla geniş dağıtım kanalları aracılığıyla daha fazla yatırımcıya ulaşabilmesi ve yatırımcıların diğer fon kurucularının fonlarına da ulaşımı mümkün olmakla birlikte bunun hesap açtırma gibi artı maliyet getirmesi hususları, dağıtım kanallarında banka lehine rekabeti bozucu yönde adaletsiz bir yapı oluşmasına sebep olmaktadır. Bu durum ise, yatırımcı farkındalığının azalmasına ve sektöre hâkim olan bankaların kurucusu oldukları fonların performansı düşük bile olsa, bu fonların performansı yüksek ancak dağıtım kanalları sınırlı diğer yatırım fonlarının önüne geçebilmesine yol açmaktadır. Sektörde rekabet eksikliğinin bulunması ve yatırımcıların çoğunluğunun özellikle likit fonlarda getiriye karşı duyarsız kalması, ülkemizde yatırım fonlarından alınan fon yönetim ücretlerinin dünya ortalamasının üzerinde olmasına sebep olmaktadır. Bu yapı dikkate alındığında, yatırım fonlarının, ana faaliyet konusu "*yatırım fonu kuruluşu ve yönetimi*" olan portföy yönetim şirketleri

¹⁹ 2 Temmuz 2013 tarih ve 28695 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

²⁰ 31 Aralık 2014 tarih ve 2922 sayılı 4.mükerrer RG'de yayımlanmıştır.

²¹ III-55.1 sayılı Tebliğ m.3/1(j)'de "*Önemli Etkiye Sahip Ortak*", şirketin sermaye veya oy haklarının dolaylı olarak yüzde 5 veya daha fazlasını temsil eden paylara veya bu oranın altında olsa dahi genel kurulda yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğuna karşılık gelen sayıda üyelikler için seçme veya aday gösterme hakkı veren imtiyazlı paylara sahip olunması olarak tanımlanmıştır.

tarafından kurulması, yönetilmesi ve portföy yönetim şirketi ile fon portföyüne yapılacak alım satımlara aracılık eden yatırım kuruluşu ve portföy saklama kuruluşunun birbirlerinden bağımsız şekilde hareket eden kurumlar olmalarını öngören bir yapı oluşturulması ile yukarıda belirtilen sorunların azalacağı, fon sektörünün rekabete ve gelişime daha açık kurumsal niteliğe kavuşacağı ve bu kapsamda, menfaat çatışmalarını asgari seviyeye ineceği ve yatırımcılara en iyi yatırım tavsiyesini sunacak bağımsız finansal danışmanların ortaya çıkması ile birlikte yatırımcılarda performansa olan duyarlılığın artacağı ifade edilmektedir²².

Sermaye piyasası mevzuatında yapılan yeni düzenlemeler kapsamında, diğer şartları taşımakla birlikte Türk Ticaret Kanunu hükümleri uyarınca kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıkların portföy yönetim şirketi kurabilecekleri yönünde genişletici bir düzenleme yapılmış, bankaların da portföy yönetim şirketlerinde kurucu ortak veya önemli etkiye sahip ortak olabilecekleri hüküm altına alınmıştır.

ABD’de Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Kanunu²³ ile getirilen ve “*Volcker Kuralı*” olarak bilinen düzenleme kapsamında, yatırım danışmanları ile fon yöneticilerinin ABD Menkul Kıymetler ve Takas Komisyonu (SEC)’ na kayıtlı olması aranmakta olup²⁴, bankacılık kuruluşlarının²⁵, hedge fonların kurucu ortağı olmalarında ve bu fonları yönetmelerinde önemli sınırlamalara gidilmiştir. Dodd-Frank Kanunu’nun 619’uncu bölümünde yapılan düzenlemeler, aynı zamanda ABD Banka Holding Şirketi Kanunu kapsamına da alınmıştır. Kuralın amacı, bankaların, 2008 yılında yaşanan finansal krize önemli rolü olan spekülatif yatırım araçlarını kullanmalarının önüne geçmektir²⁶. Kural, 1 Nisan 2014 tarihi itibarı ile yürürlüğe girmiş olmakla birlikte, bankalara kurala tam uyum sağlamaları konusunda 21 Temmuz 2015 tarihine kadar süre verilmiştir. İlgili düzenlemeler kap-

²² Çetin, Töremiş ve Cantimur, s.108-109.

²³ Kanun metni için bkz. <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf> (23 Mayıs 2015).

²⁴ Değerlendirme için bkz. Luther R. Ashworth, “*Is Hedge Fund Adviser Registration Necessary to Accomplish the Goals of the Dodd-Frank Act’s Title IV?*”, **70 WASH. & LEE L. REV.** 651, 2013, s.652 vd..

²⁵ ABD mevzuatı kapsamında “*Bankacılık kuruluşları*”, ABD Federal Mevduat Sigortası Kurumu (FDIC) denetimindeki sigorta kuruluşları ve bu kuruluşların holding şirketleri, 1978 tarihli ABD Uluslararası Bankacılık Kanunu kapsamında banka holding şirketi olarak değerlendirilen yabancı kontrolündeki şirketler ve bu şirketlerin her türlü bağlı ortaklık ve iştirakleri de dâhil olmak üzere geniş şekilde tanımlanmıştır. Benzer sınırlamalar ABD Merkez Bankası (Federal Reserve) denetimine tabi Amerikan veya yabancı banka olmayan finansal şirketler için de uygulanacaktır. Bilgi için bkz. Nesrin Akın Sunay, **Türk Hukukunda, Avrupa Birliği Hukukunda ve Amerikan Hukukunda Finansal Grupların/Finansal Holding Şirketlerinin Düzenlenmesi ve Denetimi**, İstanbul: Legal, 2012, s.95 vd..

²⁶ Hedge fonların 2008 finansal krizine etkisi konusunda bir değerlendirme için bkz. Photis Lyssandrou, “*The primacy of hedge funds in the subprime crisis*”, **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 34, No. 2, Winter 2011–12, s.225 vd..

samında bir banka kuruluşu, ancak kendi müşterilerine, *bona fide*, trust, saklama ve danışmanlık hizmetleri verebilir; *de minimis* ilkesi gereğince bir hedge fonda kurucu ortak veya önemli etkiye sahip ortak olamaz; hedge fonun yükümlülüklerine ve performansına ilişkin garanti veremez; hedge fon ile aynı adı taşıyamaz. Bankacılık kuruluşları, önemli menfaat çatışması riski yaratacak, yüksek risk taşıyan sermaye piyasası araçları ve yatırım stratejileri ile kuruluşu kayba uğratabilecek, banka kuruluşu bünyesinde veya tüm Amerikan finansal sisteminde istikrarsızlık yaratabilecek sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunamayacaktır²⁷.

Mevzuatımız bakımından bankalar, portföy yönetim şirketlerinin kurucu veya önemli etkiye sahip ortakları olabilmektedir. Serbest fonların diğer yatırım fonu türleri için geçerli olan sınırlamalara tabi olmaması nedeniyle, bankaların, serbest fon kurucusu veya bu tür fonlarda önemli etkiye sahip ortak olması bakımından olası menfaat çatışmalarının ve finansal istikrarsızlığın önüne geçilmesi hususunda, ABD'de Volcker Kuralı ile bankacılık kuruluşlarına getirilen sınırlamaların ülkemiz mevzuatı bakımından da göz önüne alınarak bir değerlendirme yapılmasını yararlı görmekteyiz.

Sermaye Piyasası Kanunu'nda "yatırımcı" kavramı tanımlanmamış olmakla birlikte, Kanunun 45' inci maddesinin 4' üncü fıkrasında SPK'nın, yatırım kuruluşlarının yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin icrası esnasında yatırımcılara sağlanacak korumanın belirlenmesi amacıyla yatırımcıları sınıflandırmaya yetkili olduğu düzenlenmiştir. III-52.1 sayılı Tebliğ m.3/1(o) bendinde "Nitelikli yatırımcı"nın, SPK'nın düzenlemelerinde tanımlanan nitelikli yatırımcıyı ifade ettiği²⁸; II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği'nin²⁹ 4' üncü maddesinde "Nitelikli yatırımcı"nın, SPK'nın yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dâhil olmak üzere profesyonel müşterileri ifade ettiği düzenlenmiştir. III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin

²⁷ Federal Register / Vol. 79, No. 21 / Friday, January 31, 2014 / Rules and Regulations. http://www.federalreserve.gov/reportforms/formsreview/RegVV_20140131_ffr.pdf (23 Mayıs 2015).

²⁸ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Taslağı'nın 3' üncü maddesinde "Nitelikli yatırımcı", yerli ve yabancı kolektif yatırım kuruluşları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, konut ve varlık finansmanı fonları, ipotek finansmanı kuruluşları, varlık kiralama şirketleri, varlık yönetim şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20' nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar ve kamuya yararlı dernekler, kamu kurumları, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar ile nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu SPK'ca kabul edilecek diğer kurumsal yatırımcılar ve sermaye piyasası araçlarının ihraç tarihi itibarıyla en az iki milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek veya tüzel kişiler ile sermaye piyasası faaliyetleri ileri düzey lisansı ve türev araçları lisansına sahip kişiler olarak ifade edilmiş iken; III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 3 üncü maddesinde Taslakta ifadesini bulan detaylı tanıma yer verilmemiştir.

²⁹ 28 Haziran 2013 tarih ve 28691 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

Esaslar Tebliği'nin³⁰ 3'üncü maddesinde "Nitelikli yatırımcı"nın, SPK'nın ilgili düzenlemelerinde tanımlanan gerçek ve tüzel kişiler, kamu kurum ve kuruluşları ile Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'te³¹ tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip kişileri³²; Seri: VIII No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin³³ 3'üncü maddesinde de "Nitelikli yatırımcı"nın, yerli ve yabancı yatırım fonlarını, emeklilik fonlarını, yatırım ortaklıklarını, aracı kurumları, bankaları, sigorta şirketlerini, portföy yönetim şirketlerini, ipotek finansman kuruluşlarını, emekli ve yardım sandıklarını, vakıfları, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıkları, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcıları ve sermaye piyasası araçlarının ihraç tarihi itibarıyla en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek veya tüzel kişileri ifade ettiği düzenlenmiştir.

İlgili düzenlemeler kapsamında "nitelikli yatırımcı", yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şir-

³⁰ 9 Ekim 2013 tarih ve 28790 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

³¹ 15 Şubat 2013 tarih ve 28560 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

³² Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'in 3'üncü maddesinde bireysel katılım yatırımcısı, kişisel varlıklarını ve/veya tecrübe ve birikimlerini başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişiler olarak tanımlanmıştır. Yönetmeliğin 5'inci maddesine göre bireysel katılım yatırımcısı olarak faaliyette bulunan gerçek kişilerin vergi desteğinden yararlanabilmeleri için bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip olması şartı aranır. Bireysel katılım yatırımcılarının lisans sahibi olması için aşağıda yer alan yüksek gelir veya servete sahip yatırımcı ya da tecrübeli yatırımcı tanımlarındaki şartlardan herhangi birini taşıması gerekir: a) Yüksek gelir veya servete sahip yatırımcılar; 1) Lisans almadan önceki iki takvim yılı için, yıllık gelir vergisi beyanamesinde yer alan gelir unsurlarının gayrisafi tutarları toplamı olarak ifade edilen yıllık gayrisafi geliri 200.000 TL ve üzerinde olan veya 2) Müracaat anında sahip oldukları her türlü menkul ve gayrimenkul varlıklarından oluşan kişisel servetin toplam değeri 1.000.000 TL ve üzerinde olan yatırımcıları, ifade eder. Ancak; ikamet edilen konut veya bu konutu ipotek ederek alınan herhangi bir kredi, sigorta sözleşmelerinden doğan haklar ve emeklilik primi şeklinde kazanılan mali haklardan ölüm veya emeklilik halinde ödenecek tutarlar, kişisel servetin hesaplanmasında dikkate alınmaz. b) Tecrübeli yatırımcılar; 1) Banka ve finansal kuruluşlarda fon veya portföy yöneticisi olarak ya da banka ve finansal kuruluşların küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin finansmanı, proje finansmanı veya kurumsal finansman birimlerinde veya girişim sermayesi yatırım ortaklıkları dahil girişim sermayesi şirketlerinde müdür veya dengi bir pozisyonda ya da daha üst bir pozisyonda en az iki yıl iş tecrübesine sahip olan veya 2) Lisans alınmadan önce son beş yıl içinde en az iki yıl, yıllık cirosu en az 25.000.000 TL olan bir şirkette genel müdür yardımcısı veya dengi bir pozisyonda ya da daha üst bir pozisyonda çalışan veya 3) Bireysel katılım yatırımcısı ağlarının birine lisans alınmadan önce en az bir yıl süreyle üyeliği bulunan ve müracaat sırasında 26'ncı maddede belirtilen nitelikleri haiz halka açık olmayan en az üç şirkette bireysel katılım yatırımcısı olarak ortak olan veya 4) Başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketleri desteklemek amacıyla kurulmuş olan yurt içi kuluçka merkezlerinde ya da teknoloji geliştirme merkezlerinde en az iki yıl tecrübesi bulunan ve bu merkezlerdeki başlangıç veya büyüme aşamasındaki en az üç şirketin her birine en az 20.000 TL sermaye koyan kişileri ifade eder. Bireysel katılım yatırımcıları, melek yatırımcılar olarak da adlandırılmaktadır.

³³ 3 Nisan 2010 tarih ve 27541 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

ketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansman kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu SPK tarafından belirlenecek diğer yatırımcılar ve sermaye piyasası araçlarının ihraç tarihi itibarıyla en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek veya tüzel kişiler ile Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'te tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip kişilerdir³⁴.

II. Serbest Fonların Portföy ve İşlem Sınırlamaları İle Yatırım Stratejileri ve Limitlerine İlişkin Özel Düzenlemeler

III-52.1 sayılı Tebliğin 25'inci maddesine göre serbest fonlar, fon portföyüne alınacak varlıklar ve ihraççılarına ilişkin sınırlamaları düzenleyen 17'nci maddesinde; fon portföyüne alınacak kolektif yatırım kuruluşu paylarına ilişkin sınırlamaları düzenleyen 18'inci maddesinde; fon portföyündeki varlıkların borsada işlem görme esasları ve borsa dışında taraf olunan sözleşmelere ilişkin sınırlamaları düzenleyen 19'uncü maddesinde; fon portföyüne dahil edilecek varlıkların vade yapısına ilişkin sınırlamaları düzenleyen 20'nci maddesinde; fonun kredi işlemleri ile repo ve ters repo işlemlerine ilişkin sınırlamaları düzenleyen 21'inci maddesinde; fonun ödünç işlemlerine ilişkin sınırlamaları düzenleyen 22'nci maddesinde; belirli yatırımcılara tahsis edilmiş fonlar ile bir varlık veya varlık grubuna yatırım yapan fonlara ilişkin sınırlamaları düzenleyen 23'üncü maddesinde ve diğer sınırlamaları düzenleyen 24'üncü maddesinde yer alan portföy işlem ve sınırlamalarına tabi olmaksızın fonun bilgilendirme dokümanlarında³⁵ yer alan yatırım stratejileri ve limitleri dahilinde yatırım yapabilirler.

II-14.2 sayılı Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğin³⁶ "*Finansal raporların kamuya açıklanması*" başlıklı 11'inci maddesi ilk fıkraya hükmüne göre fonların yıllık finansal tabloları, ilgili hesap veya varsa yatırım döneminin bitimini takip eden altmış gün içinde kamuya açıklanır. Aynı maddenin 3'üncü fıkraya hükmüne göre ise serbest fonlara ilişkin tablolar, kamuya yapılacak bu açıklamayı müteakip on iş günü içerisinde katılma payı sahiplerine en uygun haberleşme vasıtasıyla gönderilir.

Payları serbest fonların portföylerine alınacak yabancı fonlar için ilgili otoriteden izin alınmış olması şartı aranır. Bu kapsamda, hangi ülkelerde kurulu fonların port-

³⁴ Nitelikli yatırımcı sınıflandırması hakkında değerlendirmeler için bkz. Yalçın Özge Okat, **Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları**, Ankara: Seçkin, 2009, s.58-61; Çetin, Töremiş ve Cantimur, s.95-98.

³⁵ III-52.1 sayılı Tebliğ m.3'te "*Bilgilendirme dokümanı*"nın, şemsiye fon içtüzüğü, fon izahnamesi ve yatırımcı bilgi formunu ifade ettiği düzenlenmiştir.

³⁶ II-14.2 sayılı Tebliğ, 30 Aralık 2013 tarihli ve 28867 mükerrer sayılı RG'de yayımlanmıştır.

föye alınabileceğine izahname ve yatırımcı bilgi formunda yer verilir. SPK, serbest fonların portföylerine alınacak yabancı fon paylarına ilişkin kısıtlamalar getirebilir.

Serbest fonlar için, III-52.1 sayılı Tebliğin 15'inci maddesinin “*İzahnamede hüküm bulunması ve Borsanın uygun görmesi şartı ile katılma payları Borsada işlem görür*” düzenlemesini içeren 3' üncü fıkra hükmü uygulanmaz.

Serbest fonların katılma paylarının satışını yapacak kuruluşlar, katılma payı satışlarının bu konuda yeterli bilgi ve deneyime sahip satış personeli tarafından gerçekleştirilmesini temin ederler. Bu kuruluşlar, satış yapılan yatırımcıların “*nitelikli yatırımcı*” vasıflarını haiz olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek ve düzenli olarak tutmakla yükümlüdürler. Serbest fonun portföy yöneticilerinin tümünün sermaye piyasası faaliyetleri ileri düzey lisans belgesi ile türev araçlar lisans belgesine ve bu fonlar konusunda gerekli bilgi ve tecrübeye sahip olmaları gereklidir.

III-52.1 sayılı Tebliğin 13'üncü maddesinin 2'nci fıkrası kapsamında yapılacak izahname değişiklikleri yürürlüğe giriş tarihinden en az otuz gün önce katılma payı sahiplerine en uygun haberleşme vasıtasıyla bildirilir. İhtüçük ve izahname değişikliklerine ilişkin duyuruların Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmesi hükmü ise serbest fonlar için uygulanmaz.

Birim pay değerinin hesaplanması ve ilan edilmesine ilişkin olarak III-52.1 sayılı Tebliğin, “*Fonların birim pay değerinin günlük olarak hesaplanması ve ilan edilmesi esastır. Bilgilendirme dokümanlarında hüküm bulunmak kaydı ile aynı gün içinde iki fiyat açıklanabilir. Kurul, katılma payı fiyatının günlük olarak hesaplanmasına ve açıklanmasına bu Tebliğde belirtilen haller dışında da istisna getirebilir.*” düzenlemesini içeren 14' üncü maddesinin 4' üncü fıkrası uygulanmaz. Ancak, serbest fonların pay fiyatlarının en az ayda bir kez hesaplanması ve yatırımcılara bildirilmesi zorunludur.

Serbest fonlar için, III-52.1 sayılı Tebliğin, “*Kurucu ve/veya yönetici tarafından katılma paylarının fon adına alım satımı esastır. Kurucu ve/veya yönetici, fonun katılma payı sayısının %20'sini aşmayacak şekilde katılma paylarını kendi portföyüne dâhil edebilir. Ancak katılma paylarının satışına başlanmadan önce kurucu tarafından fona avans olarak tahsis edilen tutar karşılığında alınan katılma payları fonun kuruluşundan itibaren bir yıl süre ile bu oranın hesaplanmasında dikkate alınmaz.*” düzenlemesini içeren 15'inci maddesinin 6'ncı fıkrasında yer alan yüzde 20'lik sınırlama uygulanmaz.

Serbest fonların izahname ve yatırımcı bilgi formlarında, katılma paylarının fona iadesi için pay fiyatlarının ilan süresinden daha farklı ve uzun süreler belirlenebilir. Serbest fonlar fon sepeti fonu şeklinde kurulabilir. Bu durumda III-52.1 sayılı Tebliğin “*Fon sepeti fonları*” nı düzenleyen 26'ncı maddesinde yer alan hükümler uygulanmaz.

VII-128.5 sayılı Bireysel Portföylerin ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Perfor-

mans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirilmesine ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Notlandırma ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in³⁷ 8' inci maddesinin 3' üncü fıkrası hükmüne göre kolektif yatırım kuruluşları için belirli bir yatırım stratejisinin bulunmaması, yatırım stratejisinin sürekli değişmesi, çoklu varlık gruplarına yatırım yapılması veya mutlak getiri hedeflenmesi ve benzeri sebeplerle karşılaştırma ölçütü belirlenemediği durumlarda eşik değer kullanılabilirliği düzenlenmiştir. Aynı maddenin 4'üncü fıkra hükmüne göre de Türkiye'de kurulmuş serbest yatırım fonları için ihtiyari olarak karşılaştırma ölçütü belirlenebileceği gibi eşik değer de belirlenebileceği ifade edilmiştir³⁸. Eşik değer belirlenmesi halinde ise aynı maddenin 3' üncü fıkrasında belirtilen eşik değer alt sınırına ilişkin esaslar uygulanmayacaktır. İlgili fıkra hükmüne göre *"Performans dönemi başında belirlenen eşik değer, gecelik Türk Lirası referans faiz oranının performans dönemine denk gelen bileşik getirisinden düşük olması durumunda, eşik değer olarak gecelik Türk Lirası referans faiz oranının performans dönemine denk gelen bileşik getirisi kullanılır. Portföyünün %51'ini devamlı olarak yabancı para cinsinden varlıklara yatıran kolektif yatırım kuruluşlarında eşik değer alt sınırı için Kurulca farklı esaslar belirlenebilir."*

VII-128.5 sayılı Tebliğin 10' uncu maddesi hükmüne göre performansa dayalı portföy yönetim ücreti nispi getiri üzerinden tahakkuk ettirilir. Performansa dayalı yönetim ücreti oranı sabit veya değişken olabilir. Bu oran, yabancı kolektif yatırım kuruluşları, serbest yatırım fonları ve özel fonlar hariç olmak üzere kolektif yatırım kuruluşlarında azami yüzde 20 olarak belirlenebilir. O halde, serbest fonlar bakımından performansa dayalı yönetim ücreti değişken olabileceği gibi azami bir sınır da söz konusu değildir. Bu hususun, yönettikleri fonların büyüklükleri de dikkate alındığında fon çalışanlarının fonu daha etkin idare etmeleri, bu doğrultuda motive olabilmeleri ve yatırımcı menfaatleri ile fon çalışanlarının menfaatleri arasında paralellik sağlanması bakımından faydalı ve gerekli bulunmakla birlikte, serbest fon kurucusu portföy yönetim şirketinin, performansa dayalı yönetim ücreti konusunda şeffaf bir politikası ve uygulaması olmalıdır. Bu konuda bir düzenleme, Alternatif Yatırım Fon Yöneticilerine İlişkin 2011/61/EU sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konseyi

³⁷ VII-128.5 sayılı Tebliğ, 17 Aralık 2013 tarihli ve 28854 sayılı RG'de yayımlanmıştır. İlgili Tebliğ ile 21 Ocak 2013 tarihli ve 25000 sayılı RG'de yayımlanan Seri: V, No:60 sayılı Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ yürürlükten kaldırılmıştır.

³⁸ VII-128.5 sayılı Tebliğ m.4'te *"Eşik değer"*ın, karşılaştırma ölçütü olmayan portföylerin getirisinin kıyaslanması amacıyla kullanılan değeri; *"Karşılaştırma ölçütü"* nün ise portföyün getirisinin kıyaslanması sağlayan endeks veya endeksler ile kolektif yatırım kuruluşları ile sınırlı olmak üzere, yatırım stratejisi ve yatırım yapılan varlık ve işlemlerin niteliklerine uygun olarak belirlenecek ve Kurulca uygun görülecek referans getiri oranlarını veya değerlerini ifade ettiği belirtilmiştir.

Direktifi'nde³⁹ yer almaktadır⁴⁰. 2011/61/EU sayılı Direktifin 13'üncü madde hükmüne göre fon yöneticileri tarafından fon çalışanlarına ödenecek ücret ve uygulanan politika, şirketin veya yönetilen serbest fonun risk profili kapsamında etkili olacak profesyonel faaliyetler kapsamında belirlenmeli, kabul edilebilir ve etkin risk yönetimini sağlayıcı olmalı, fonun risk profiline uymayacak şekilde aşırı risk alma yönünde cesaretlendirici olmamalıdır. Mevzuatımız bakımından performansa dayalı yönetim ücreti değişken olabileceği gibi azami bir sınır da söz konusu olmadığı için, 2011/61/EU sayılı Direktif m.13'te belirtilen hususların da göz önüne alınarak bir düzenleme yapılması tarafımızca gerekli görülmektedir.

III-52.1 sayılı Tebliğin, fon toplam giderinin üst sınırının belirlenmesi ve kamuya açıklanmasını düzenleyen 33'üncü maddesi serbest fonlar için uygulanmaz. Serbest fonların portföyüne, III-52.1 sayılı Tebliğ m.3/1(§) bendinde tanımlanan türev araçların yanı sıra swap sözleşmeleri de dahil edilebilir. Serbest fonların portföylerinde yer alan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile swap sözleşmeleri nedeniyle maruz kalınan risklere ilişkin limitler izahname ve yatırımcı bilgi formlarında belirtilir. Limitlerin aşılması halinde, kurucu portföy yönetim şirketi yönetim kurulu tarafından limitlere uyumunun sağlanması amacıyla gerekli tedbirler alınır ve katılma payı sahiplerine en uygun haberleşme vasıtasıyla bildirilir. 2011/61/EU sayılı Direktifin menfaat uyumsuzluklarına ilişkin 14 ve 15'inci madde hükümlerine göre fon kurucuları, fon yöneticileri ile yatırımcılar arasında ve yatırımcıların birbiri ile aralarında çıkabilecek olası menfaat uyumsuzluklarını tanımlayacak, önleyecek, yönetecek ve izleyecek tüm idari ve organizasyonel düzenlemeleri yapmalı ve uygulamalı; fon tarafından uygulanan yatırım stratejileri doğrultusunda karşı karşıya olunan riskleri tanımlayacak, ölçecek, yönetecek ve izleyecek risk yönetim sistemlerini kurmalıdır⁴¹. Bu kapsamda, serbest fonların portföylerinde yer alan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile swap sözleşmeleri nedeniyle maruz kalınan risklere ilişkin limitlerin izahname ve yatırımcı bilgi formlarında belirtilmesi yeterli olmayıp, serbest fon kurucusu ve yöneticisi portföy yönetim şirketlerinin, olası menfaat uyumsuzluklarını tanımlayacak, önleyecek, yönetecek ve izleyecek idari ve organizasyonel düzenlemeleri olmalı ve fon tarafından uygulanan yatırım stratejileri doğrultusunda karşı karşıya

³⁹ 2011/61/EU sayılı Direktifin İngilizce metni için bkz. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061&qid=1433504811720&from=EN> (25 Mayıs 2015).

⁴⁰ 2011/61/EU sayılı Direktif m.1'de "Alternatif Yatırım Fonu", kolektif yatırım kuruluşları; "Alternatif Yatırım Fon Yöneticisi" ise faaliyet konusu bir veya birden fazla alternatif yatırım fonunu yönetmek olan tüzel kişi olarak tanımlanmıştır. Bu kapsamda, hedge fonlar ve hedge fon kurucusu/yöneticisi olan şirketler de Direktif kapsamına dâhil edilmiştir.

⁴¹ Hedge fonlarda yaşanan menfaat uyumsuzlukları ve şeffaflık konusunda bir değerlendirme için bkz. Thomas W. Briggs, "Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis", *The Journal of Corporation Law*, Summer 2007, s.701 vd..

olunan riskleri tanımlayacak, ölçecek, yönetecek ve izleyecek risk yönetim sistemleri kurulmalıdır.

Serbest fonları değerlendirmede temel unsurlardan bir diğeri de, fon tarafından kullanılan varlıklara ilişkin veya serbest fonların yatırım stratejilerinin bir parçası olarak uyguladıkları kaldıraçlı işlemler ve bu işlemlerin beklenen getiri ve riske etkisini değerlendirmektir⁴².

III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Tebliği'nin⁴³ 3' üncü maddesinde "Kaldıraçlı işlem", yatırılan teminat tutarı karşılığında, döviz ve kıymetli madenler ile SPK tarafından belirlenecek diğer varlıkların kaldıraçlı olarak elektronik ortamda oluşturulmuş bir platformda alım satımı işlemleri olarak tanımlanmıştır. III-37.1 sayılı Tebliğin 27'nci maddesi hükmüne göre kaldıraçlı işlemlerde kaldıraç oranı, işlem yapmak için yatırılan teminat tutarı karşılığında alınabilecek pozisyon tutarını gösteren orandır. Kaldıraçlı işlemlerde uygulanacak kaldıraç oranı 100:1'i geçemez. SPK gerekli gördüğü hallerde bu oranı değiştirme ve varlık bazında kaldıraç oranı belirlemeye yetkilidir. Bu işlemlerde müşterilere uygulanacak kaldıraç oranı 100:1'i aşmamak şartı ile yatırım kuruluşları ile müşteriler arasında imzalanacak çerçeve sözleşmede serbestçe belirlenir. Söz konusu oranın daha sonra değiştirilebilmesi için tarafların yazılı onayı gereklidir. Kaldıraçlı işlemlerde teminat olarak yalnızca nakit olarak Türk Lirası veya Merkez Bankası tarafından günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı para birimleri döviz kabul edilir. SPK gerekli gördüğü hallerde müşteri bazında farklı kıymetlerin teminat olarak kabul edilmesini isteyebilir. Teminat oranının hesaplanması, teminat takibi ve teminat tamamlama yükümlülüğü ile pozisyonların otomatik kapanmasına ilişkin esaslar ve teminat olarak yatırılan nakdin başka bir para birimine çevrilmesinde esas alınacak kurlar çerçeve sözleşmede belirlenir. Kaldıraçlı işlemlerde teminatların saklanmasına ilişkin esaslar SPK tarafından belirlenir.

Kaldıraçlı alım satım işlemlerine konu edilebilecek varlıkların fiziki alım satımı ve bankalar arasında yapılan işlemler ile bankalar tarafından aracı kurumlara likidite sağlanması amacıyla yapılan işlemler, kaldıraçlı işlem kapsamına girmemekte-

⁴² Hedge fonlarda kaldıraçlı işlem uygulamasından kaynaklanan riskler hakkında değerlendirme için bkz. Adrian Blundell-Wignall, "An Overview of Hedge Funds and Structured Products: Issues in Leverage and Risk", <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/40972327.pdf> (25 Mayıs 2015).

⁴³ III-37.1 sayılı Tebliğ, 11 Temmuz 2013 tarihli ve 28704 sayılı RG'de yayımlanmıştır. İlgili Tebliğ ile 7 Eylül 2000 tarihli ve 24163 sayılı RG'de yayımlanan Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: V, No: 46), 22 Nisan 2002 tarihli ve 24734 sayılı RG'de yayımlanan Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: V, No: 55), 27 Ağustos 2011 tarihli ve 28038 sayılı RG'de yayımlanan Kaldıraçlı Alım Satım İşlemleri ve Bu İşlemleri Gerçekleştirebilecek Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: V, No: 125) yürürlükten kaldırılmıştır.

dir⁴⁴. III-37.1 sayılı Tebliğin, işlem aracılığı faaliyetinin yürütülmesine ilişkin ilke ve esasları düzenleyen 19' uncu maddesi ile portföy aracılığı faaliyetinin yürütülmesine ilişkin ilke ve esasları düzenleyen 24' üncü maddesi hükmüne göre yatırım kuruluşları⁴⁵, kaldıraçlı işlemlerle ilgili olarak yatırılan teminat tutarlarının üzerinde bir kayba uğratabilecek şekilde müşterilere işlem yaptırılamaz. Yatırımcının piyasa koşullarından dolayı teminattan daha fazla zarara uğraması halinde söz konusu zarar yatırımcıdan talep edilemez.

İlgili düzenlemeler kapsamında yatırımcının korunması yönünde getirilen düzenlemeler, uygulanacak azami kaldıraç oranının belirli olması, kaldıraçlı işlemlerle ilgili olarak yatırılan teminat tutarlarının üzerinde bir kayba uğratabilecek şekilde müşterilere işlem yaptırılamaması ve yatırımcının piyasa koşullarından dolayı teminattan daha fazla zarara uğraması halinde söz konusu zararın yatırımcıdan talep edilemesidir.

2011/61/EU sayılı Direktifin 15'inci madde 4'üncü fıkraya hükmüne göre yatırım fonunun kaldıraçlı işlem uygulamasında aşağıdaki hususların göz önünde bulundurulması gereklidir:

- Fonun türü,
- Fonun yatırım stratejisi,
- Fonun kaldıraç kaynakları,
- Fon ile diğer finansal hizmet kuruluşları arasında sistemik riske neden olabilecek ilişkiler,
- Karşı tarafın maruz kalacağı riski sınırlandırmak gereksinimi,
- Kaldıraçlı işlemin teminatlandırma kapsamı,
- Varlık-yükümlülük rasyosu,
- Fonun faaliyette bulunduğu piyasada gerçekleştirdiği faaliyetlerin ölçeği, niteliği ve kapsamı.

Bu kapsamda kanaatimiz, kaldıraçlı işlem uygulamasında da, 2011/61/EU sayılı Direktifin 15'inci maddesi hükmü göz önüne alınarak bir değerlendirme yapılmasının uygun olacağıdır.

⁴⁴ III-37.1 sayılı Tebliğ, m.28.

⁴⁵ SPKn m.3'te "Yatırım kuruluşu" nun, aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarını ve bankaları ifade ettiği belirtilmiştir.

SONUÇ

Serbest fon, III-52.1 sayılı Tebliğin 25'inci maddesinde bir yatırım fonu türü olarak düzenlenmiş, ancak bu fon türünün açık bir tanımı yapılmamıştır. Bununla birlikte, aynı maddenin 4'üncü bendinde serbest fonların katılma paylarının satışını yapacak kuruluşlar, satış yapılan yatırımcıların nitelikli yatırımcı vasıflarını haiz olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek ve düzenli olarak tutmakla yükümlü kılınmışlardır. Aynı maddede serbest fonların, belirli portföy ve işlem sınırlamalarına tabi olmaksızın yatırım stratejileri ve limitleri dahilinde yatırım yapabilecekleri de düzenlenmiştir. Bu kapsamda mevzuatımız bakımından serbest fonların, fon katılma payları nitelikli yatırımcılara satılabilecek olan, belirli portföy ve işlem sınırlamalarına tabi olmaksızın yatırım stratejileri ve limitleri dahilinde yatırım yapabilen bir yatırım fonu türü olduğu belirtilebilecektir. Bu tespitimiz, serbest fonların temel özelliklerini de ortaya koymaktadır.

Yatırım fonlarında, fon katılma payı sahibi yatırımcı ile fon kurucusu portföy yönetim şirketi arasında sözleşmeye dayalı *sui generis* nitelikte hukuki bir ilişki kurulmaktadır. Sermaye piyasası mevzuatında ve fon içtüzüğünde hüküm bulunmayan hallerde ise Türk Borçlar Kanunu'nun vekâlete ilişkin hükümleri uygulanacaktır.

Bir yatırım fonu türü olan serbest fonların hukuki niteliği bakımından, yatırım fonları için yapılan tespitten ayrılmaya gerek bulunmamaktadır. Serbest fonların kurucusu olan portföy yönetim şirketleri ve serbest fonların katılma paylarının satılabileceği nitelikli yatırımcıların tespiti bakımından ise önemli bazı hususların belirtilmesi gereklidir.

Sermaye piyasası mevzuatında yapılan yeni düzenlemeler kapsamında, diğer şartları taşımakla birlikte Türk Ticaret Kanunu hükümleri uyarınca kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıkların portföy yönetim şirketi kurabilecekleri yönünde genişletici bir düzenleme yapılmış, bankaların da portföy yönetim şirketlerinde kurucu ortak veya önemli etkiye sahip ortak olabilecekleri hüküm altına alınmıştır.

Mevzuatımız bakımından bankalar, portföy yönetim şirketlerinin kurucu veya önemli etkiye sahip ortakları olabilmektedir. Serbest fonların diğer yatırım fonu türleri için geçerli olan sınırlamalara tabi olmaması nedeniyle, bankaların, serbest fon kurucusu veya bu tür fonlarda önemli etkiye sahip ortak olması bakımından olası menfaat çatışmalarının ve finansal istikrarsızlığın önüne geçilmesi hususunda, ABD'de Volcker Kuralı ile bankacılık kuruluşlarına getirilen sınırlamaların ülkemiz mevzuatı bakımından da göz önüne alınarak bir değerlendirme yapılmasını yararlı görmekteyiz.

Serbest fonların katılma payları nitelikli yatırımcılara satılabilecektir. İlgili SPK düzenlemeleri kapsamında "*nitelikli yatırımcı*" ise, yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri,

portföy yönetim şirketleri, ipotek finansman kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu SPK tarafından belirlenecek diğer yatırımcılar ve sermaye piyasası araçlarının ihraç tarihi itibarıyla en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek veya tüzel kişiler ile Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'te tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip kişilerdir.

III-52.1 sayılı Tebliğin 25'inci maddesine göre serbest fonlar, fon portföyüne alınacak varlıklar ve ihraççılarına ilişkin sınırlamaları düzenleyen 17'nci maddesinde; fon portföyüne alınacak kolektif yatırım kuruluşu paylarına ilişkin sınırlamaları düzenleyen 18'inci maddesinde; fon portföyündeki varlıkların borsada işlem görme esasları ve borsa dışında taraf olunan sözleşmelere ilişkin sınırlamaları düzenleyen 19'uncü maddesinde; fon portföyüne dahil edilecek varlıkların vade yapısına ilişkin sınırlamaları düzenleyen 20'nci maddesinde; fonun kredi işlemleri ile repo ve ters repo işlemlerine ilişkin sınırlamaları düzenleyen 21'inci maddesinde; fonun ödünç işlemlerine ilişkin sınırlamaları düzenleyen 22'nci maddesinde; belirli yatırımcılara tahsis edilmiş fonlar ile bir varlık veya varlık grubuna yatırım yapan fonlara ilişkin sınırlamaları düzenleyen 23'üncü maddesinde ve diğer sınırlamaları düzenleyen 24'üncü maddesinde yer alan portföy işlem ve sınırlamalarına tabi olmaksızın fonun bilgilendirme dokümanlarında yer alan yatırım stratejileri ve limitleri dahilinde yatırım yapabilirler.

Türkiye'de kurulmuş serbest fonlar için ihtiyari olarak karşılaştırma ölçütü belirlenebileceği gibi eşik değer de belirlenebilir. Eşik değer belirlenmesi halinde ise eşik değer alt sınırına ilişkin esaslar uygulanmayacaktır. Yine, serbest fonlar bakımından performansa dayalı yönetim ücreti değişken olabileceği gibi azami bir sınır da söz konusu değildir. Bu hususun, yönettikleri fonların büyüklükleri de dikkate alındığında fon çalışanlarının fonu daha etkin idare etmeleri, bu doğrultuda motive olabilmeleri ve yatırımcı menfaatleri ile fon çalışanlarının menfaatleri arasında paralellik sağlanması bakımından faydalı ve gerekli bulunmakla birlikte, serbest fon kurucusu portföy yönetim şirketinin, performansa dayalı yönetim ücreti konusunda şeffaf bir politikası ve uygulaması olmalıdır. Bu konuda bir düzenleme, Alternatif Yatırım Fon Yöneticilerine İlişkin 2011/61/EU sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi'nde yer almaktadır.

2011/61/EU sayılı Direktifin 13'üncü madde hükmüne göre fon yöneticileri tarafından fon çalışanlarına ödenecek ücret ve uygulanan politika, şirketin veya yönetilen serbest fonun risk profili kapsamında etkili olacak profesyonel faaliyetler kapsamında belirlenmeli, kabul edilebilir ve etkin risk yönetimini sağlayıcı olmalı, fonun risk profiline uymayacak şekilde aşırı risk alma yönünde cesaretlendirici ol-

mamalıdır. Mevzuatımız bakımından performansa dayalı yönetim ücreti değişken olabileceği gibi azami bir sınır da söz konusu olmadığı için, 2011/61/EU sayılı Direktif m.13'te belirtilen hususların da göz önüne alınarak bir düzenleme yapılması tarafımızca gerekli görülmektedir.

Serbest fonların portföylerinde yer alan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile swap sözleşmeleri nedeniyle maruz kalınan risklere ilişkin limitler izahname ve yatırımcı bilgi formlarında belirtilir. Limitlerin aşılması halinde, kurucu portföy yönetim şirketi yönetim kurulu tarafından limitlere uyumunun sağlanması amacıyla gerekli tedbirler alınır ve katılma payı sahiplerine en uygun haberleşme vasıtasıyla bildirilir. 2011/61/EU sayılı Direktifin menfaat uyuşmazlıklarına ilişkin 14 ve 15'inci madde hükümlerine göre fon kurucuları, fon yöneticileri ile yatırımcılar arasında ve yatırımcıların birbiri ile aralarında çıkabilecek olası menfaat uyuşmazlıklarını tanımlayacak, önleyecek, yönetecek ve izleyecek tüm idari ve organizasyonel düzenlemeleri yapmalı ve uygulamalı; fon tarafından uygulanan yatırım stratejileri doğrultusunda karşı karşıya olunan riskleri tanımlayacak, ölçecek, yönetecek ve izleyecek risk yönetim sistemlerini kurmalıdır. Bu kapsamda, serbest fonların portföylerinde yer alan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile swap sözleşmeleri nedeniyle maruz kalınan risklere ilişkin limitlerin izahname ve yatırımcı bilgi formlarında belirtilmesi yeterli olmayıp, serbest fon kurucusu ve yöneticisi portföy yönetim şirketlerinin, olası menfaat uyuşmazlıklarını tanımlayacak, önleyecek, yönetecek ve izleyecek idari ve organizasyonel düzenlemeleri olmalı ve fon tarafından uygulanan yatırım stratejileri doğrultusunda karşı karşıya olunan riskleri tanımlayacak, ölçecek, yönetecek ve izleyecek risk yönetim sistemleri kurulmalıdır.

İlgili SPK düzenlemeleri kapsamında kaldıraçlı işlem uygulamasında yatırımcının korunması yönünde getirilen düzenlemeler, uygulanacak azami kaldıraç oranının belirli olması, kaldıraçlı işlemlerle ilgili olarak yatırılan teminat tutarlarının üzerinde bir kayba uğratabilecek şekilde müşterilere işlem yaptırılmaması ve yatırımcının piyasa koşullarından dolayı teminattan daha fazla zarara uğraması halinde söz konusu zararın yatırımcıdan talep edilememesidir.

2011/61/EU sayılı Direktifin 15'inci madde 4'üncü fıkraya hükmüne göre yatırım fonunun kaldıraçlı işlem uygulamasında fonun türü, yatırım stratejisi, kaldıraç kaynakları, fon ile diğer finansal hizmet kuruluşları arasında sistemik riske neden olabilecek ilişkiler, karşı tarafın maruz kalacağı riski sınırlandırmak gereksinimi, kaldıraçlı işlemin teminatlandırma kapsamı, varlık-yükümlülük rasyosu ve fonun faaliyette bulunduğu piyasada gerçekleştirdiği faaliyetlerin ölçüğü, niteliği ve kapsamı da dikkate alınmalıdır. Bu kapsamda kanaatimiz, kaldıraçlı işlem uygulamasında da, 2011/61/EU sayılı Direktifin 15'inci maddesi hükmü göz önüne alınarak bir değerlendirme yapılmasının uygun olacağıdır.

KAYNAKÇA

- Akın Sunay, Nesrin, **Türk Hukukunda, Avrupa Birliği Hukukunda ve Amerikan Hukukunda Finansal Grupların/Finansal Holding Şirketlerinin Düzenlenmesi ve Denetimi**. İstanbul: Legal, 2012.
- Akyüz, Yılmaz ve Karakoç, Mehtap, “Yapısı, İşleyişi ve Genel Özellikleri İle Hedge Fon Gerçeği”. **Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi**, C.3, S.2, 2011, s. 72-93.
- Anbar, Adem, “Hedge Fonlar ve Şeffaflık Sorunu”, http://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG_/24/11-23.pdf.
- Ashworth, Luther R, “Is Hedge Fund Adviser Registration Necessary to Accomplish the Goals of the Dodd-Frank Act’s Title IV?”. **70 WASH. & LEE L. REV.** 651, 2013, s.652-703.
- Blundell-Wignall, Adrian, “An Overview of Hedge Funds and Structured Products: Issues in Leverage and Risk”. <http://www.oecd.org/finance/financialmarkets/40972327.pdf>.
- Briggs, Thomas W., “Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis”. *The Journal of Corporation Law*, Summer 2007, s.681-737.
- Çetin, Nusret, Töremiş, Hatice Ebru ve Cantimur, Zeynep, **6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Sistemantik Analizi**. Ankara: Yetkin, 2014.
- Fermaud, Nicolas, “UCITS—The New Panacea for US Hedge Fund Managers?”. **The Investment Lawyer**, Vol.21, No.5, May 2014, s. 12-21.
- Kakilli Acaravcı, Songül, “Finansal Piyasalarda Hedge Fonlar: Strateji ve Riskler”. **Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:7, Sayı:1, Haziran 2010, s.84-106.
- Kandır, Serkan Yılmaz, “İnançlı Mülkiyet İlkesinin İMKB’de İncelenmesi”. **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**. Cilt:3 Sayı:1, 2009, s.81-100.
- Lysandrou, Photis, “The primacy of hedge funds in the subprime crisis”. **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 34, No. 2, Winter 2011-12, s.225-253.
- Nomer Ertan, Füsün, “6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”. **İÜHFİM**. C.LXXI, S.2, 2013, s.131-144 (Kolektif Yatırım Kuruluşları).
- Nomer Ertan, Füsün, “Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahibi İle Kurucu Arasındaki Hukuki İlişki ve Katılma Belgesi Sahibininin Hukuki Konumu”. **Prof.Dr. Ömer Teoman’A 55. Yaş Günü Armağanı**, C.1, İstanbul, 2002, s.595-623.
- Okat, Yalçın Özge, **Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları**. Ankara: Seçkin, 2009.
- Terzi, Nuray, **Hedge Fonlar**. İstanbul: Beta, 2014.
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:02009L006520140917&qid=1432816031795&from=EN>
- http://www.federalreserve.gov/reportforms/formsreview/RegVV_20140131_ffr.pdf
- <http://www.resmigazete.gov.tr/default.aspx>