

6362 SAYILI SERMAYE PİYASASI KANUNU'NDA KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI VE ÖZELLİKLE DEĞİŞKEN SERMAYELİ YATIRIM ORTAKLIĞI*

Doç. Dr. Füsun Nomer Ertan**

6.12.2012 tarihinde kabul edilen 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda¹ iki yeni kavram görmekteyiz: Kolektif yatırım kuruluşu ve değişken sermayeli yatırım ortaklığı. Kolektif yatırım kuruluşu yeni bir kavram olmakla birlikte, hukukumuzda ilk defa düzenlenmiş değildir. Kolektif yatırım kuruluşlarının türlerinden olan yatırım fon ve ortaklıkları zaten 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanununda düzenlenmiş olan ve yıllardır uygulamada rastladığımız müesseselerdir. Ancak değişken sermayeli yatırım ortaklığı yeni bir kavram olmanın yanında, Türk hukukunda da ilk defa 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kabul edilmiş bir müessese, yeni bir anonim ortaklık türüdür. Aşağıda hukukumuzda yeni giren bu iki kavram incelenecektir.

I. KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞU

1. Amaç

Tarihi 1800'ü yıllara kadar giden kolektif yatırım kuruluşlarının amacı *halktan toplanan paralarla oluşturulan portföyü riskin dağıtılması prensibine göre ve uzmanların yardımı ile işletmektir*². Özellikle küçük tasarruf sahiplerine büyük sermayedarların sahip olduğu avantajları sunma gayesiyle, yine küçük tasarruf sahiplerinden toplanan paralar ile oluşturulan portföy, çeşitli değerlere yatırım yapılmak suretiyle işletilmektedir. Bu değerler kıymetli evrak, menkul kıymetler, gayrimenkul, altın ve kıymetli madenler gibi yatırım yapmaya uygun her türlü malvarlığı değeri olabilmektedir (SPK m.48/I).³

* Bu makale hakem incelemesinden geçmemiştir.

** İ. Ü. Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyesi

¹ RG 30.12.2012-28513.

² Tarihte ilk yatırım şirketi olarak Hollanda Kralı Wilhelm tarafından 1822'de Brüksel'de kurulan "Société générale des Pays-Bas" gösterilmekle birlikte, bugünkü anlamda asıl amaç ve faaliyet konusu, halktan topladığı paraları riskin dağıtılması prensibi çerçevesinde çeşitli menkul kıymetlere yatırmak olan şirketler ilk olarak 1860'lı yıllarda İngiltere'de Investment Trust adı altında kurulmuşlardır. Bkz. Liefmann 148 vd, 167 vd.; Vural 30 vd.

³ Bu değerler yeni SPK m.48'de sermaye piyasası aracı, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklar olarak gösterilmiştir. Esasen müşterek yatırım kuruluşlarını düzenleyen her bir Sermaye Piyasası Kurulu tebliğinde ilgili müşterek yatırım kuruluşu türünün portföyünde hangi değerlere yer verebileceği ve yatırım yapabileceği detaylı olarak gösterilmiştir.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 35. maddesinin b) bendinde “Kolektif Yatırım Kuruluşları” Sermaye Piyasası Kurumlarından biri olarak gösterilmiştir. 48 ilâ 56. maddeler arasında ise kolektif yatırım kuruluşu üst başlığı altında yatırım ortaklıkları, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, yatırım fonları ve portföy yönetim şirketleri düzenlenmiştir. Ancak bu noktada önemle ekleyelim ki, kolektif yatırım kuruluşu kavramı esas itibariyle yatırım ortaklıklarını ve yatırım fonlarını ifade etmektedir. Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları da, yatırım ortaklıklarının bir türü olarak kolektif yatırım kuruluşudur. Portföy yönetim şirketleri ise ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan anonim ortaklıklardır (SPK m.55). Diğer bir ifade ile, yeni Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde yatırım fonu kurabilecek ve yönetebilecek olan ortaklıklar, portföy yönetim şirketleridir.⁴

2. Temel İlkeler

Kolektif yatırım kuruluşlarının kuruluş ve faaliyetlerinde şu üç temel ilkeye uyulması esastır:

- Portföyün halktan toplanan sermaye ile oluşturulması (kolektif sermaye),
- Portföyün riskin dağıtılması ilkesine göre yönetilmesi,
- Portföyün uzmanlarca yönetilmesi.

Önemle ekleyelim ki, bu ilkeler günümüze gelinceye kadar zamanla hemen her hukuk düzenine birer olmazsa olmaz koşul (conditio sine qua non) olarak girmiştir.⁵ Türk hukukunda 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu döneminde çıkartılmış olan yatırım fon ve ortaklıkları ile ilgili Tebliğler incelendiğinde, istisnasız tüm Tebliğlerde bu ilkelerin gözetildiği görülmektedir.⁶

Örneğin, Seri: VI, No.30: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği m.21.

⁴ 2499 sayılı mülga SPK m.37’de yatırım fonlarını kuran, temsil eden yöneten veya yönetimini denetleyen müesseseler “kurucu” kavramı ile ifade edilmiş olmakla birlikte, 2499 sayılı mülga SPK m.38/III’de yatırım fonu kurabilecek müesseseler olarak bankalar, sigorta şirketleri, aracı kurumlar ile kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanunun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar sayılmıştır. (506 sayılı Kanunun geçici 20 maddesi uyarınca kurulan sandıklar 5510 sayılı Kanunun 106/son maddesi uyarınca Sosyal Güvenlik Kurumuna devredilecekler ve bu devir işlemlerinin tamamlanmasından sonra adı geçen geçici 20. madde yürürlükten kalkacaktır)

⁵ Örneğin, Avrupa Birliği hukukunda: Kolektif yatırım kuruluşlarının (undertakings for collective investment) düzenlendiği 2009/65 EEC sayılı UCITS-Yönergesi’nin 1/II, 49-57 maddeleri; Alman hukukunda: Investmentgesetz § 2/II, 2/5; Lüksemburg hukukunda: Loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif art.1; İsviçre hukukunda: Kollektivanlagengesetz Art.7, 18a,57, 62.

Bu ilkeler hakkında detaylı bilgi için bkz. Nomer 7 vd.

⁶ Örneğin: Seri: VI, No.30 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde: m.5,17,19,21. Seri: VII No.10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde: m.4/I, 13, 42.

3. Türleri

Kolektif yatırım kuruluşları iki farklı türde kurulabilmektedirler:⁷

a) Kolektif yatırım kuruluşunun sınırsız olarak yeni hisse ihraç edebildiği ve hissedarların hisselerini iade edebildiği açık tür (open-end)

Açık türün özellikleri sınırsız olarak yeni hisse (katılım belgesi) ihraç edilebilmesi ve talep edildiğinde hisselerin doğrudan kolektif yatırım kuruluşuna iadesinin mümkün olmasıdır. Hisselerini kolektif yatırım kuruluşuna istediği an- iade etme hakkı, esasen yatırımcıya portföy yönetimine etki edemesine karşılık olarak sunulan bir imkandır. Amacı ise, yatırımcıyı nakde döndürmek istediğinde yatırımcıyı hisselerini borsada satma zorunluluğundan kurtarmaktır.⁸

Hissenin kolektif yatırım kuruluşuna her zaman iadesinin mümkün olması ve bedelinin de işletilen portföyden (kolektif yatırım kuruluşunun malvarlığından) karşılanması sonucunda, portföyün değeri (kolektif yatırım kuruluşunun malvarlığı değeri) yatırımcılardan gelen talebe göre artabilmekte ve fakat aynı zamanda azalabilmekte, daha açık bir ifade ile, devamlı değişmektedir. Diğer yandan portföyde bulunan kıymetlerin değerindeki iniş-çıkışlar da doğrudan portföy değerini (kolektif yatırım kuruluşunun malvarlığı değerini) değiştirmektedir.

Tüm bu değişkenlik doğrudan kolektif yatırım kuruluşunun hisselerinin değerine de yansımaktadır. Portföy değeri arttıkça kolektif yatırım kuruluşunun hisselerinin değeri de artmakta, portföy değeri azaldıkça, hisse değeri de azalmaktadır. Şöyle ki; açık türde kurulan kolektif yatırım kuruluşlarında hisselerin *nominal (itibari) değeri bulunmamaktadır*. Hisseler portföy toplam değerinin (kolektif yatırım kuruluşunun net malvarlığı değerinin) tedavüldeki hisse sayısına bölünmesiyle bulunan ve *net envanter (aktif) değeri (net asset value, valeur d'inventaire, Nettoinventarwert)*⁹ olarak ifade edilen *gerçek değeri* üzerinden işlem görmekte ve kolektif yatırım kuruluşu tarafından iade alınmaktadır. Böylece yatırımcı hisselerinin karşılığında -kural olarak- hisselerin gerçekten temsil ettiği değeri elde edebilmektedir.¹⁰ Bu da hisselerin değerinin piyasa koşullarına göre oluşmasını, dolayısıyla gerçek değerinin altında bir bedelden iade edilmesini ve/veya satılmasını engellemektedir.

b) Sermayesi sabit (muayyen) olan ve hisselerini iade almayan kapalı tür (closed-end)

Kapalı türün temel özelliği ise, sermayesinin sabit olması ve hisselerinin kolektif yatırım kuruluşu tarafından -kural olarak- *geri alınmamasıdır*. Bu tür kolektif yatırım kuruluşlarında -genelde- hisselerin teşkilatlanmış piyasada tedavülü zorunlu kılınmakta ve likidite hisselerin borsaya kaydı ile sağlanmaktadır. Yatırımcı hisselerini elinden çıkarmak istediğinde, tek şansı hisselerini

⁷ Açık ve kapalı tür ayrımı hk. detaylı bilgi için bkz. Nomer 11 vd, 150 vd.

⁸ Canaris Rn.2338; Müller 196.

⁹ UCITS-Yönergesi m.1/II,b'de de hisse iade bedelinin net envanter değerinden (net asset value, Nettoinventarwert, valeur d'inventaire nette) uzaklaşmaması öngörülmüştür.

¹⁰ Canaris Rn.2336-2338.

borsada devretmektir. Elde edebileceği değer ise *borsa rayicidir*. Piyasa koşulları ve özellikle arz-talep dengesinin her zaman borsa işlem değerini, diğer bir ifade ile, borsada işlem gören menkul kıymetlerin alım-satım değerini etkilediği muhakkaktır. Borsa işlem değerinin mi net envanter değerinin mi daha yüksek olacağı ise önceden tespit edilmesi zor bir sorundur. Genelde borsa değerinin net envanter değerinden belli oranda daha düşük olduğu ifade edilmektedir.¹¹

4. Hukuki Yapı

Günümüzde kolektif yatırım kuruluşları 3 farklı hukuki yapıda kurulmaktadır:

- (1) *Şirket esasına dayanan yatırım ortaklığı,*
- (2) *Sözleşme esasına dayanan yatırım fonu ve*
- (3) *Investment trust.*

Investment trust Türk hukukuna yabancı olan ve daha ziyade Anglo-Amerikan hukukunun geçerli olduğu ülkelerde rastlanılan bir hukuki yapıdır. Ülkemizin de dahil olduğu Kara Avrupası hukuklarında ise, şirket esasına dayanan yatırım ortaklıkları ile sözleşme esasına dayanan yatırım fonları düzenlenmiştir. Avrupa Birliğinin UCITS-Yönergesi sebebiyle, İsviçre de, dahil çoğu Avrupa ülkesinde yatırım fon ve ortaklıklarının aynı hukuki esaslar çerçevesinde kurulduklarını ve faaliyet gösterdiklerini söylemek yanlış olmayacaktır.¹² Ayrıca Yeni 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun kolektif yatırım kuruluşları ile ilgili hükümleri de –esas itibarıyla- Avrupa Birliği'nin UCITS-Yönergesi ile, dolayısıyla örneğin alman ve lüksemburg hukukları ile, ve İsviçre hukuku ile uyumludur.

Yatırım ortaklıkları, anonim şirket çatısı altında kurulan, yegâne faaliyet konusu *halktan topladığı paralarla oluşturulan portföyü* işletmek olan, yatırımcısı ile arasında “pay sahipliği” ilişkisi bulunan bir kolektif yatırım kuruluşu modelidir (SPK m.48).¹³

Yatırım fonu ise, yine doğrudan halktan (tasarruf sahiplerinden) toplanan paralarla oluşturulan ve fakat tüzel kişiliği bulunmayan bir *malvarlığını* ifade etmektedir. Bu malvarlığı ile bir portföy oluşturulmakta, portföy, tasarruf sahipleri hesabına ve inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmektedir (SPK m.52). Paranın toplanmasını, portföyün oluşmasını sağlayan ve dolayısıyla yatırım fonunun oluşmasını ve işletilmesini sağlayan ise ayrı bir tüzel kişiliği bulunan portföy yönetim şirketidir (SPK m.55). Portföyü oluşturan parayı veren hissedarlar “fon katılma payı” sahibi olmakta, ancak bu “fon katılma payı”nın hisse senedi (anonim ortaklık payı) niteliği bulunmamaktadır. “Fon katılma payı” doğrudan yatırım fonu olarak adlandırılan malvarlığına katılımı temsil

¹¹ Canaris Rn.2338; Müller 202 vd.

¹² Bkz. UCITS-Yönergesi m.1/III. İsviçre’de halen yürürlükte bulunan 2006 tarihli Kolektif Sermaye Yatırımlarına İlişkin Federal Kanun’un (Bundesgesetz über die Kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz) Gereğcesine bakıldığında, İsviçre Kanun Koyucusunun açıkça Kanunun Avrupa Birliği hukukuna uyum amacını taşıdığı ifade edilmiştir: Botschaft des Bundesrats 05.072 zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. September 2005, BBl. 2005 6395, 6396.

¹³ Bu model aşağıda ayrı bir başlık altında detaylı olarak anlatılmıştır.

etmekte ve fon katılma payı sahibi ile fon kurucusu portföy yönetim şirketi arasında ise sözleşmeye dayalı *sui generis* nitelikte hukuki bir ilişki kurulmaktadır. Mevzuatta ve fon içtüzüğünde hüküm bulunmayan hallerde ise Türk Borçlar Kanununun vekaletle ilişkin hükümleri uygulanmaktadır (SPK m.52/4).¹⁴

Önemle ekleyelim ki; 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununu döneminde çıkarılmış olan Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği çerçevesinde yatırım fonları *açık tür* olarak faaliyet göstermiş, katılma belgesi sahibine (fon katılma payı sahibine) katılma belgesini (fon katılma payını) iade hakkı tanımış ve yatırım fonu kurucusuna da Sermaye Piyasası Kurul'una başvurma ve kayda alınma şartlarıyla fon tutarının ve pay sayısını artırma imkanı verilmiştir.¹⁵ 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu döneminde de bu sistemin devam edeceğinde şüphe etmemek gerekir.

II. YATIRIM ORTAKLIĞI¹⁶

Ülkemizde kanunî düzenlemeye ilk olarak 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununu ile kavuşmuş olan yatırım ortaklıkları bugüne gelinceye kadar oldukça uzun bir yol kat etmişlerdir.¹⁷ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 1981 yılında yürürlüğe girmesinden önce yatırım ortaklığı faaliyetini ana sözleşmelerindeki maksat ve konu bölümünde yer alan “her türlü hisse senedinin alım-satımı” ibaresi sayesinde yürüten, kâr ve yatırım amaçlı hisse senedi alım-satımı ile uğraşan ve portföy oluşturan anonim şirketler bulunmakla birlikte, ticaret unvanında “Yatırım Ortaklığı” ibaresi bulunan ve Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde faaliyet gösteren ilk yatırım ortaklığı 1991 senesinde kurulmuştur.¹⁸ Ülkemizde 2012 Yılı Kasım ayı itibarıyla 18 adet menkul kıymet yatırım ortaklığı, 24 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı ve 5 adet girişim sermayesi yatırım ortaklığı faaliyet göstermekte ve bunların portföy değerleri toplamı 14.671.500.630 TL'yi bulmaktadır.¹⁹

6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanununda yatırım ortaklıklarının tanımını şu şekilde yapmıştır (m.48/I): *Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile Kurulca (Sermaye Piyasası Kurulunca) belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere kurulan sabit veya değişken sermayeli anonim ortaklıklardır.*

Kanunun verdiği tanımdan da anlaşılacağı üzere, kolektif yatırım kuruluşlarından biri olan yatırım ortaklıkları ancak bir anonim şirket hukuki çatısı

¹⁴ Yatırım fonlarında fon katılma payı sahibi ile yatırım fonu kurucusu (portföy yatırım şirketi) arasındaki hukuki ilişki ile yatırım fonları hk. detaylı bilgi için bkz. F. Nomer, Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahibi ile Kurucu Arasındaki Hukuki İlişki ve Katılma Belgesi Sahibinin Hukuki Konumu”, Prof. Dr. Ömer Teoman'a 55. Yaş Günü Armağanı, Cilt 1, İstanbul, 2002, s.595-623.

¹⁵ Seri: VII No.10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğ m.24, 25 ve 37.

¹⁶ Yatırım ortaklıkları hk. detaylı bilgi için bkz. F. Nomer, Yatırım Ortaklıkları, 2. baskı, İstanbul 2003, s.1 vd.

¹⁷ Dünyada ve ülkemizde yatırım ortaklıklarının tarihçesi hakkında bkz. Nomer 32 vd. 47 vd.

¹⁸ Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı AŞ. bkz. Çanakçı 1.

¹⁹ Yatırım ortaklıkları ile ilgili tüm istatistiki veriler için bkz. www.spk.gov.tr.

altında kurulabilirler. Yatırım ortaklıklarını diğer anonim şirketlerden ayıran temel ve asıl unsur ise faaliyet konusudur: *Portföy işletmek*. Yatırım ortaklıkları sadece portföy işletmek amacı ile kurulan anonim ortaklıklardır.

Yatırım ortaklığının portföyünde hangi yatırım araçlarına yer verebileceği konusunda ise, SPK m.48 açık bir hükme sahiptir: Sermaye piyasası araçları, gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırımları ile Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenecek diğer varlık ve haklar.²⁰

Gelelim yatırım ortaklıklarının açık türde mi - kapalı türde mi kurulabileceği konusuna:

III. AÇIK TÜRDE YATIRIM ORTAKLIĞI: DEĞİŞKEN SERMAYELİ YATIRIM ORTAKLIĞI

1. TTK ve 2499 sayılı SPK

Yatırım ortaklıklarının sadece anonim şirket şeklinde kurulmalarına müsaade edilmiş olması sebebiyle, Türk Ticaret Kanunu hükümleri çerçevesinde yatırım ortaklıklarının *açık türde* kurulmaları mümkün değildir.²¹ Daha açık bir ifadeyle, Türk Ticaret Kanununun anonim şirketlere ilişkin hükümleri çerçevesinde bir anonim ortaklığın değişken sermayeli kurulması, yatırımcının (pay sahibinin) payını/pay senedini yatırım ortaklığına iade etmesi ve karşılığını nakit olarak alması imkanı yoktur. Bunun sebebi, Türk anonim şirketler hukukuna hakim üç temel ilkedir: Sermayenin iadesi yasağı (TTK m.480/III), esas sermayenin belirli olması (TTK m.329/I) ve şirketin kendi hisselerini satın almasının belirli şartlara bağlanmış olması (TTK m.379 vd). Bu temel ilkelerde düşünce esasen hep aynıdır: *Şirket malvarlığının korunması ihtiyacı*. Bu ihtiyacın gerekçesi olarak her zaman şu hususlar dile getirilmektedir: Pay sahiplerinin şirket borçlarından sorumlu olmaması, esas sermayenin aynı zamanda şirket ile hukuki işlem yapan üçüncü kişiler bakımından alacaklarının teminatını oluşturmaması.

Anonim şirketler hukukuna ait bu temel ilkelere paralel olarak 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanununda da yatırım ortaklıkları *kapalı türde* faaliyet gösteren, dolayısıyla *hisse (pay) senetlerini iade almayan* anonim ortaklıklar olarak düzenlenmiş ve açık türde kurulmalarına müsaade edilmemiştir.

Bu noktada önemle ekleyelim ki, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu döneminde çıkartılmış olan ve halen yürürlükte bulunan Seri VI No.30 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde²², açıkça yatı-

²⁰ Yatırım ortaklıklarının hangi değerlere hangi oranlarda yatırım yapabilecekleri hususu ilgili Tebliğlerde detaylı olarak düzenlenmiştir: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No.30) m.21; Girişim Sermayesi Yatırım ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:VI No.15) m.18; Gayrimenkul Yatırım ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No.24) m.25-27; Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI No.24) m.19, 20, 24.

²¹ Bu konuda detaylı bilgi için bkz. Nomer 164 vd.

²² Tebliğ, 5.8.2011 tarih ve 28016 sayılı Resmi Gazetede yayınlanmıştır ve 6362 sayılı SPK'nın geçici 6. maddesi uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yatırım ortaklıklarına ilişkin yeni düzenleme (Tebliğ) yayınlanınca kadar yürürlükte kalacaktır.

rım ortaklıklarının paylarını geri almalarına izin verilmiştir. Gerçekten de adı geçen Tebliğin 26. maddesinde

“Ortaklıklar Kurulca belirlenen esaslar çerçevesinde kendi paylarını geri alabilirler. Geri alım işlemleri süresince bu Tebliğin 21 inci maddesinde belirtilen sınırlamalara uyumun sağlanması zorunludur.

Gerri alım işlemleri ile geri alınan paylar iptal edilmedikçe bu Tebliğin 6 ncı maddesinin ikinci fıkrasına çerçevesinde halka arz edilmiş pay niteliğinde olmaya devam eder.”

ifadesine yer verilmiştir. Ancak bu ifadeden 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu döneminde de değişken sermayeli yatırım ortaklığının kurulmasının mümkün olduğu anlamı çıkarılmamalıdır. Bu tebliğ hükmü, Sermaye Piyasası Kurulu'nun uygulamadaki ihtiyaçlara cevap vermek ve aynen yatırım fonlarında olduğu gibi yatırımcılara ellerindeki hisselerini doğrudan yatırım ortaklığına iade etme hakkı tanımak amacıyla öngördüğü bir düzenlemedir. Bu düzenlemenin hem 6762 ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunlarına hem de 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa uygunluğu tartışmaya açık bir konu olsa da, yeni Sermaye Piyasası Kanununun yürürlüğe girmesi ile esasen yatırım ortaklıklarının değişken sermayeli, diğer bir ifade ile açık türde (open-end) kurulması mümkün hale gelmiştir.

2. 6362 sayılı SPK

Yeni Sermaye Piyasası Kanununda kabul edilen yeni hükümlerle yatırım ortaklıklarının hisse (pay) senetlerini iade almayan kapalı tür yanında *açık türde de* kurulmalarına, yani yatırım ortaklıklarının *anonim şirket şeklinde ve değişken sermaye ile kurulmalarına* ve pay sahibine pay senedini şirkete iade ederek karşılık bedelini nakden almasına da izin verilmiştir (m.48/I, 50,51).

Önemle ekleyelim ki, burada anonim şirketlerin değişken sermaye ile kurulmasına ve pay sahibine payını şirkete iade hakkına ilişkin genel nitelikli bir düzenleme söz konusu değildir. Burada anonim şirketler hukukuna ait prensiplere yatırım ortaklıkları bakımından bir istisna getirilmekte, *-sadece yatırım ortaklıklarına mahsus olmak üzere-* anonim şirketlerin değişken sermaye ile kurulabilmesine izin verilmektedir.

Bu Türk anonim şirketler hukuku bakımından oldukça önemli bir yeniliktir ve uygulamadaki ihtiyaçlara cevap vereceği düşünülmektedir.²³ Hali hazırda açık tür olarak faaliyet gösteren yatırım fonları ile kapalı türde kurulu bulunan yatırım ortaklıklarının sayıları ve toplam portföy değerleri karşılaştırıldığında, önümüzdeki dönemde kurulacak olan değişken sermayeli yatırım or-

²³ Yabancı hukuklara baktığımızda da, örneğin Alman, Fransız, Liechtenstein ve Lüksemburg hukuklarında açık tür olarak faaliyet gösteren, dolayısıyla değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının kurulabildiği görülmektedir: Almanya'da: Investmentgesetz vom 15.12.2003, § 96-111a; İsviçre'de: Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz) Art.36-52; Lüksemburg'da: Loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif; Fransa'da: Code Monétaire et Financier L.214-1 vd; Liechtenstein'da: Gesetz vom 19. Mai 2005 über Investmentunternehmen für andere Werte oder Immobilien Art. 33.

taklıklarının sayılarının ve portföy değerlerinin mevcut yatırım ortaklıklarından çok daha yüksek olacağını düşünüyoruz.²⁴

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına ilişkin hükümler 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 50 ve 51. maddeleridir:

“ Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları

MADDE 50 – (1) Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, sermayesi her zaman net aktif değerine eşit olan yatırım ortaklıklarıdır. Net aktif değer ise varlıkların toplamından borçların toplamının düşülmesi suretiyle bulunan tutarı ifade eder.

(2) Değişken sermayeli yatırım ortaklığının payları, yatırımcı payları ile nama yazılı olması zorunlu olan kurucu paylarından oluşur. Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının paylarının itibari değeri bulunmaz. Kurucu payları, sermaye taahhüdünü yerine getirmek suretiyle değişken sermayeli yatırım ortaklığını kuranlara tahsis edilir. Kurucu payları kuruluştan sonra da Kurulun izni ve genel kurul kararıyla mevcut kurucu ortaklara veya üçüncü kişilere tahsis edilmek üzere ihraç edilebilir. Kurucu paylarının devri ve iftası Kurulca belirlenen esaslar çerçevesinde Kurul iznine tabidir. Kurul onayı alınmaksızın gerçekleştirilen kurucu pay devirleri pay defterine kaydolunmaz ve bu hükme aykırı olarak pay defterine yapılan kayıtlar hükümsüzdür. Yatırımcı payları, sahibine idari haklar vermez.

(3) Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, bu Kanundaki hükümlere uygun olarak, pay ihraç eder ve ihraç olunan payları itfa eder. Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, pay sahibinin talebi üzerine payları itfa etmek ve ortaklık sermayesinde buna karşılık gelen pay bedelini geri ödemekle yükümlüdür. Payların itfa edilmesine ilişkin usul ve esaslar esas sözleşmede gösterilir.

(4) Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının kurucu paylarının değerinin Kurulca belirlenen tutarların altına düşmesi yahut mali durumlarının yükümlülüklerini karşılayamayacak kadar zayıflaması hâlinde, yönetim kurulu, bu durumu gecikmeksizin Kurula bildirir. Yönetim kurulu, bildirim takiben, gerekli önlemleri almak üzere genel kurulu derhâl toplantıya çağırır ve en geç otuz gün içinde genel kurul toplanır. Kurucu paylarının belirlenen tutara artırılamaması veya mali durumdaki zayıflığın giderilememesi hâlinde, Kurul, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları hakkında tasfiye dâhil her tür tedbiri almaya yetkilidir.

(5) Yatırım ortaklıkları, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına dönüşebilirler. Söz konusu dönüşüm prosedürüne, dönüşüme ilişkin genel kurul toplantı ve karar nisaplarına, dönüşüm nedeniyle ortaklara pay alım teklifi yapılmasına ve teklif fiyatının belirlenmesine, mevcut ortakların hak ve yükümlülüklerinin korunmasına ve diğer hususlara ilişkin esaslar Kurulca belirlenir.

²⁴ 2012 Yılı Kasım ayı itibariyle faaliyet gösteren toplam 47 adet yatırım ortaklığının portföy değerleri toplamı yaklaşık 14.671.500.630 TL'dir. Oysa yatırım fonlarının aynı tarih itibariyle toplam sayısı 589 olup, bunların portföy değerleri toplamı 30.184.043.000 TL'yi bulmaktadır. Aradaki fark ortadadır ve bu farkın temel nedenlerinden biri de yatırım fonu hisselerinin (katılma belgelerinin/fon katılma payının) temsil ettiği gerçek değer üzerinden (net aktif değeri üzerinden) iadesinin mümkün olmasıdır. İstatistikî veriler için bkz. www.spk.gov.tr

(6) Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının faaliyet ve yönetim ilkeleri ile portföyünde bulunan varlıkların ve hakların değerlemesine, varlıklarının saklanması, portföy sınırlamalarına, izahnameye ve izahnamenin yayımlanmasına, paylarının ihraç, satış, itfa ve ifasının durdurulmasına, tasfiye ve sona ermelerine ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında uygulanmayacak hükümler

MADDE 51 – (1) Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında, 6102 sayılı Kanunun; anonim şirketlerde esas sermayeye, asgari sermaye miktarına, esas sözleşmenin asgari içeriğine, aynı sermaye taahhütlerine, nominal değere, ortaklığın kendi paylarını iktisap veya rehin olarak kabul etmesine, sermaye artırımı ve azaltımı usulüne, pay taahhüdü ve ödenmesine, pay devrine ilişkin kısıtlamalara, kâr-zarar hesabı ve kârın dağıtımına, yedek akçelere ve tasfiyeye ilişkin hükümleri uygulanmaz.”

3. Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Özellikler

a) Sermaye

Bu tür yatırım ortaklıklarında sermaye her zaman şirketin net aktif değerine eşittir. Sermaye Piyasası Kanununda net aktif değer kavramının ne ifade ettiği ise şu şekilde gösterilmiştir: *Net aktif değer, varlıkların toplamından borçların toplamının düşülmesi suretiyle bulunan tutarı ifade eder* (SPK m.50/I).²⁵ Diğer bir ifade ile, şirket sermayesi her zaman ortaklık malvarlığının net değerine eşittir. Bir taraftan yatırımcıların paylarını bedeli mukabilinde ortaklığa iade edebilmeleri, diğer yandan da şirket portföyünde bulunan yatırım araçlarının değerlerinin değişkenliği yatırım ortaklığının net aktif değerinin (malvarlığı değerinin) de değişmesine, dolayısıyla sermayesinin de değişmesine sebep olmaktadır.

Bütün bunlardan sebep, bu tür yatırım ortaklıklarında TTK m.329 anlamında belirli (muayyen), sabit bir sermaye bulunmamaktadır. Sermaye, net aktif değer değişmesiyle kendiliğinden değişmektedir. Sermayede meydana gelen bu değişimler (artırım ve azaltım) TTK m.456 vd.nda düzenlendiği gibi özel bir prosedüre tâbi olmadan kendiliğinden gerçekleşmektedir.

b) Pay

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının payları özel olarak düzenlenmiştir.

aa) Pay türleri

Yeni Sermaye Piyasası Kanununda değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında iki tür pay öngörülmüştür (m.50/II): Kurucu ve yatırımcı payları.

²⁵ Seri VI No.30 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinin 3/e maddesinde de net aktif değer tanımlanmıştır. Bu tanıma göre, net aktif değer ortaklığın portföy değerine hazır değerler, alacaklar ve diğer aktiflerin eklenerek toplam borçların düşülmesi suretiyle bulunan tutarı ifade etmektedir.

Kurucu payları, sermaye taahhüdünü yerine getirmek suretiyle yatırım ortaklığını kuranlara tahsis edilen paylardır. Dolayısıyla kurucu paylarının sahipleri yatırım ortaklığının ilk kuruluşunda gerekli asgari sermayeyi sağlayan kişilerdir. Kurucu paylarının *nama* yazılı olmaları zorunludur. Yatırım ortaklığının kuruluşundan sonra dahi Sermaye Piyasası Kurulundan izin almak kaydı ile, genel kurul tarafından alınacak bir karar ile yeni kurucu payı ihracı mümkündür. Sermaye artırımı yolu ile ihraç edilecek olan bu yeni kurucu paylarının mevcut kurucu ortaklara veya üçüncü kişilere tahsis edilmesi de mümkündür.

SPK m.50/II'de kurucu paylarının devri ve itfası ise Sermaye Piyasası Kurulunun iznine tâbi kılınmıştır. Kurulun onayı alınmaksızın gerçekleştirilen kurucu pay devirleri pay defterine kaydedilmeyeceği, aksi bir durumda izin alınmadan yapılan kayıtların ise hükümsüz olacağı hükme bağlanmıştır.

İkinci pay türü olan *yatırımcı payları* ise sahibine idari hak vermeyen paylardır. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından henüz değişken sermayeli yatırım ortaklıkları ile ilgili Tebliğ çıkarılmamış olsa da, burada idari hak olarak ilk akla gelenler genel kurula katılma hakkı, oy hakkı ve iptal davası açma hakkıdır. Dolayısıyla Kanun Koyucu burada şirket yönetimine katılma amaç ve gayesi taşımayan, maddi gelir elde etmek amacı ile hisse senedine yatırım yapan kişileri hedef almıştır.

bb) İtibari değer

SPK m.50'de de değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının itibari (nominal) değerden yoksun olacağı kabul edilmiştir. Esasen itibari değerden yoksunluk değişken sermayenin beraberinde getirdiği bir zorunluluktur. Şirket sermayesinin her zaman değişmesi, aynı zamanda payların da sabit bir itibari değeri olmasını engellemektedir.

cc) Payın ortaklığa iadesi

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında, payların iadesi ve ortaklık sermayesinde paya karşılık gelen bedelin alınması mümkündür. Bu husus, yani talep edildiğinde payların iadesinin kabul edilerek bedelin ödenmesi yatırım ortaklığı bakımından bir zorunluluktur. Bu zorunluluğa bağlı olarak değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının esas sözleşmelerinde payların iadesine ve bedellerinin ödenmesine ilişkin usul ve esasların gösterilmesi gerekmektedir (SPK m.50/III). Esas sözleşmedeki hükümler çerçevesinde yatırım ortaklığının pay sahibinden gelen iade ve bedel talebini red etmesi mümkün değildir. Ortaklık, pay sahibinin talebi üzerine payları itfa etmek ve ortaklık sermayesinde paya karşılık gelen net değeri geri ödemekle yükümlüdür.

c) Ortaklık Malvarlığının ve Alacaklıların Korunması

Kanun koyucu değişken sermayeli yatırım ortaklığının malvarlığının ve dolayısıyla alacaklılarının korunması amacına yönelik özel bir hüküm sevk etmiştir (m.50/IV). Buna göre, kurucu paylarının değerinin Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenen tutarların altına düşmesi yahut ortaklığın mali durumunun yükümlülüklerini karşılayamayacak kadar zayıflaması hâlinde, yönetim kurulu, bu durumu gecikmeksizin Sermaye Piyasası Kuruluna bildirmelidir.

Yönetim kurulu, bildirim takiben, gerekli önlemleri almak üzere genel kurulu derhâl toplantıya çağırmalı ve en geç otuz gün içinde genel kurulun toplanmasını sağlamalıdır. Kurucu paylarının belirlenen tutara artırılmaması veya mali durumdaki zayıflığın giderilememesi hâlinde, Sermaye Piyasası Kurulu, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları hakkında tasfiye dâhil her tür tedbiri almaya yetkili kılınmıştır.

d) Sabit Sermayeli Yatırım Ortaklığından Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığına Dönüşüm

Hali hazırda kurulu bulunan veya ileride kurulacak olan belirli sermayeli yatırım ortaklıklarının, sonradan ana sözleşme değişikliği ile değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına dönüşmeleri mümkündür. Ancak bu konuda detaylı düzenleme yapma yetkisi SPK m.50/5'de Sermaye Piyasası Kuruluna verilmiştir. Buna göre, dönüşüm prosedürüne, dönüşüme ilişkin genel kurul toplantı ve karar nisaplarına, dönüşüm nedeniyle ortaklara pay alım teklifi yapılmasına ve teklif fiyatının belirlenmesine, mevcut ortakların hak ve yükümlülüklerinin korunmasına ve diğer hususlara ilişkin esaslar Kurulca belirlenecektir.

e) Sermaye Piyasası Kurulunun yetkileri

Sermaye Piyasası Kanununda değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının temel esasları gösterilmiş, detaylar hakkında düzenleme yapma yetkisi Sermaye Piyasası Kuruluna bırakılmıştır. SPK m.50/VI uyarınca, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının faaliyet ve yönetim ilkeleri ile portföyünde bulunan varlıkların ve hakların değerlemesine, varlıklarının saklanmasına, portföy sınırlamalarına, izahnameye ve izahnamenin yayımlanmasına, paylarının ihraç, satış, itfa ve itfasının durdurulmasına, tasfiye ve sona ermelerine ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenecektir.

f) TTK'nın uygulanmayacak hükümleri

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında pay sahiplerine paylarını şirkete iade hakkı tanınmış olması ve şirket sermayesinin değişken olması sebebiyle Türk Ticaret Kanununun anonim şirketlere ilişkin bazı hükümlerinin uygulanması mümkün değildir. Bu çerçevede SPK m.51'de 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununun değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına uygulanmayacak hükümleri gösterilmiştir:

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında 6102 sayılı Kanunun anonim şirketlerde

- esas sermayeye,
- asgari sermaye miktarına,
- esas sözleşmenin asgari içeriğine,
- aynı sermaye taahhütlerine,
- nominal değere,
- ortaklığın kendi paylarını iktisap veya rehin olarak kabul etmesine,
- sermaye artırımı ve azaltımı usulüne,
- pay taahhüdü ve ödenmesine,

- pay devrine ilişkin kısıtlamalarına,
- kâr-zarar hesabı ve kârın dağıtımına,
- yedek akçelere ve tasfiyeye ilişkin hükümleri uygulanmayacaktır.

4. Kısa Bir Değerlendirme

Öncelikle şu hususa dikkati çekmek gerekmektedir: Kollektif yatırım kuruluşları faaliyet konuları itibarıyla özellik arz eden hukuki yapılardır. Yabancı hukuklara bakıldığında sırf bu sebeple *özel kanun ile* düzenlendikleri görülmektedir: Örneğin, Almanya'da konu ile ilgili özel kanun 2003 tarihli Investmentgesetz, İsviçre'de 2006 tarihli Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG), Lüksemburg'da 1988 tarihli loi relative aux organismes de placement collectif'tir. Bu çerçevede Türk hukukunda da esasen kolektif yatırım kuruluşlarının özel bir kanunda düzenlenmeleri mümkündür ve daha isabetli bir çözümdür.

Ayrıca Sermaye Piyasası Kanununda -2499 sayılı mülga SPK'nın genel sisteminde olduğu gibi- konunun detaylı olarak düzenlenmediği, yatırım ortaklıklarına ve değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına ilişkin sadece genel esaslara yer verildiği, pek çok konuda düzenleme yapma yetkisinin Sermaye Piyasası Kuruluna verildiği görülmektedir. Özellikle değişken sermayeli yatırım ortaklıklarına 6102 sayılı TTK'nın pek çok hükmünün uygulanmayacağı kabul edilmiş (m.51) ve hemen her konuda doğrudan Sermaye Piyasası Kurulu yetkilendirilmiştir. Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları ile ilgili Tebliğ henüz yayınlanmamıştır. Ancak Sermaye Piyasası Kuruluna SPK m.50'de verilen yetkiler dikkate alındığında, yayınlanacak olan *tebliğ ile* tamamen yeni ve özel bir anonim şirket türü düzenlenmiş ve yaratılmış olacaktır. Bunun isabetli bir çözüm tarzı olmadığı tartışmasızdır. Yapılması gereken Türk anonim şirketler hukukunun temel ilkelerine istisna getiren hukuki bir yapının bütünüyle kanunla düzenlenmesidir. Diğer bir ifade ile, değişken sermayeli anonim ortaklıklara ilişkin tüm hükümlerin kanun ile düzenlenmesi doğru çözüm olacaktır. Özellikle değişken sermayeli yatırım ortaklığının esas sözleşmesine yazılması zaruri unsurların, asgari sermaye tutarının, pay ihracı ile payların ortaklığa iade ve itfasına ilişkin kuralların, portföyün içeriği ile yönetimine ilişkin prensiplerin, yatırımcı pay sahiplerine tanınan hakların ve şirket yönetimine ilişkin detayların *kanunla düzenlenmesi* çok daha isabetli olacaktır. Bu konuda her zaman olduğu gibi İsviçre hukukundan ilham alınması ve Avrupa Birliği UCITS-Yönergesi ile de uyumlu olan 2006 tarihli Müşterek Yatırımlara İlişkin Federal Kanundan yararlanılması (Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen, Kollektivanlagengesetz) mümkündür.

KAYNAKÇA

CANARIS Claus-Wilhelm, Großkommentar zum Handelsgesetzbuch, Dritter Band, 3. teil: Bankvertragsrecht (2. Bearbeitung), 3. Auf. Berlin-New York 1981

ÇANAKÇI Ekrem Yatırım Ortaklıkları 1996, Ankara 1997 (Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No: 100)

LIEFMANN Robert Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, 5. Auflage, Jena 1931

MÜLLER Richard C., Die Investmentgesellschaft, Zürich 2001

NOMER Füsun Yatırım Ortaklıkları, 2. bası, İstanbul 2003

VURAL Güven Yatırım Ortaklıkları, Ankara 1978

KISALTIMA CETVELİ

SPK : Sermaye Piyasası Kanunu

TTK : Türk Ticaret Kanunu

UCITS : DIRECTIVE 2009/65/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), yayın yeri: OJ L 302, 17.11.2009, p. 32.