

SERMAYE PİYASASI VE YATIRIM ORTAKLIKLARI

Prof. Dr. Haydar KAZGAN (*)
Asis. Murat Uğur AKSOY ()**

1. Genel Olarak

Türk ekonomisinin güncel sorunlarından biri de, özellikle sanayileşmenin hızlanması ile bir zorunluk olarak ortaya çıkan sermaye piyasasının kuruluşudur.

Sermaye piyasası kavramı, halkın elindeki birikimlerin menkul değerler aracılığıyla yatırım alanlarına akmasını sağlayan hukuken korunmuş, ekonomik, malî giderek sosyal nitelikte öğelerin etkisi altında olan bir düzeni anlatır¹. Ancak bu düzen kurulurken, önemle ele alınması gerekli bir konu da halkın bu birikimlerini güvenli ve sonucunda kendisine zarar vermeyecek bir türde sermaye piyasasına akmasını sağlamaktır.

Çok gelişmiş sermaye piyasası olan ülkelerde dahi, birikim sahiplerinin bütün piyasa devinmelerini izleyecek olanakları yoktur; bu nedenle öncelikle hangi kuruluşa yatırım yapmanın gerçeğini bilemez ve bunun da sonucundan emin olamazlar.

O halde öyle bir örgüt kurmalı ki, bu, halkın birikimini hem sanayiye, yararlı olacak türde iletсин ve hem de bunun karşılığında birikim sahibinin bu girişiminden doğacak tehlikeyi en az düzeye indirsин.

* İ.T.Ü. Temel Bilimler Fakültesi Genel İktisat Kürsüsü öğretim üyesi.

** İ.T.Ü. Temel Bilimler Fakültesi İktisadi Gelişme Kürsüsü Hukuk asistanı.

1 Sermaye Piyasasının Tanzim ve Teşviki Hakkında Kanun Tasarısı ve gerekçesi, Bölüm I.

İşte yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları olarak adlandırılan bu örgütler, birikim sahiplerinin, birikimlerini toplayıp, sanayiye bu konuda uğraşan ortaklıklar aracılığıyla iletirler. Ayrıca birikim sahibinin bu yatırım sonucu karşılaşılabileceği rizikoyu en az düzeye indirerek güven içinde olmasını sağlarlar. Böylece yatırım ortaklıkları veya fonları kanalıyla, piyasada gerekli sermaye yaratılarak, sermaye darlığı giderilebildiği gibi, yabancı sermaye gereksinmesi de önemli ölçüde azalmış olur.

Bu tür bir güven aracı olan yatırım ortaklığı kavramına ilişkin klâsik bir tanımı ilk kez 1868 de İngiliz "*Foreign and Colonial Trust*" m kuruluş belgesinde görüyoruz. Buna göre, "Yatırım ortaklığının ereği, sermaye yatırımını değişik paylara dağıtması ile rizikonun azaltılması sonucu küçük birikimcilere de zenginlerin sahip oldukları yararları sağlamaktır"².

Bu ilk tanımdan anlaşılacağı gibi, yatırım ortaklıkları, topladığı birikimleri çok sayıda pay senedine, daha genelleştirerek, menkul değerlere yatırmak yoluyla, birikim sahibinin riskini azaltmakta, diğer yandan da bu birikimlerle, bazı paylar üzerinde, birikim sahibinin tek başına üstlenemeyeceği risklere girmek olanağına da sahip bulunmaktadır³.

Ayrıca bu tanım Batı'da kapitalizmin gelişmesi ile son yıllarda kendi içinde kendine yeni bir düzen vermek zorunluluğunu da birleştiren bir çözüm yolu getirmektedir. Gerçekten bugün, her ekonomide ve her üretim dalında, çok sayıda üretim veya maliyetleri en düşük noktalara indirebilen en uygun firma ölçeklerine ulaşabilmek için gerekli olan büyük sermayelerin, bir veya birkaç birikimciye ait bulunması bir anlamda ekonomik olmaktan da çıkmıştır. Çünkü büyük ölçeklerle yapılan yatırımlar yalnızca dünya konjonktürünün gidişi dolayısıyla değil, büyük işletmeciliğin teknolojik, ekonomik ve sosyal sorunları ve yükleri dolayısıyla büyük risklere

2. Economist 1868, 346 f.

3. ÖNGÜT, İbrahim. (Yatırım Şirketleri ve yatırım fonları - İkt. Mal. Derg. C. 15, sy. 2), s. 55; TEKİNALP, Ünal, (Yatırım ortaklıklarının düzenlenmesinde temel alınabilecek iki model ve Türk sistemi - İkt. Mal. Derg. C. 19, sy. 9); s. 387.

katlanmayı gerektirmektedir. Bu risklere katlanmayı göze almadan gerek bir firmanın, gerekse hukuksal ve ekonomik yollarla birleşmiş firmalar topluluklarının piyasalarda uzun süre tutturabilmeleri, kendilerine yatırılan sermaye ve kullandıkları işgücüne piyasada geçerli olan ölçülere uygun gelir sağlayamama riskinin giderilmesine bağlıdır. Fakat bu sermayeler bir veya bir kaç kişiye ait olduğunda adı geçen risklere katlanma isteği, ancak bu bir veya birkaç birikimcinin sahibi buldukları firmaların belli yönlerden teknelci firma durumunda bulunması ile gerçekleşebilmektedir.

Bu türde ortaya çıkan teknelcilerin ulusal ekonomiler içinde ve dışında ekonomik yönden olduğu kadar sosyal ve giderek politik yönden de hoş görülmemesi, başka deyişle, ulusal ve üniversal kamu oyunun karşısında sürekli ve güçlü eleştirilere uğraması nedeniyle geleceği olmayan üretim tür ve biçimleri olarak görülmektedir.

Diğer yandan dünya'da son otuz yılda görülen ekonomik ve teknolojik gelişme sonucunda özellikle serbest piyasa ekonomisine bağlı ülkelerde firmaların, bireylerin ekonomik ve sosyal ereklere, toplumun aynı yoldaki ereklere ile zaman zaman veya belirli çalışma dallarında çelişkiye düşmektedir. Bu çelişki bir çok durumlarda kaynakların kötü kullanımı sonucunu ortaya koyduğu gibi ekonomik gelişmenin tek yapıcısı görünen teknolojik gelişmeye de ters düşmektedir.

İşte bu çelişkiyi önlemek için son yıllarda karma ekonomi düzeni içinde geleneksel devlet işletmeciliği ve özel girişim yanında üçüncü bir tip, işletmeciliğin denenmesi gerekmiştir. Bu, ekonominin yapıma en uygun teknolojilere sahip olarak ekonominin tüm hedeflerine uygun üretim türleri, miktarları ile istihdam sorunlarını bölgesel sorunlarla ve gelir dağılımı hedeflerini olumlu bir türde yapısında birleştirebilen yeni tip işletmelerde, geniş halk kitlelerini ortak etme istek ve amacının bulunduğu görülmektedir. Böylece özel hukuk kurallarına bağlı olan, başka deyişle, A. O., holding ve yatırım ortaklığını düzenleyen kurallar içerisinde, devlet bürokrasisinden ve politik etkilerden arınmış yeni bir tip işletmeciliğe kavuşulmuş olmaktadır.

İşte yatırım ortaklıklarının, yukarıda niteliklerini belirttiğimiz bu üçüncü tip işletmeciliğin uygulanması isteği ve zorunluluğu^{3a} ile ortaya çıktığını ileri sürebiliriz. Gerçekten yatırım ortaklıkları, geniş halk kitlelerinin birikimlerini, bu birikimlerin hukuksal ve ekonomik anlamda, sağlıklı kalmasını sağlayabilecek tek kuruluş olarak görüldükleri gibi, büyük işletmelerin teknolojik ve ekonomik, gidererek sosyal yararlarını, ulusal ekonomilerin plânlanmış hedeflerine uygun biçimde geliştirebilecek kuruluşlar olarak belirmektedir.

Şimdi sorun, bu kuruluşların, bu ereklerine nasıl ulaşabilecekleri konusundaki açıklamaya gelmiştir. Yukarıdaki verilerden hareketle, yatırım ortaklıkları, kendisine güvenilerek verilmiş olan birikimleri uygun gördüğü menkul değerlere yatırarak oluşturduğu portföyünde, her bir yatırımcı birikim sahibinin paymı bulunmasını sağlamalıdır⁴. Gerçekten, asıl amaç geniş halk kitlelerinin birikimlerinin, hukuksal ve ekonomik anlamda sermayenin ve gerekli gelirlerin korunması değil, bu birikimlerin belirlenmiş makro hedeflere uygun olarak kullanılmasıdır.

Yatırım ortaklıkları bu hedefleri gerçekleştirebilmek için türlü üretici ve pazarlayıcı işletmeler kurar veya varolanları yasal sınırlar içinde kendi yapılarına, portföyleri kanalıyla dahil ederken, yapacakları seçimlerde bu ikili amaca bağlı kalabilirler. Çünkü bir yandan sahipleri buldukları büyük ölçekler ve diğer yandan bu ölçekleri ve ölçeklere bağlı nitelik seçimlerini ekonomik ve sosyal koşullara uydurmadaki finansal ve yapısal olanakları ile bu ikili amacın gerçekleştirilmesi için gerekli esneklikleri sağlamaya yeterli olabileceklerdir.

Ancak ne var ki, küçük birikimciyi ürkütmeden, elindeki birikimin en iyi şekilde değerlendirilmesi de, bu birikimlerin uzman kişilerce kullanılması yolu ile gerçekleşebilir⁵. İşte birikimci, yatırım

3a GÜRİSOY, Cudi Tuncer (Sermaye Maliyeti - yayınlanmamış doçentlik tezi - İstanbul 1972), s. 167.

4 CAEMMERER, Ernst, (Gesammelte Schriften, Bd. II. Kapitalanlage - oder Investmentgesellschaften - Tübingen 1968), s. 9.

5 TEKİNALP, Ünal. (Anonim Ortaklıklar Hukukunda yeni gelişmeler, araştırmalar ve öneriler (İkt. Mal. Derg. C. 18, sy. 1), s. 14.

ortaklığı kanalıyla, birikimini uzman ve sorumlu bir kadro eliyle⁶ belirlenmiş makro hedeflere uygun olarak değerlendirmek olanağına da ulaşmaktadır.

2. Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

Yatırım ortaklıkları, 1868 den beri İngiltere'de, 1889 dan beri de Amerika'da uygulanmakta ve yararları görülmekteydi⁷. Kara Avrupasında ise, ilk kez 1923 yılında ilk tipler olarak Almanya'da görülmeye başlandı. Almanya'nın birinci dünya savaşından sonra İngiltere ve A. B. D. ile güçlü olarak özgürce yarışabilmesi için sanayisini güçlendirmesi zorunluydu. Amacını gerçekleştirmek için A.B.D. ve İngiltere'deki örneklerden hareket eden Almanya, ilk yatırım ortaklığını, bir sermaye birliği (*Kapitalverein*) olarak kurdu. Bu kuruluşun, kurumlar vergisinden kaçmak için hak ehliyeti bile yoktu. Daha sonradan kooperatife dönüşen bu örneği izleyen girişimler giderek 1950 yılında Bavyera Devlet Bankası tarafından yönetilen Münih'teki Alman Genel Yatırım Ltd. O. na değin sürmüşlerdir. Bu girişimlerin yasallaştırılmaları sonucunda özellikle bankalar 1956 yılından başlayarak yatırım fikrini kendi açılarından destekleme yolunu tutmuşlardır. Aynı yıl Dresden Bankası, yıl sonunda Deutsche Bank, yeni yatırım fonları oluşturdu⁸. Bugün de Almanya'da yatırım ortaklıkları yasal olarak Depotbank olarak anılan bir gözetici bankanın denetimi ve güvencesi içindedirler.

Görüldüğü üzere, Alman tipi yatırım ortaklıkları Anglo - Sakson tiplerinden ayrı olarak kaynak ve desteğini büyük ölçüde banka sisteminden almaktadırlar. Gerçekten ötedenberi ileri sürdüğümüz gibi Türkiye için de aynı düzenin önerilmesi ve uygulanmasında büyük yararlar vardır⁹. Gerçekçi olmak bizi bu kanıya daha da yaklaştırmaktadır¹⁰. Çünkü bugün Türkiye'de bankalar "iştirakler" adı altında hukukî bir tek veya birkaç çatı altında toplama gereğine

6 ÖNGÜT, a.g.m., s. 55.

7 BAUR, Jürgen (Investmentgesetze - Kommentar zum Gesetz über Kapitalanlagengesellschaften und zum Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile - Berlin 1970), s. 7.

8 CAEMMERER, a.g.m., s. 19.

9 Aynı kanıda bkz. TEKİNALP, Öneriler, s. 387.

10 KAZGAN, Haydar, (Sermaye Piyasası için bir teklif - Banka ve Ekonomik Yorumlar Derg. Ocak 1967, C. 4, sy. 1).

bağlı kalmadan mevduat türünde ele geçirdikleri geniş halk kitlelerinin birikimlerini yatırımlarda kullanma olanağına erişmişlerdir. Her ne kadar hukuksal açıdan mevduatın "iştiraklere" sermaye veya kredi biçiminde aktarılmasını önleyen hükümler var ise de iştiraklerde kullanılan aktiflerin, yatırılmış öz sermayenin bazan beş altı katma kadar çıkması bu savımızı doğrular niteliktedir. Bu nedenle Alman düzeninin uygulamalarında görülen gerçekçilik ve zorunluk bugünkü Türkiye için de geçerlidir demekte yarar vardır.

Bankaların yatırım ortaklıkları kurarak bir yandan küçük birikimleri güvenli ve zaman içinde enflasyon nedeniyle sermaye kayıplarını önleyici, diğer yandan risklerle oranlı olarak temettü sahibi bulabilecek sanayi işletmelerinin doğuşunu veya var bulunanların güçlenmelerini sağlamalarının Türkiye açısından pratik bir yararı daha vardır. Şöyle ki; yatırım ortaklığına yatırılan küçük birikimlerin, bütün alternatiflerde olduğu gibi kuruluş, piyasaya giriş için gerekli olan ve ülkemizde son yapılan araştırmalara göre en az üç yıl süren zamanı beklemeden bir gelir sağlamaları ancak bankalar gibi geniş ön finansman kaynaklarına sahip bulunan kuruluşların aracılığı veya varlığı ile olanaklıdır. Böylece bankalar sürekli olarak halka açılma yoluyla yatırım ortaklıklarının kendilerine yüklediği finansman yükünü kısa bir devrede ortadan kaldıracırlar. Böylece bu mekanizma finansman yükü olmadan birbirini destekleyen devreler halinde gelişebilir.

Gerçekten bu güne değin geniş halk kitlelerinin birikimleri güvenilir olması nedeniyle, büyük ölçüde bankalarda toplanmış olup 1950 yılında 578 milyon lira olan bankalardaki birikim, 1970 yılında 20 milyar lirayı geçmiştir¹¹. 1973 de 50 milyara ulaşmıştır. Henüz Türkiye'de iki tane yatırım bankası vardır. Bankalar, Türkiye Sınaf Yatırım Bankası ve Türkiye Sınaf Kalkınma Bankalarıdır. Ancak yukarıdaki verilerden hareketle, giderek bu tür bankaların yaygınlaşması ve çoğalması gerekecektir.

3. Yatırım Ortaklıklarının Nitelikleri

Bir yatırım ortaklığının ne olduğunu özellikle Alman Yatırım Ortaklıkları Yasasının 1. paragrafının, 1. bendi açık olarak tanımla-

¹¹ Sermaye piyasasının tanzim ve teşviki hakkında kanun tasarısı 1/334, Gerekeçe.

mıştır. Buna göre "yatırım ortaklıkları öyle girişimlerdir ki, bunların işlem alanları, kendilerine yatırılmış parayı kendi adına ve yatırımlar 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."

Bu tanımdan hareket edildiğinde bir yatırım ortaklığının holdingten, katılma ve yönetim ortaklıklarından ayrılığı açıkça belirir. Gerçekten iktisadî açıdan da Anglo - Sakson tipi holdingler ile yatırım ortaklığı arasındaki ayrılık, holdinglerin türlü ekonomik ve giderek sosyal eylemde bulunacak A.O. ları kurmak, yönetimine katılmak ve bu ortaklıkları bölümsel olarak veya tamamın halka açmak gibi çok yönlü olmalarıdır. Nitekim sermaye piyasasına bakıldığında bu holdinglerin pay ve borç senetlerini bulabileceğimiz gibi, holdingin bütününe veya bir bölüm paylarına sahip olduğu A.O. ların pay ve borç senetlerinin işlem gördüğünü saptayabiliriz. Oysa ki, yukarıda da açıkça anlaşıldığı üzere, yatırım ortaklıkları bir portföy kuruluşudur, başka bir deyişle, bunların aktifleri çeşitli A.O. ların ve bu arada holdinglerin ve giderek başka benzer kuruluşların pay senedi ile borç senetlerinden oluşur. Ayrıca yatırım ortaklıklarının sermaye piyasasında büyük ölçüde pay ve borç senedi alıcısı olarak çıkmaları bunların, bu değerleri çıkarmış bulunan çeşitli kuruluşları hukuksal açıdan değilse bile ekonomik açıdan denetleyebileceği gerçeğini de görmek olanaklıdır. Giderek bunlar bir yerde konjonktüre çok duyarlı ve esneklik gitebilecek bir politika ile yalnız sermaye piyasasını değil, ekonomik gelişmeyi bile düzenleyebilirler. Nitekim Almanya ve İtalya'da karma ekonomide devlet müdahalesi büyük ölçüde bu kuruluşlar aracılığıyla gerçekleştirilmekte ve bu nedenle de piyasa mekanizmasını zedeleyici olmaktan uzak kalabilmektedir.

Böylece bir holding olmayan yatırım ortaklığı, holding yapısında toplanmış A.O. lıkların işletme rizikosunu da üstlenmekten uzak kalır¹².

12 Sermaye Piyasası Semineri, s. 171 (Türkiye Ticaret Odaları, Sanayi Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği - Ankara 1965). ATUK, Bülent (Sermaye Piyasasının Gelişmesi ve Yatırım Ortaklıkları - Banka ve Ekonomik Yorumlar Derg. Eylül 1973), s. 43.

Yatırımların riskin bölüşülmesi ilkesine göre yapılacağı açıktır. Bu da ancak çeşitli paylara yatırım yapmakla olanaklıdır. Böylece piyasada değerın düşmesi veya bazı ortaklıkların çalışma alanlarından çekilmesi sonucu doğacak riziko önlenmiş olur; fakat askerî, politik veya büyük ölçüde bir ekonomik kriz sonucu önemli konjonktür dalgalanmalarının yaratacağı riziko ise genelliği nedeniyle önlenemeyecek niteliktedir. Bunu belli ölçüde hafifletmek ise taşınmaz yatırım yapmakla söz konusu olacaktır.

4. Yatırım Ortaklıklarının Yapısı

a. Ortaksal çözüm yolu

Yatırım ortaklıklarında hukuksal düzenleme olarak üç model belirir. İlk model yatırım ortaklığının bir A. O. olarak, ortaklarının kendisine verdiği biriktirimlerle, kendisinin yatırımında bulunmasıdır. Bu modelde yatırım fonu A. O. m malvarlığı içeriğindedir. A. O. m esas malvarlığı, işletme sermayesi dışında menkul değerler portföyünden oluşur. Böyle bir ortaklığın pay senetlerine sahip olan kişi, ortaklığını menkul değerler portföyüne katılmış olur¹³. Bu tür bir modele ortaksal model denir. Ortaksal model A. O.'a ait ilkeler¹⁴ ve kurallar üzerine kurulur¹⁴. Ortaksal çözümü benimseyen düzenlerde ortaklık malvarlığı yanında özel bir malvarlığı yoktur. Riskin dağılması ilkesi bu modelde yasa buyruğu olarak ortaya çıkar ve ortaklık malvarlığının aynı ortaklığın menkul değerlerine ya da aynı tür menkul değerlere yatırılmasının önlenmesi ile gerçekleşir¹⁵. Bu düzende yatırım ortaklığının kazancını, menkul değerler portföyünden elde edilen kâr paylarının tamamını meydana getirir ve bu kâr A. O. ilkelerine uygun olarak pay sahiplerine dağıtılır.*

Bu ortaksal modelde ortaklık ya (*closed - end*) kapalı, ya da (*open - end*) açık ortaklık olarak kurulur. Kapalı ortaklıkların anlaşmazlıkları ile saptanmış belirli bir sermayeleri varolup, bu sermayenin çoğaltılıp azaltılması anlaşmazlığının değişimini gerektiren formalitelere bağlıdır¹⁶. Açık ortaklıklar sermayeleri her zaman de-

13 CAEMMERER, a.g.m., s. 9.

14 TEKİNALP, İki model, s. 388.

15 TEKİNALP, İki model, s. 389.

16 ÖNGÜT, a.g.m., s. 63; MEYER - CORDING (Investment Gesell-

ğişebilen müseccel veya değişir sermayeli ortaklıklardır. Bu tür ortaklıklarda sermaye en yüksek bir sınır içinde çoğaltılabileceği gibi, pay senetlerini geri satılma yoluyla azaltılabilir de. Bunun için ayrıca anasözleşme değişikliğine gitmeğe gerek yoktur.

Müseccel sermaye düzeni kara Avrupasına yabancı olduğu için, Almanya ilk denemelerinde ortaksal çözümü benimsemişti ve kapalı ortaklık türünü uyguluyordu. Zorluk özellikle vergi alanında ortaya çıktı. Kâr dağıtan ortaklık, kârından kurumlar vergisi ödedikten sonra kârı pay sahiplerine iletirken, bu gelir üzerinden yeniden vergi ödediği takdirde aynı gelir iki kez vergilendirilmiş olmaktadır¹⁷. Bu sakıncaları önlemek isteyen Almanya güvenilir kişi eliyle yönetim modelini kendisi için çözüm yolu olarak gördü.

Ancak gerçekte ortaksal modelde portföyün sağladığı kârlar portföye giren A. O. m veya benzer kuruluşların sağladıkları kârların tahsili ile ortaya çıktığından çifte vergilendirmeden söz etmek doğru olmaz. Çünkü aracı kuruluşların kârı vergileme tekniğine göre portföy kuruluşlarının kârının sağlandığı yıl değil, ertesi yıl vergilendirilmiş olmaktadır. Aracı kuruluşun bu şekilde tahsil ettiği kârların kurumlar ve gelir vergisine tâbi olmaları vergileme tekniğine uygundur. Ancak burada vergiyi erteleme kazancı sağlanmış olmaktadır. Kaldı ki, bu tip aracı kuruluşların gerek portföyündeki pay senetleri ve gerek borç senetlerine katılma belgesi de bir tür pay senedir ve vergi yönünden nama yazılmamış olması da bir avantaj sağlamamaktadır. Şöyle ki, nama yazılmamış olunması kurumlar vergisinin yanında gelir vergisi yükünü yalnızca stopaj ile kısıtlamış olur. Gerçekten geniş halk kitlelerinin birikimlerini değerlendiren kuruluşların pay ve borç senetlerinin hamiline yazılı olması bireylere dağıtılan temettü ve faizlerin düşük düzeyi nedeniyle gelir vergisi kaybı getirmemektedir. Doğal olarak bu konuda kesin bir yargıya varmak, gelir vergilerinin müterakkiliğine ve en alt gelir dilimleri ile bunlara ait vergilendirme oranlarına bağlıdır.

schaften, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Konkursrecht 115. Band - Stuttgart, 1952), s. 72; AKSOY, Murat Uğur (Yatırım Ortaklıklarının Temel Kavramları Üzerine - İkt. Mal. Derg. C. XX, sy. 11), sy. 416.

17 MEYER - CORDING, a.g.m., s. 72.

Örneğin, ülkemizde dilimler çok düşük düzeyden başladığı ve vergileme oranları en düşük dilimlerde önemli düzeylerde bulunduğu için hâmiline yazılı olma, pay sahiplerine vergi tasarrufu ortalaması olarak % 36 nm altında bir oran üzerinden gelir vergisi ödeyen yükümlülere bu vergi tasarrufu sağlamamaktadır.

b. *Güvenilir kişi eli ile yönetim*

Bu düzenlemede yatırımı işletecek ve yönetecek olan ortaklık, ya da bir yöneticiler grubu, kendisine verilen para veya diğer değerlerle, menkul değerler alır ve bu yolla oluşan portföyü yatırımcıların hesabına güven ilkelerine uygun olarak yönetir¹⁸.

Güvenilir kişi eli ile yönetim modelinde, fonun yöneticisi bir A. O. veya bir Ltd. O. olabilir. Giderek bu yöneticinin tek bir firma olan bir banka veya kolektif ortaklık olması dahi düşünülebilir¹⁹. Ancak güvenilir kişi eli ile yönetimde fon, yönetici tüzel kişinin malvarlığından kesinlikle ayrı tutulur²⁰. Gerçekten 1970 tarihli Alman Yatırım Ortaklıkları Yasasının 6/1 paragrafı güvenilir kişi eli ile yönetim sistemini şöyle belirtmiştir.

"Yatırım ortaklığında katılma belgeleri karşılığında yatırılan para ve bununla oluşan malvarlığı nesnelere, birlikte bir özel malvarlığı oluştururlar. Özel malvarlığına ilişkin şeyler, yatırım ortaklığının katılma belgesi sahipleri ile olan hukuki ilişkisinin saptanmış bulunduğu sözleşme uyarınca, yatırım ortaklığının mülkiyetinde veya belge sahiplerinin müşterek mülkiyetinde bulunur. Özel malvarlığını yatırım ortaklığının kendi varlığından ayrı tutmak gerekir."

Yukarıdaki tanımda yatırım ortaklığının mülkiyetinde olmak deyimini biçimsel bir nitelik taşır, gerçekte bu durumda dahi fon, ekonomik olarak katılma belgesi sahibinin mülkiyeti altındadır²¹. Mül-

18 TEKİNALP, iki model, s. 389.

19 MEYER - CORDING, s. 73.

20 CAEMMERER, Kapitalanlage, s. 10.

21 THOMAS, Jürgen (die rechtsgeshäftliche Begründung von Treuhandverhältnissen - NJW 1968, s. 1705 v.d.), s. 1706; ayrıca bkz. ÖZSUNAY, Ergun, (İnançlı Muameleler - tez. İstanbul 1970), s. 126 vd. Güvenilir kişi, nesne üzerinde yalnızca egemenlik hakkına dayanarak elde ettiği getirileri, yararlanma hakkı sahibi olan

kiyet burada ortaklığın tasarruf olanağını güçlendirmek bakımından zilyedlikten daha üstün bir kavram olması nedeniyle kullanılmıştır²². Yatırım ortaklığının iflâs durumunda katılma belgesi sahibinin özel malvarlığı üzerinde özelleştirilmiş bir üstün hakkı olduğu gibi, üçüncü kişinin özel malvarlığına ait nesnelere üzerinde yapacağı bir cebri icrada da katılma belgesi sahibinin itiraz hakkı vardır.

Güvenilir kişi eliyle yönetim düzeni uzun denemelerden sonra benimsenmiş modern bir çözüm yoludur.

e. Fonun müşterek mülkiyet içeriğinde olması

Fonu oluşturan ögeler ortaksal çözüm yolu ve güvenilir kişi eliyle yönetim dışında, yatırımcıların müşterek mülkiyeti altında da bulunabilir. Nitekim Alman Yatırım Ortaklıkları Yasasının 6/1. paragrafı fonun "*katılma belgesi sahiplerinin müşterek mülkiyetinde*" bulunabileceğini de bir yönetim yolu olarak öngörmüştür.

Müşterek mülkiyette, birden fazla kişi belirli paylarla fona birlikte maliktirler. Bu anlamda her paydaş yatırımcı, kendi payı oranında, fon üzerinde tasarruf işlemleri yapabilme yetkisine sahiptir. Yatırımcı, mülkiyet hakkının doğal sonucu olarak, bu yetkiyi diğer paydaşlardan bağımsız biçimde kullanabilir. Ancak yatırımcı için, müşterek mülkiyet hakkının yapısı gereği, fonun yönetim ve kullanımında aynı bağımsızlık söz konusu değildir.

Böyle bir durumda, fonu yöneten ortaklığın yönetim erki yatırımcıların ortaklığa birlikte vermiş oldukları yetkiye dayanarak gerçekleştirilebilir. Bu erkin, hiç kuşkusuz, ortaklık ile fon üzerinde müşterek malik olan yatırımcılar arasındaki sözleşmeye göre belirlenmesi gerekir.

5. Türkiye'de Yatırım Ortaklıkları

a. Kuruluş modeli

Türkiye'de sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetimi hakkında yasa tasarılarının yatırım ortaklığı adı altında getirmek iste-

gerçek hak sahibine verecektir. Bu nedenle güvenilir kişi temelinde mülkiyetin malvarlığı hakları ile donanmış değildir.

22 BAUR, a.g.e., s.124.

diği kurumlar, bir banka tarafından yönetilmesi öngörülen ve yatırım fonları adını alan kurumlardan çok daha değişiktir. Yatırım fonlarının Türkiye'de düzenlenme türü biçimsel yapısı ile Almanya'da yatırım ortaklığı adı verilen ve güvenilir kişi eliyle yönetimi öngörmüş düzene benzerler iken, Türk yatırım ortaklıkları yalnızca A.O. olarak örgütlenme yoluyla ortaksal modeli benimsemişlerdir. Bu nedenle Türkiye'de, bu tasarımlara göre, yatırım ortaklıkları bir özel malvarlığı oluşturmak zorunda değildirlir. Yatırım ortaklığının öz malvarlığı ile yatırım portföyü aynıdır. Yalnızca küçük bir bölüm işletme sermayesi için ayrılmıştır²³. Böylece A. O. m çıkardığı pay senetlerine sahip olanlar, aynı zamanda menkul değerler portföyünün de sahibi olurlar.

Ancak Türkiye'de A. O. olarak örgütlenebilecek yatırım ortaklıklarının ortaksal modeli benimsemeleri, malvarlıklarının yalnızca portföyden ibaret kalması ve küçük bir işletme sermayesi ile yetinmek zorunda bulunması gibi bir takım ekonomik sakıncaları doğurabilir. Ayrıca daha önce de belirtildiği gibi makro hedeflere hizmet eden aracı kuruluş olarak da gücü yeterli olmayabilir. Bunun nedeni sermaye piyasasının henüz oluşmakta bulunduğu bir ülkede bulunmamızdır. Gerçekte böyle bir aracı kuruluştan asıl beklenen pay ve borç senedi satın almakla piyasada ortaklaşmayı desteklemek kadar, hangi ortaklıkların desteklenmesi sorununun da ağır basmasıdır.

Denetleme olanakları ne olursa olsun böyle bir aracı kuruluşun portföyü için yapacağı seçim, yalnızca ortaklar açısından risk dağıtma ve yatırılan paraya piyasa rayiçlerine uygun gelir sağlama ve sermayenin reel değerinin korunması ile sınırlı kaldığı takdirde, böyle bir kuruluş kısa sürede piyasada güçlü A. O. ların kolay ve ucuz finansman aracısı durumuna girebilir. Böyle bir durum, ancak bu A. O. ların makro hedeflerin gerçekleşmesine öncelik verenler veya hiç olmazsa mikro hedefler ile makro hedefleri az çok birleştiren ortaklıklar karşısında istenebilir. Oysa bugün banka sistemi ile birçok aile A. O. larının kurmuş olduğu ilişkilerde görüldüğü gibi fonların büyük ölçüde spekülasyona ve montaj sanayilerine akmasına

23 TEKİNALP, Ünal, (Sermaye Piyasası Semineri tebliği), s. 16.

aracılık eden kuruluşlar biçimini alması da beklenebilir. İşte buna engel olabilmek için bu gibi kuruluşların portföy seçiminde bir takım ölçümlerin bulunması gereklidir kanısındayız.

Türkiye'de yatırım ortaklıklarının müseccel sermayeli olması öngörülmekte, bunun sonucunda da yatırım fonları sabit nitelik taşımaktadır. Sermayenin müseccel olmasının özelliği genel kurul kararı olmaksızın yönetim kurulu kararı ile tabandan önceden saptanıp kayıt edilmiş bir üst değere kadar yükseltilebilmesidir. Bu nedenle de müseccel sermaye ile değişir sermaye ayrı kavramlardır. Müseccel sermayeden taban ve tavan arasında verilecek her karar sermayeyi yeni bir karara değin sabitleştirdiğinden, Türkiye'de yatırım ortaklıkları (*closed - end*) kapalı sistem üzerine kurulmuş olacaklardır²⁴. Bunun sonucu kendi ihraç ettiklerini yeniden geri alamayacaklardır.

Diğer yandan yatırım ortaklıklarının işletme sermayesi ile yatırım fonunun nakit bölümü arasında bir ilişki kurmak zorunluluğu da vardır. Önce bunlar bir işletme niteliğinde olacakları için türlü maaş ve benzeri ödemeleri yapmak için bir bölüm döner sermayeye gereksinmesi olacaktır. Fakat asıl önemli olan bunların piyasadan satın alacakları pay ve borç senetlerine yatracakları paralarla ilgili olan bölümdür. Gerçekten bunların ortaklık belgesi satmak yoluyla sağlayacakları nakitler, doğrudan doğruya bu satın almalara yöneltilen olacaktır ama, önemli olan bunların sermaye piyasasında öncelikle kendi ortaklık belgelerinin değerini korumak ve bu belgelerin değer kaybetmesine neden olacak birçok A. O. arasındaki yarışma ve bu yarışmaya bağlı spekülasyonları önleyici müdahaleleridir. Bu müdahalenin gücü de yalnızca eldeki nakitlere bağlı kalacaktır. Bunun için yatırım ortaklıklarının bir yerde en önemli sayılabilecek riskleri ortadan kaldırmaya veya denet altına almaya yeterli nakite veya bu nakdi kendisine sağlayabilecek bir banka sistemine gereksinmesi olacaktır.

Kanımızca, banka sistemi dışında kalan veya onunla hukuksal bağlantısı olmasa bile, bankanın ekonomik desteğini almamış bir yatırım ortaklığı, istenileni ülkemiz koşulları içinde hiçbir zaman veremeyecektir.

24 II. Ticaret Banka Hukuku Haftası - Investment Trust - 18.5.1961 (Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü Yayını - Ankara 1961), s. 8.

b. *Yatırım sınırı :*

Türkiye'deki tasarılar da yatırım ortaklıklarının özenle gözetileceği bir nokta da kendi çıkarmış olduğu sermayesinin % 10 undan fazlasını bir tek ortaklığın pay ve borç senetlerine yatıramayacağı hükmüdür (Tasarı 2, m. 45).

Çıkarılmış sermaye, bir halka açık A. O. m satışı yapılmış pay senetlerini temsil eden²⁵ sermayedir. Böylece bir örnek vermemiz gerektiğinde 50 milyon TL. sermaye çıkarmış olan bir yatırım ortaklığı, (A) ortaklığının pay senetlerini satın alırken, kendi malvarlığında yer alan (A) ortaklığının menkul değerlerini hesaplayacaktır. Eğer yatırım ortaklığının malvarlığında (A) ortaklığının 2 milyon TL. değerinde menkul değeri var ise, yatırım ortaklığı % 10'u tamamlamak için 3 milyon TL. hk daha menkul değeri (A) ortaklığından satın alabilecektir. Böylece her ortaklığın menkul değerlerine % 10 luk bir sınır koyan yasakoyucu riskin dağıtım ilkesini gerçekleştirmiş olmaktadır.

Bunu sınırlama, tasarıya göre, bir süre için aşılabılırsa de, bunun en geç altı ay içinde tasfiyesi gerekecektir.

İkinci tasarının m. 45/son hükmü, yönetim hakkının kullanılması bakımından bir kısıtlama getirmiş ve yatırım ortaklıklarının, hiç bir ortaklığın sermayesinin % 10 undan fazlasına sahip olamayacağı hükmünü koymuştur. Ancak yatırım ortaklığı bir halka açık A. O. m pay senetlerini almışsa, bu ortaklıkta taban sermaye, tescil edilmiş sermaye ve çıkarılmış sermaye olarak üç nitelikte sermaye olabileceğine göre, oy sayısını hangisine göre saptamak gerekecektir. Kanımızca, burada gerçek oy sayısını belli eden çıkarılmış sermayeli oy hakkı, bunun % 10'u olarak hesaplanmalıdır.

Böyle bir hükmün öneriliş nedeni de, yatırım ortaklığını holdingleşmeden korumak ve diğer ortaklıkların yönetimine katılma yoluyla aralarında bir ayrıcalık gözetmesini önlemektir²⁶.

25 Sermaye piyasasının tanzim ve teşviki hakkında kanun tasarısı 1/334, m. 2/8.

26 Sermaye piyasası semineri, s. 172.

Ancak yatırım ortaklıklarının hiçbir ortaklığın sermayesinin % 10 undan fazlasına sahip olamayacağı hükmü de doyurucu değildir. Uygulamada başka yollardan bu sınırı aşmak olanaklıdır. Böyle bir kısıtlama ekonomik entegrasyonların hukuksal bölünmelerine neden olmaktadır. Şöyle ki; aslında ekonomik olarak birbirine bağlı, yani bir entegrasyon içinde olan ve tek merkezden yönetimleri, varolan teknolojik ve ekonomik koşulların bir gereği olan işletmeler topluluğu, bir A. O. altında toplanmak yerine, sırf bu % 10 gibi sınırlamalar nedeniyle, çok sayıda A.O. altında toplanabilir. Böylece yatırım ortaklığı ile bağlantısındaki istenilen kısıtlama da kaldırılmış olur. Bunun en büyük sakıncası ise, bu A.O. ların ekonomik olarak birbirlerine sıkı sıkıya bağlı bulunmaları, yatırım ortaklığı karşısında bir güç durumuna gelebilmeleri ve temettü politikalarını kendi amaçlarına uygun biçimde yürütebilmeleridir. Oysa, yatırım ortaklığı, bu işletmeler topluluğu içinde en stratejik durumda olan bir veya birkaç işletmenin sermayesinin % 50 sine sahip olursa, bunlarla ilgili portföyünde risk dağıtımını kendi isteğine göre yapabilir ve kendisine karşı tekeli bir birleşmeye gitmelerini ve kötüye kullanımlarını önleyebilir.

Kanıımızca, yatırım ortaklıklarının ekonomimizde yaratacakları en önemli güç "promoter" yani, düzenleyici ve destek olmalarıdır. Bu nedenle, ulusal ekonomiye katkısı yüksek olan A. O. ların pay ve borç senetlerinin büyük alıcıları olmaları, bunlara halkın birikimlerini yöneltmeleri sınırlanmamalıdır. Ülkemizde sermaye birikmeden, birikime set çekmek gibi konulan kısıtlamalar gelişmeyi engeller. Bir yerde ekonomik açıdan birikim gerekli ve giderek kaçınılmazdır. Özellikle dış piyasalardaki dev kuruluşlarla yarışabilecek iç kuruluşların bütün anlamları ile birikimi gerçekleştirmiş işletmeler olması gerekir. Bu böyle iken, sermayenin birkaç işletme içinde toplanması ile meydana gelecek tekellerin ülke ekonomisi bakımından zararlı devinmeleri önleme yolu da, bu örgütlenmenin içinde olan bir kuruluşun kamu yararına olan uyarıları ve ekonomik hedefler bakımından diyalog kurulabilecek türden olmasında yarar vardır. İşte yatırım ortaklıkları bu diyalogu sağlayabilecekleri için bunların bir A. O. m sermayesinin en fazla % 10 una sahip olması gibi belirli bir kural gerçek dışı olabilmektedir.

6. Yatırım Fonları :

a. Kuruluş :

Yukarıda da belirtmiştik, kötü deneyler yüzünden balkın sermaye ortaklıklarına pay senedi satın alarak katılması kendisine güven verici olmamaktadır. Buna karşılık banka sisteminde ise halkın alışmışlığı nedeniyle olsa gerek büyük güven mevcuttur²⁷. Nitekim bunu gören yasa koyucu, ikinci tasarımların m. 34 hükmü ile yatırım fonunun yalnızca banka eliyle işletilebilmesini öngörmektedir. Böylece yatırım fonu, yatırım ortaklığı kavramından ayrı olarak, halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak nakitler ile, riskin dağıtılması ilkesine göre, yasa ve fon tüzüğü hükümleri uyarınca belge sahipleri hesabına menkul değerler portföyü işletme amacıyla bir banka tarafından kurulan fon olarak tanımlanmıştır.

Gerçekten bir banka kanalıyla örgütlenme, ortaksal model üzerine kurulu bir yatırım ortaklığına katılmaktan daha güven vericidir. Ülkemizde banka sisteminin katkısı ve girişimi olmadan bir sermaye piyasası düşünülemez. Bu nedenle yatırım fonlarından hareket ederek, yatırım ortaklıkları kurmak — Almanya'da olduğu gibi — kanaatimizce daha elverişlidir. Şöyle ki, kuruluşta bir veya birkaç bankaya ait olacak yatırım fonu halkın güvenini sağlayacak duruma eriştikten sonra ve bir bölüm ortaklık belgelerinin bankanın elinde kalması koşulu ile yatırım ortaklığına dönüşebilir. Böylece bağımsızlığa kavuşmanın birçok pratik yararından başka, eskiden bağlı olduğu bankanın yatırım politikasından koparak daha tarafsız ve daha ulusal kuruluş durumuna gelebilme olasılığı da vardır.

Pratik yararların başında deneySELLİK kazanmış yönetici veya diğer personelin yetkilerini kullanmakta bağımsız olmaları ve çabuk karar alabilmeleri gelir. Fonun sermaye piyasasının hızla gelişen ve değişen koşullarına bir bankanın kendi içinde sınırlı politikasına bağlı olarak uyumu zordur. Oysa bağımsız bir kuruluş durumuna gelince bu uyum kolaylaşır ve özellikle portföyün istenilen risk düzeyinde sürekli olarak tutulabilmesi olanak kazanır.

27 KAZGAN, a.g.m., s. 16.

b. *Fonun oluşum yöntemi :*

Bir yatırım fonu ya nakit (*cash*), ya da tahsis (*appropriation*) yöntemleri üzerine kurulabilir. Nakit yönteminde, önce katılma belgeleri halka sunulur, bu sunuş sonucu toplanan nakit biriktirimler menkul değerlere veya fonun yapısına göre taşınmaza yatırılabilir²⁸. Bu yöntemin yararı, yatırım fonunu yöneten ortaklığın her rizikodan uzak olmasında görülmektedir. Böylece yönetici ortaklık veya banka, yatırım değerlerini fonun kurulması için kendisine ödenmiş olan miktar oranında finanse ederek risk altına girmekten kurtulur.

Yatırım fonlarının oluşturulmasında uygulanan ikinci yöntem tahsis yöntemidir. Tahsis yönteminde fon yöneticisi kuruluş önce yatırım fonunda yer alacakdeğerleri oluşturur, sonra bu fonun değeri oranında katılma belgesi çıkartır. Böylece elde edilen fon içeriği ilk olarak yönetici kuruluşun mülkiyetine girer ve onun bağımsız tasarrufu altında bulunur²⁹.

Türkiye'de yapılan tasarılar tahsis yöntemi öngörülmüştür. Buna göre, yatırım fonu kurucusu banka, önceden menkul değerler portföyünü oluşturacak ve katılma belgelerini halka satacaktır.

Gerçekten ikinci tasarı m. 38 de, kurucu bankanın, yatırım fonu kurulması için fon tüzüğünde öngörülen tutarın avans olarak tahsis edileceği hükmünü koymuş ve bankanın bu tutar ile menkul değerler portföyü kuracağını belirtmiştir. Katılma belgelerinin halka sunulması ise bu işlemden sonra olacaktır. Ancak katılma belgelerinin halka satışından sonra elde edilen paradan, banka avansını geri alacaktır (m. 38).

Fonun kuruluşunda kurucu bankanın bir avans sağlaması gerekli olmakla birlikte bankanın bu avans üzerindeki faiz yürütme hakkı ve bu faiz oranının da saptanmasında yarar olduğu kuşkusuzdur. Çünkü ülkemizde bankaların fonlarının kendilerine maliyetinin daha uzun bir süre ortalama % 10 un altına inmeyeceği bir gerçek olarak kabul edilmelidir.

28 MEYER - CORDING, a.g.m., s. 75.

29 BAUR, a.g.e., s. 129.