

## YATIRIM FONLARI VE TÜRKİYE'DEKİ UYGULAMASI

Asım ÇELİK\*

### GİRİŞ

Aracı ve yardımcı kuruluşlar, fazla veren ekonomik birimlerden açık veren ekonomik birimlere fon aktarımı yaparak ekonomide çok önemli bir fonksiyonu yerine getirirler. Bankalar, özel finans kurumları, sigorta şirketleri ve yatırım ortaklıkları gibi fon aktarımında bulunan kuruluşlardan birisi de "Yatırım Fonları"dır.

Nitekim, ülkemizde 1981 yılında kabul edilen 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun beşinci bölümünde "Sermaye Piyasasında Yardımcı Kuruluşlar" başlığı altında bu kuruluşlar; "Aracı Kurumlar", "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları" ve "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu" olmak üzere üç grupta toplanmıştır.

Kanun gerekçesinde açıkca belirtildiği gibi yardımcı kuruluşların, sermaye piyasasının gelişmesinde vazgeçilmez ana müesseseler olduğu vurgulanmıştır. Dolayısıyla Menkul Kıymetler Yatırım Fonu da bu kanun ile getirilen ve sermaye piyasasına etkinlik kazandırmayı amaçlayan bir kuruluştur.

Tasarruf sahiplerinden topladıkları fonları, önceden belirlenmiş amaçlar doğrultusunda menkul kıymetlere plase eden yatırım fonları; bunu gerçekleştirirken de riski dağıtmak için çeşitlendirmeye giden, bu şekilde oluşturduğu portföyü profesyonelce yöneten, yatırımcıların katılma ve çıkmalarının serbest olduğu kuruluşlardır.

Yatırım fonları, özellikle küçük tasarrufların yatırım imkanlarını artırır. Bu amaçla, küçük kupürlü belgeler sunarak ve çeşitli menkul kıymetlerden oluşan bir portföyde riski azaltarak bir havuz oluştururlar. Küçük kupürlü paylar sunması nedeniyle küçük yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Ayrıca, riski çeşitli menkul kıymetler arasında daha kolay yaydıklarından yatırımcılara cazip gelmektedir.

Genel hatları yukarıda özetlenen yatırım fonlarının teorik yönünün yanısıra Türkiye uygulamasının da yer aldığı bu çalışmanın ilk iki

\* Arş. Gör., Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimleri Fakültesi



bölümünde; söz konusu fonların tarihi gelişimine, kuruluşuna, özelliklerine ve modellerine değinilmiştir. Üçüncü bölümde ise, ülkemizdeki uygulama çerçevesinde bu fonların hukuki yapısı, mevcut durumu, alternatif yatırım araçları karşısındaki getirisi ve portföy yapısı incelenmiştir.

## I. YATIRIM FONLARININ TARİHİ GELİŞİMİ

Küçük tasarruflardan meydana gelen fonların gelir sağlamak amacıyla sermaye piyasası kanalı ile menkul kıymetlere dönüştürülmesi ve bunların sınıai yatırımlara kanalize edilmesi kapitalist ekonominin en önemli ve ilginç süreçlerinden biridir. Bu hizmet, Batı'da genellikle yatırım araçları denilen kuruluşlar ile gerçekleşmektedir<sup>(1)</sup>. Anglo-Sakson ülkelerinde, küçük tasarruflardan oluşan fonları sermaye piyasasına çeken ve onları menkul kıymetlere dönüştüren başlıca iki tür yatırım kuruluşu vardır. Bunlar, kolektif yatırım kurumlarını oluşturan yatırım ortaklıkları ve yatırım fonlarıdır.

Yatırım fonları; kaynağını "trust" (emanet, güven) kurumunda bulmaktadır. Trust işlemi, bir kimsenin, sahip olduğu menkul ve gayrimenkul kıymetlerini koruması, saklaması, işletmesi, yönetmesi, ölümünden sonra vasiyetname hükümleri çerçevesinde işleme tabi tutması ve gelirlerini önceden belirlenen şartlarda değerlendirmesi gibi amaçlarla, imzalanan sözleşme ile "trustee" (mutemet, müteveli) olarak adlandırılan bir kişi ya da kuruluşa devretmesi şeklinde tanımlanabilir<sup>(2)</sup>.

Trust işlemleri Batı ülkelerinde oldukça eski bir geçmişe sahiptir. Çok eski yıllardan beri trustee'ler başkalarına ait servetleri, sahiplerinin isteğiyle onların adına yönetmiş ve işletmişlerdir. Bunlar, çok güvenilir kişiler veya mahalli-dini kuruluşlarda görevli ve çevrenin saygısını kazanmış kişiler arasından seçilmiştir. Bu uygulama, birçok ülkede konunun yasal olarak düzenlenmesini gerektirecek boyutlarda yaygınlaşmıştır<sup>(3)</sup>. Bu konuda ilk yasal düzenlemeleri yapan ülke İngiltere olmuştur. Daha sonra bu ülkeden Kuzey Amerika'daki kolonilere gidenlerle söz konusu yasal düzenlemeler yaygınlık kazanmıştır.

Zamanla, trust işlemlerinin karmaşık bir yapıya kavuşması ve trust'ların iş dünyasındaki öneminin artması sonucu, trustee fonksiyonunu üstlenmek üzere birtakım şirketler kurulmaya başlamış ve trust

(1) Selahattin TUNCER; "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu", Para Dergisi, Sayı:13, Haziran 1982, s. 67.

(2) Levent VARLIK, "Trust ve Yatırım Yöntemi", Para ve Sermaye Piyasası, Yıl:9, Sayı:96, Şubat 1987, s. 19.

(3) Levent VARLIK, A.g.m., s.18



şirketlerinin de (corporate trustee) yasal düzenlemelerle gelişmeleri ve korunmaları sağlanmıştır. Bu aşamada bankalar da, trust şirketleri gibi bu hizmete talip olmuşlar ve kendi fonksiyonları arasında yer vermeye başlamışlardır. Bu tür bankacılık hizmetinin, başta tacir bankalar tarafından Britanya, Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Japonya ve bazı Batılı ülkelerde geniş bir biçimde uygulanmakta olduğu görülmektedir.

Tarihi gelişim içerisinde, yatırım fonları ilk kez Belçika'da ortaya çıkmıştır. 1800'lerin sonunda da ABD'de kurulmaya başlamıştır. Fonlar, önce kapalı-sonlu olarak kurulmuş daha sonra, 1920'li yıllarda açık-sonlu fonlar ortaya çıkmıştır. İlk açık-sonlu fon 1924 yılında Boston'da kurulmuştur. Yatırım fonları, hisse senedi fiyatlarının yükseldiği İkinci Dünya Savaşı sonrasında hızla gelişmiştir<sup>(4)</sup>.

Terminolojide yatırım fonlarına İngiltere'de "unit trust", ABD'de "mutual fund", İsviçre'de ise "fonds de placement" denilmektedir.

İngiltere'de yatırım fonları 13. yüzyıldan sonra İngiltere Hukuk Sistemi'nde trust'ların "unit trust"a dönüşmesi ile ortaya çıkmıştır. İlk unit trust da 1930 yılında kurulmuştur<sup>(5)</sup>. Daha sonra unit trust'lar büyük bir gelişme göstererek sayıları hızla artmıştır. Ancak, İkinci Dünya Savaşı'ndaki olumsuz gelişmeler ve 1970'li yıllarda ortaya çıkan dünya ekonomik konjonktüründeki yavaşlama nedeniyle unit trust'lar gerilemiştir. Bu yıllarda bazı unit trust'lar tasfiyeye gitmiştir.

İngiltere'deki yatırım fonları, İçtihatlar Hukuku ve 1958 tarihli "Prevention of Fraud (Investments) Act" ile düzenlenmiş olup, açık-sonlu fon şeklindedir.

ABD'de yatırım fonları, 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu (Investment Company Act of 1940) ile düzenlenerek faaliyete geçmiştir. 1967'de kabul edilen Yatırım Fonu Kanunu (Mutual Fund Legislation of 1967) da fonlara bir takım yenilikler getirilmiştir.

1975 yılında ABD'de , 1900'den fazla yatırım fonu bulunurken, yönetilen 538.000 ayrı fon 19 milyar dolarlık varlığa sahip bulunmaktadır. Bireysel fonlardaki yatırımların %55'i hisse, %30'u tahvil ve geri kalanı çeşitli menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Diğer taraftan yatırım fonu (common trust) yatırımları da daha tutucu bir şekilde %33 oranında hisse senedi ve %51 oranında tahvil kapsamaktadır<sup>(6)</sup>.

(4) Sevtap SÜNGÜ, "Genel Olarak Yatırım Fonları ve Türkiye'deki Uygulama", SPK, Rapor Sayısı: AGD/8716, Aralık 1987, Ankara, s.2.

(5) M.Şükrü TEKBAŞ, "Menkul Değer Yatırım Fonları", İ.Ü.İşletme Fakültesi, Muhasebe Enstitüsü Dergisi, Yıl:8, Sayı:28, Mayıs 1982, s.33.

(6) M.Şükrü TEKBAŞ, A.g.m., s. 33-34.



İsviçre'de ise Yatırım Fonları Hakkında Federal Kanun(The Federal Law on Investment Funds) hükümlerine göre kurulan yatırım fonları, inanlı mülkiyet esasına göre kurulan fonlara örnek oluşturmaktadır.

İsviçre'de bugünkü şekliyle ilk yatırım fonları 1930'da üç bankanın iştirakiyle kurulan SIP şirketi tarafından oluşturulmuştur. Sonradan bu üç bankadan, Union de Banques Suisses (UBS) ayrılarak kendi yatırım fonu şirketi olan INTRAG'ı kurmuştur. INTRAG bugün dünyanın en gelişmiş yatırım fonu şirketlerinden biridir. Bütün dünyadaki çok uluslu şirketlerin menkul kıymetlerine yatırım yapan ihtisas fonlarına sahiptir. Bunların da en önemlisi, Kuzey Amerika şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yapan AMCA (America-Canada)'dır. Ayrıca, yalnız ağır sanayie, altın ve elmas madenlerine, elektronik sanayiine yatırım yapan özel fonları vardır. INTRAG'ın bunlardan başka SAFIT, FONSA, SIMA gibi çeşitli çokuluslu şirketlere yatırım yapan 20'nin üstünde fonu ve 10 milyar Frank'ın üstünde bir fon varlığı bulunmaktadır<sup>(7)</sup>.

## II. YATIRIM FONLARININ KURULUŞU, ÖZELLİKLERİ VE MODELLERİ

Yatırım fonları, tasarruf sahiplerinden topladıkları fonlarla, çeşitli menkul kıymetleri içeren bir portföy oluşturan ve bunu portföy sahipleri adına ve fon tüzüğü çerçevesinde güvenilir kişiyle yönetim ilkesine dayanarak işleten kuruluşlardır. Burada güvenilir bir kişi, fonun sahibi değil yöneticisidir. Fonun sahibi ise, ellerinde katılma belgeleri olan mal varlığı sahipleridir. Bu durumda yatırım fonlarında üçlü bir ilişki söz konusu olmaktadır.

1. Fonu kurup yöneten banka veya banka dışı bir kuruluş(trust),
2. Menkul kıymetleri muhafaza eden ve katılma belgelerini tasarruf sahiplerine satan yeddiemin(trustee),
3. Katılma belgelerinin sahipleri. Uygulamada genellikle ilk iki fonksiyonun aynı kuruluş üzerinde birleşerek yatırım fonunun iki taraftan oluştuğu görülmektedir.

Yatırım fonlarının kuruluşunda nakit yöntemi (cash method) ve tahsis yöntemi (appropriation method) olmak üzere iki yöntem izlenmektedir<sup>(8)</sup>. Nakit yönteminde ilk önce katılma belgeleri halka satılır. Sonra toplanan bu para fon tüzüğünde belirtildiği şekilde menkul

(7) Muharrem KARSLI, "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu", Para ve Sermaye Piyasası, Yıl:8, Sayı:93, Kasım 1986, s.29-30,

(8) Ünal BOZKURT, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası, Eğitim Yayınları No:4, Nisan 1988, s. 320.



kiymetlere yatırılır. Yatırım fonu böylece katılma belgelerinin satımından elde edilen fon miktarı kadar yatırım yapmış olur. Tahsis yönteminde ise, yatırım fonunun kurucusu veya kurucuları belli bir miktarda fon tahsis etmekte ve bu miktar menkul kıymetlere yatırılmaktadır. Sonra katılma belgeleri çıkartılmakta ve fonun kurucusu tarafından başlangıçta konulan miktar, katılma belgeleri sahiplerinden tahsil edilmektedir.

Yatırım fonlarının yatırımcılara sağladıkları yararlar iki noktada toplanabilir. Bunlardan biri portföy sahiplerinin yatırımlarını çeşitlendirmek suretiyle riski dağıtarak azaltmak, diğeri de onların profesyonel yönetimden yararlanmalarını sağlamaktır.

Özellikleri itibariyle yatırım fonu bazı yönleriyle yatırım ortaklığına benzemekte, bazı yönleriyle de ondan ayrılmaktadır. Bu iki yardımcı kuruluşun birbirine benzeyen yönü, riski dağıtmak amacıyla küçük tasarrufları toplayarak bunları menkul kıymetlere yatırmalarıdır. Birbirinden ayrıldıkları nokta da, hukuki statüleri ve yönetimleri konusudur. Yatırım fonları "güvenilir kişi" tarafından yönetilmekte ve tüzel kişiliğe sahip bulunmamaktadır. Yatırım ortaklığı ise, tüzel kişiliğe sahip bir kuruluş olmakta ve bu ortaklık tarafından yönetilmektedir.

Katılma belgelerinin itfa şekline göre yatırım fonları ikiye ayrılır:

1. Açık-Sonlu Yatırım Fonları(Open-end mutual funds)
2. Kapalı-Sonlu Yatırım Fonları(Closed-end mutual funds)

### **Açık-Sonlu Yatırım Fonları:**

Bu fonlar, değişken sermayeli olarak kurulurlar ve istedikleri zaman sermayelerini artırıp azaltabilirler. Dolayısıyla açık sonlu fonlarda yeni pay çıkarma ve itfaya ilişkin herhangi bir kısıtlama bulunmamaktadır. Ayrıca, bu model fonların gerektiği zaman fon tutarlarını ve katılma belgelerinin sayısını artırabilmeleri, yatırımcılara istedikleri an katılma belgesi alma imkanı sağlar.

Açık sonlu fonlar, yatırımcının talebi üzerine ve talep ettiği anda katılma belgelerini satın alırlar. Bu durumda satın alma bedeli katılma belgelerinin net aktif cari değeridir. Bir yatırım şirketinde net değer, aktif toplamından borçlar düşürüldükten sonra bulunan değerdir. Bu bir anlamda, fonun net varlığı veya öz sermayesidir. Fon, bir katılma belgesinin satın alma değerini veya net aktif cari değerini, fonun net aktif değerini satın alma tarihinde mevcut katılma belgesi, miktarına bölerek tespit eder<sup>(9)</sup>.

Bazı ülkelerde, örneğin ABD'de katılma belgelerinin borsada işlem görmesi yasaklanmıştır. Buna karşılık bazı ülkelerde bu konuda bir

(9) Yüksel KOÇ YALKIN, "Yatırım Fonları", Para ve Sermaye Piyasası, Yıl: 11, Sayı: 128, Ekim 1989, s.8.



sınırlama getirilmemiş olmasına rağmen yine de açık-sonlu fonlar için gelişmiş bir ikinci el piyasası yoktur.

### **Kapalı-Sonlu Yatırım Fonları:**

Kapalı-Sonlu fonların sermayesi (fon tutarı) sabittir. Yatırımcılar katılma belgelerini fona geri satamazlar. Ancak, katılma belgelerini ellerinden çıkarmak isteyen yatırımcılar, bu belgeleri sadece ikinci el piyasada (borsada) satabilirler. Fon, paylarının hepsini sattıktan sonra yeni pay ihraç edemez. Bu nedenle, fona katılmak isteyen yatırımcılar katılma belgelerini fon yerine ikinci el piyasadan elde etmek durumundadırlar. Bu yüzden kapalı-sonlu fonların ikinci el piyasası oldukça gelişmiştir.

Bu fonların varlıklarının değeri (net aktif cari değeri) ile katılma belgelerinin fiyatı arasında doğrudan bir ilişki yoktur. Fonun paylarının değeri düşerken, piyasada tedavül eden katılma belgelerinin fiyatı yükselebilir. Katılma belgelerinin fiyatı piyasada arz ve talebe göre oluşur. Böylece hisse senetlerinin fiyatları gibi katılma belgelerinin fiyatını da piyasa şartları belirler.

## **III. TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI UYGULAMASI**

### **1. KURULUŞU VE HUKUKİ YAPISI**

Türkiye'de yatırım fonları ile ilgili hükümler 28.7.1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer almış ve bununla ilgili tebliğ de 13.12.1986 tarihinde yayınlanmıştır.

Ülkemizde ilk yatırım fonu denemesi daha Sermaye Piyasası Kanunu çıkmadan önce, MEBAN tarafından 1979-80 yıllarında kapalı-sonlu fon modelinde gerçekleştirilmiştir<sup>(10)</sup>.

Hukuki yapının 1981 yılında oluşmasına rağmen 1987 ortalarına kadar bankalardan yatırım fonu kurma yönünde bir talep gelmemiştir. Bunda, sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olmasının ve vergi ile ilgili bazı sorunların büyük rolü olmuştur. Nihayet, Sermaye Piyasası Kurulu'nun yönlendirici girişimleri üzerine Haziran 1987'de yapılan bir kanun değişikliği ile kurulan yatırım fonlarının gerek katılma belgelerinin, gerekse portföylerinde yer alan menkul kıymetlerin getirilerine vergi muafiyeti sağlanmıştır.

Bu gelişme ile, hukuki dayanağı olan ilk menkul kıymetler yatırım fonu İş Bankası tarafından 13.7.1987 tarihinde kurulmuş ve bunu yeni kurulan fonlar izleyerek, kısa sürede fon sayısı hızla artmıştır.

(10) Muharrem KARSLI, A.g.m., s.30.



Sermaye Piyasası Kanunu'nun 35'inci maddesine göre "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu" şu şekilde tanımlanmıştır<sup>(11)</sup>:

"Bu kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre menkul kıymet portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığına "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu" adı verilir."

Kanunun 35'inci maddesinin getirdiği tanımlamadaki unsurlar ve söz konusu maddenin devamı dikkate alındığında, fonun özellikleri şöyle sıralanabilir:

- Menkul Kıymetler Yatırım Fonu, bir mal varlığıdır. Fonu, halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralar oluşturmaktadır. Bu fon; belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre menkul kıymet portföyü işletmek amacıyla kullanılır.

- Bankalar dışında hiçbir kişi ve kuruluş veya mal varlığı, "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu" kuramaz ve bu adı veya aynı anlama gelen başka bir ibareyi ticaret ünvanlarında veya ilân ve reklâmlarında kullanamaz.

- Fonun tüzel kişiliği yoktur. Ancak mal varlığı, bankanın mal varlığından ayrıdır.

- Banka, fonu, belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetir ve temsil eder. Fon varlığının korunması ve saklanması yönetici banka sorumludur.

- Banka ile katılma belgesi sahipleri arasındaki ilişkilere bu Kanun'da hüküm bulunmayan hallerde Borçlar Kanunu'nun Vekâlet Akdi hükümleri uygulanır.

Türkiye'de yatırım fonlarını açık-sonlu veya kapalı-sonlu fon olarak kesin bir şekilde sınıflandırmak mümkün değildir. Yatırımcılar istedikleri zaman katılma belgelerini fona geri verebilirler. Fonun itfa edilebilir olması, ona açık-sonlu olma özelliğini vermektedir. Fakat, fonlar yeni pay çıkarabilecek yapıda değildir. Yani sermayeleri sabittir. Aynı zamanda çıkarabilecekleri pay sayısı bellidir ve bu limiti aşamazlar. Ayrıca, bizdeki yatırım fonları sermayelerini arttıramamakla birlikte azaltabilme özelliğine sahiptirler. Söz gelimi, nakit sıkıntısı olması durumunda portföydeki bazı menkul kıymetlerin satılarak nakde çevirilmesi mümkündür. Bütün bu nedenlerden dolayı ülkemizdeki yatırım fonlarını yarı-açık olarak düşünmek gerekir.

(11) "Sermaye Piyasası Mevzuatı", Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları-Yayın No:1, İkinci Baskı, Ankara-1988, s. 14.



## 2. MEVCUT DURUMU

Ülkemizde bankalar tarafından kurulan yatırım fonlarının sayısı, 31.12.1989 tarihine kadar 36'ya ulaşmıştır. Bu fonlarla ilgili bilgiler ayrıntılı bir şekilde aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 1. YATIRIM FONLARININ SEYRİ

Katılma Belgesi Adı	Çıkış Tarihi	Çıkış Değeri	Yılbaşı Değeri (31.12.1989)	Çıkışa Göre Fark(%)	Portföydeki Ağırlıklı Menkul Kıymet
İş Yatırım-1	13.07.87	10.800	41.778	286.83	Özel Sektör Tahvili
İş Yatırım-2	14.03.89	20.000	29.296	46.48	Hazine Bonosu
İş Yatırım-3	09.10.89	10.000	11.139	11.39	Hazine Bonosu
Interfon-1	19.09.87	10.661	32.762	207.30	Finansman Bonosu
Interfon-2	14.12.87	9.960	27.816	179.27	Finansman Bonosu
Interfon-3	27.02.89	9.959	14.442	45.01	Devlet Tahvili
Interfon-4	07.08.89	11.200	13.242	18.23	Özel Sektör Tahvili
İktisat Yatırım-1	16.09.87	9.764	28.881	195.79	Özel Sektör Tahvili
İktisat Yatırım-2	10.02.88	9.806	24.392	148.74	Özel Sektör Tahvili
İktisat Dolar Fon	08.02.89	9.596	12.148	26.59	Döviz Endeksli G.O.S.
İktisat Mark Fon	28.02.89	9.890	11.697	18.27	Döviz Endeksli G.O.S.
İktisat Atılım Fon	11.12.89	10.000	10.477	4.77	Gelir Ortaklığı Senedi
Garanti Yatırım-1	22.10.87	9.976	31.707	217.83	Gelir Ortaklığı Senedi
Garanti Yatırım-2	10.03.89	9.731	15.189	56.08	Özel Sektör Tahvili
Esbank Fon-1	16.11.87	10.319	32.673	216.62	Özel Sektör Tahvili
Esbank Fon-2	31.10.89	10.000	10.711	7.71	Özel Sektör Tahvili
YKB Yatırım Fonu	02.11.87	10.477	30.850	194.45	Özel Sektör Tahvili
YKB Sektör Fon	07.03.88	9.785	24.608	151.48	Hazine Bonosu
YKB Hisse Fon	07.03.88	9.713	32.615	235.78	Hisse Senedi
YKB Kamu Fon	07.03.88	9.795	24.417	149.28	Özel Sektör Tahvili
YKB Likit Fon	07.03.88	9.693	20.830	114.89	Özel Sektör Tahvili
YKB Karma Fon	07.03.88	9.828	24.691	151.23	Özel Sektör Tahvili
YKB Döviz Fon	02.01.89	9.294	12.261	31.92	Döviz Endeksli Tahvil
Vakıf Fon-1	09.05.88	10.000	24.148	141.48	Devlet Tahvilleri
Vakıf Fon-2	24.04.89	48.279	64.279	33.14	Devlet Tahvilleri
Vakıf Fon-3	18.10.89	10.444	11.429	9.43	Devlet Tahvilleri
Dışbank Mavi Fon	28.06.88	10.057	22.110	119.84	Nakit Mevduat
Dışbank Beyaz Fon	10.04.89	20.558	28.695	39.58	Özel Sektör Tahvili
Tütünbank Fon	04.07.88	11.021	23.410	112.43	Devlet Tahvili
Mitsui Fon-1	15.07.88	40.000	87.845	119.61	Finansman Bonosu
Mitsui Fon-2	20.10.89	10.000	10.870	8.70	Özel Sektör Tahvili
Finansbank Fon-1	20.03.89	9.946	14.471	45.49	Finansman Bonosu
Finansbank Fon-2	20.07.89	9.956	12.298	23.52	Özel Sektör Tahvili
Finansbank Fon-3	18.12.89	10.428	10.570	1.36	Finansman Bonosu
Ziraat Fon	09.10.89	10.100	11.435	13.21	Hazine Bonosu
Halk Fon-1	01.11.89	11.397	12.548	10.09	Hazine Bonosu

KAYNAK: Dünya, 9 Şubat 1990, s.5 ve Ekonomik Bülten-Rehber, 5-11 Şubat 1990 s. 18. (Tablo, söz konusu kaynaklardan elde edilen verilere göre yeniden düzenlenmiştir.)



Tabloya göre, 13 ayı banka tarafından oluşturulan 36 fonun 7'si 1987'de, 10'u 1988'de ve 19'u 1989 yılında kurulmuştur. Yatırım fonu kurulmasına bankaların ilgisi özellikle 1989 yılında artmış ve hemen hemen her banka ikinci ve üçüncü fonlarını ihraç etmişlerdir. Kurdukları fonların sayısı bakımından ilk üç sırayı Yapı Kredi Bankası (YKB Yatırım Fonu), İktisat Bankası (İktisat Yatırım) ve Uluslararası Endüstri ve Ticaret Bankası (INTERFON) almaktadır. Mevcut yatırım fonları çoğunlukla karma fon yapısındadır. Başka bir deyişle bu fonlar belirli bir amaç ve istisalaşmaya yönelmemişlerdir. Ancak, Yapı Kredi Bankası 1988 yılının ilk yarısında "fon ailesi" kavramının ilk uygulamasını yapmış ve 5 adet ihtisas fonundan oluşan fon ailesini ihraç etmiştir. Ayrıca, bu banka fon ailesi kapsamında Türkiye'deki ilk para piyasası fonu olan Likit Fon ile tüm portföyü hisse senetlerinden oluşan Hisse Fon'u kurmuştur.

31.12.1988'de 10 banka tarafından kurulmuş 17 fonun toplam değeri 135 milyar lira iken, 10.10.1989'da fon sayısı 30'a toplam fon değeri ise 332 milyar liraya ulaşmıştır<sup>(12)</sup>.

Diğer taraftan, tabloda yer alan 36 fonun çıkış tarihi dikkate alındığında ortalama en yüksek getiriye sırasıyla YKB Hisse Fon, İş Yatırım-1 ve Garanti Yatırım-1 sağlamıştır.

Yine, tabloda görülen fonların portföylerinde ağırlıklı olarak bulunan menkul kıymetlerden en önemlisi özel sektör tahvilleri olmuştur. Bunu Hazine bonusu, finansman bonusu ve Devlet tahvili izlemiştir.

---

(12) Figen KARAAHMET, "Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Yatırım Fonlarının Rolü", Para ve Sermaye Piyasası, Yıl:11, Sayı: 128, Ekim 1989, s.12.



### 3. ALTERNATİF YATIRIM ARAÇLARI KARŞISINDAKİ GETİRİSİ

Ülkemizde, aralarında yatırım fonlarının da bulunduğu başlıca menkul kıymet türlerinin 1989 yılında sağladıkları yıllık artış oranları aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 2. YATIRIM ARAÇLARININ 1989 YILINA AİT GETİRİLERİ

YATIRIM ARACI	Yıllık Artış(%)
HİSSE SENETLERİ(Ortalama)* .....	493.1
GELİR ORTAKLIĞI SENETLERİ	
Boğaziçi Köprü(B tertipi) .....	198.5
Keban Barajı( B tertipi).....	146.1
Keban-Oymapınar(A tertibi).....	112.9
Köprü-Keban (B tertipi).....	85.0
Karakaya (A tertipi).....	66.7
Karakaya (B tertipi).....	54.9
YATIRIM FONLARI (Ortalama).....	61.1
DEVLET TAHVİLİ.....	65.0-48.0
HAZİNE BONOSU.....	65.0-48.0
BANKA FAİZİ [1 yıl vadeli mevduat(ortalama)].....	72.5
ALTIN	
Külçe altın(gr).....	22.6
Cumhuriyet altını.....	25.8
Bilezik(gr).....	23.5

<u>DÖVİZ</u>	<u>Resmi kurda değer artışı</u>	<u>Serbest piyasada değer artışı</u>
ABD Doları .....	26.0	27.3
F.Alman Markı .....	33.9	33.4
Şterlin .....	13.7	14.3
Fransız Frangı .....	33.5	33.4
İsviçre Frangı .....	24.1	25.2

Kaynak: Mustafa SAĞCAN. "Borsa'daki Gelişmeler ve Sorunlar", Dünya, 10 Şubat 1990, s.6.

\* Dünya, 1 Ocak 1990, s.1



Tablo 2'ye göre 1989 yılında yatırım cephesinin gözde aracı, ortalama % 493'lük getiri ile hisse senetleri olmuştur. 1989 yılında enflasyonun % 69.6 oranında gerçekleşmiş olması dikkate alındığında; yatırım araçlarından sadece, hisse senetlerinin, gelir ortaklığı senetlerinin (Karakaya A ve B tertibi hariç) ve banka faizinin enflasyona yenik düşmediği görülür. Yatırım fonlarında ise, bir yıllık getiri enflasyonun altında kalarak ortalama %61.1 oranında gerçekleşmiştir. Ancak, 1989'da yatırım fonlarına aktarılan tasarruflar, yine aynı yılda oldukça düşük getiriler sağlayan altın ve döviz gibi klasik yatırım araçlarına bağlanan fonlar kadar enflasyon karşısında erimemiştir.

#### 4. PORTFÖY YAPISI

31.12.1989 tarihi itibarıyla 36 fonun portföylerinin toplamı 442.9 milyar liraya ulaşmıştır. Bu fonların 1988 ve 1989 yıllarında portföy yapısında bulunan menkul kıymetler ile bunların portföy toplamı içindeki payları karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 3. 1988 ve 1989 YILLARI İTİBARIYLA YATIRIM FONLARININ PORTFÖY YAPISI

Menkul Kıymetler	Portföydeki Oranı(%)	
	1988	1989
Özel Sektör Tahvilleri .....	67.2	36.0
Finansman Bonosu .....	4.5	23.5
Devlet Tahvilleri .....	3.7	10.3
Hazine Bonosu .....	8.0	14.2
Gelir Ortaklığı Senedi+Konut Sertifikası+Hisse Senedi .....	10.4	15.6
Diğerleri .....	6.2	0.4

KAYNAK: Ekonomik Bülten, 29 Ocak-4 Şubat 1990, s.3.

Tablo'daki verilere göre 1989 yılında 36 fona ait toplam 442.9 milyar liralık portföyün 159.4 milyar lirası özel sektör tahvillerine, 104.1 milyar lirası finansman bonosuna, 45.6 milyar lirası Devlet tahvillerine, 62.9 milyar lirası Hazine bonosuna, 69.1 milyar lirası değişken getirili menkul kıymetlerden gelir ortaklığı senedi, konut sertifikası ve hisse senedine, 1,7 milyar lirası da diğer menkul kıymetlere yatırılmıştır. Fonların portföylerinde, özel sektör tahvilleri %36'lık oranla önemli bir ağırlık taşımaktadır. Ancak, bu menkul kıymetin



portföyler içindeki ağırlığı 1988 yılına göre gerilemiştir. Özel sektör tahvillerindeki bu gerilemeye karşılık, finansman bonosunun portföyler içindeki payı % 4.5'den %23.5'e yükselmiştir. Bu durum, ülkemizde bir türlü önüne geçilemeyen enflasyonun yol açtığı belirsizlik yüzünden, söz konusu alandaki yatırım tercihlerinin kısa vadeli menkul kıymetlere yönelmesi olarak değerlendirilebilir. Nitekim, 1989 yılında fonların portföylerinin %84'ünün sabit gelireli menkul kıymetlerden oluşması bu görüşü kuvvetlendirmektedir.

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Yatırım fonları, tasarrufları riski dağıtma ilkesine göre çeşitli menkul kıymetlerden oluşan portföye yatırarak en iyi şekilde değerlendirmeyi amaç edinen yardımcı kuruluşlardır.

Ülke ekonomisinin ve sermaye piyasasının gelişmesinde yatırım fonlarının önemli bir rolü vardır. Yatırım fonları, menkul kıymetlere yeni talep yaratarak tasarrufların alternatif yatırım araçları arasında rasyonel şekilde dağılımına imkan verirler. Özellikle bilgi ve tecrübe eksikliği ve zaman yokluğu gibi nedenlerle piyasaları izleme imkanından yoksun tasarruf sahiplerinin sermaye piyasasına çekilmesinde, bu fonların sağlayacağı katkılar küçümsenemeyecek derecededir.

Türkiye'de yatırım fonları uygulaması, 13.7.1987 tarihinde 10 milyar lira toplam değerli İş Yatırım Fonu'nun kurulup, katılma belgelerinin ihraç edilmesiyle başlamıştır. Aradan geçen 2 yıldan fazla bir zaman içinde büyük ilgi gören bu fonların sayısı, 1989 yılı sonunda 36'ya ulaşmıştır. Fakat, yatırım fonlarının kısa sürede sağladığı bu gelişmeye karşılık, uygulamasından kaynaklanan bazı sorunlar göze çarpmaktadır. Bunları, aşağıdaki noktalar etrafında toplamak mümkündür.

1. Ülkemizde aracı kurumların faaliyet kapsamı, aracılık faaliyetleri açısından sınırlı tutulmuş ve yatırım fonu kurma yetkisi şimdilik sadece bankalara verilmiştir. Böylece sermaye piyasasında bankalar, diğer aracı kurum ve kuruluşlar karşısında ayrıcalıklı bir yere getirilmiştir. Bunda, sermaye piyasasında güven ortamının yatarılması açısından bankaların, yaygın dağıtım alanına ve tasarruf sahipleri ile uzun dönemi kapsayan iyi ilişkilere sahip olmasının büyük rolü olmuştur. Ancak, bankalara has bu özellikler sermaye piyasasının asli kurumları olan aracı kurumlara yatırım fonu kurma yetkisinin tanınmasına bir gerekçe olmamalıdır. Sermaye piyasasında tüm kurum ve kuruluşların adil rekabet şartlarında çalışmalarını sağlamak için vakit geçirilmeden aracı kurumlara da yatırım fonu kurma imkanı verilmelidir.

2. Tasarruf sahiplerine, menkul kıymetlere yatırım alışkanlığı kazandırma ve menkul kıymetlere kurumsal talep yaratma yoluyla sermaye piyasasının gelişmesinde çok büyük öneme sahip olan yatırım fonlarını teşvik etmek için vergi muafiyeti getirilmiştir. Bu teşvik ile yatırım fonu



kuran banka, fonun vergi muafiyeti nedeniyle, bir şirketin çıkaracağı ve kendi fon portföyüne koymak istediği bir tahvil veya finansman bonosuna aracılıkta, aynı verimi daha düşük faiz oranıyla sağlayabileceğinden, aracı kurumlara oranla ilgili şirkete vereceği teklifte avantajlı durumda olabilmektedir. Bunun sonucunda birinci el piyasada bankaların payı, aracı kurumların aleyhine gelişebilmektedir<sup>(13)</sup>.

3. Yatırım fonlarına tanınan vergi muafiyeti sermaye piyasasında faaliyet gösteren aracı kurumlar aleyhine haksız bir rekabet ortamı yaratmıştır. Nihayet 1.1.1989 tarihinde itibaren gelir vergisi stopajlarının Devlet tahvili, Hazine bonusu ve gelir ortaklığı senetlerine de uygulanmasıyla muafiyet gerekçesi ortadan kalkmıştır.

4. Yatırım fonu kuran bankanın hem yönetici hem de fon varlığının sahibi olması durumunda, banka kendi portföyü ile fon portföyü seçiminde, fon portföyü aleyhine davranabilir. Örneğin, düşük getirili menkul kıymetleri fona devredip, yüksek getirili olanları kendi portföyünde tutabilir.

5. Yatırım fonları bugün bankalar tarafından kurulmakta, yönetilmekte ve menkul kıymetlerin saklanması yine aynı bankada olmaktadır. Böylece bankalara üç farklı fonksiyon birden verilmiştir. Tasarruf sahiplerini güvenceye almak için, öncelikle saklama hizmetini yatırım fonlarında ayırarak bir saklama kurumu oluşturulmalıdır.

6. Ülkemizde yatırım fonu yöneticisi bankalar, sabit getirili özel sektör menkul kıymetlerinin rekabete dayalı fiyat oluşumunu sağlayan bir ikinci el piyasasının olmamasından yararlanarak ve bu menkul kıymetlerin getirileri ile oynayarak, katılma belgelerinin getirisini 1 yıl vadeli banka mevduat getirisinin biraz üzerinde sabit bir düzeye getirerek ve katılma belgelerinin her an paraya çevrilebilme özelliğinden yararlanarak vadesiz mevduata çok daha avantajlı bir alternatif yaratmışlardır. Özel sektör menkul kıymetlerinin getirileriyle serbestçe oynayabilmeleri katılma belgelerinin fiyatlarındaki dalgalanmaları önleyebilmelerine imkan sağlamıştır. Bu durum katılma belgelerini bir sermaye piyasası aracı olmaktan çıkartarak para piyasası aracı haline getirmiştir<sup>(14)</sup>.

7. Yatırım fonlarının portföylerindeki yatırım araçlarına bakıldığında, ağırlığı özel sektör tahvillerinin oluşturduğu görülür. Fonların portföy yapısında bulunan hisse senetlerinin toplam içindeki payı %3 düzeyinde kalmıştır. Bu haliyle yatırım fonları hisse senedi piyasasına değil, tahvil piyasasına canlılık getirmiştir. Oysa ki, hisse senetleri riskli

(13) M.Şükrü TEKBAŞ, "Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyetlerinde Rekabet", Para ve Sermaye Piyasası, Yıl: 11, Sayı: 121, Mart 1989, s. 5.

(14) Enver ÇAPÇI, "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Uygulamaları Üzerine Bazı Düşünceler", Para ve Sermaye Piyasası, Yıl:11, Sayı: 128, Ekim 1989, s.5.



ama uzman kuruluşların sabit getirili tahvillere göre "yüksek kâr" sağlayacakları bir yatırım aracıdır. Nitekim, 1989 yılında alternatif yatırım araçlarından en yüksek getiriyi sağlayan menkul kıymet, hisse senedi olmuştur. Yine aynı yılda, 36 yatırım fonundan ortalama en yüksek getiriyi YKB-Hisse Fon sağlamıştır. Bu itibarla ülkemizdeki yatırım fonları hisse senedi ağırlıklı fonlar kurarak ya da bu menkul kıymete portföy yapılarında daha çok yer vererek borsada işlem yapmaktan çekinen küçük yatırımcıları kazanmalıdır.

Sonuç olarak; ülkemizde yatırım fonu kurmak bankaların asli fonksiyonları arasında yer almamasına rağmen, kurucu bankalar yatırım fonu olayına daha çok prestij açısından bakmakta ve iyi yönetilen yatırım fonu aracılığı ile kendi reklamlarını yapmaktadırlar. Dileğimiz, bankaların tasarrufları değerlendirmede yeni bir yatırım sahası olan fonları, risklerini boşaltacakları bir alan olarak görmemeleri ve sermaye piyasasının gelişmesine daha çok katkıda bulunmalarınıdır.

#### KAYNAKLAR

1. BOZKURT, Ünal. "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası, Eğitim Yayınları No:4, Nisan 1988.
2. ÇAPÇI, Enver. "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Uygulamaları Üzerine Bazı Düşünceler", Para ve Sermaye Piyasası, Yıl: 11, Sayı: 128, Ekim 1989.
3. KARAAHMET, Figen. "Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Yatırım Fonlarının Folü", Para ve Sermaye Piyasası, Yıl: 11, Sayı:128, Ekim 1989.
4. KARSLI, Muharrem. "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu", Para ve Sermaye Piyasası, Yıl:8, Sayı:93, Kasım 1986.
5. "Sermaye Piyasası Mevzuatı", Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:1, İkinci Baskı, Ankara-1988,
6. SÜNGÜ, Sevtap. "Genel Olarak Yatırım Fonları ve Türkiye'deki Uygulama", SPK-Rapor Sayısı: AGD/8716, Aralık 1987, Ankara.
7. TEKBAŞ, M.Şükrü. "Menkul Değer Yatırım Fonları", İ.Ü.İşletme Fakültesi, Muhasebe Enstitüsü Dergisi, Yıl:8, Sayı: 28, Mayıs 1982.
8. TEKBAŞ, M. Şükrü. "Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyetlerinde Rekabet", Para ve Sermaye Piyasası, Yıl: 11, Sayı: 121, Mart 1989.



9. TUNCER, Selahattin. "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu", Para Dergisi, Sayı: 13, Haziran 1982.

10. VARLIK, Levent. "Trust ve Yatırım Yöntemi", Para ve Sermaye Piyasası, Yıl:9 Sayı: 96, Şubat 1987.

11. YALKIN, Yüksel Koç. "Yatırım Fonları", Para ve Sermaye Piyasası, Yıl: 11, Sayı: 128, Ekim 1989.