



**SERMAYE PİYASASI KURULU
KURUMSAL YATIRIMCILAR DAİRESİ**

**YATIRIM FONLARINDA KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN UYGULANMASI
(FUND GOVERNANCE)**

YETERLİK ETÜDÜ

**Mehmet Kadir AKYILDIZ
Uzman Yardımcısı**

**Eylül, 2014
Ankara**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Dünya genelinde son 30 yılda gözlenen küreselleşme, özelleştirme ve liberalizasyon hareketleri sermaye piyasaları üzerinde de olumlu etkiler yaratmış, bu kapsamda halka arzlarda yaşanan artış nedeniyle sermaye piyasaları dünya ekonomisinde daha önemli bir konuma ulaşmıştır. Yaşanan bu süreçte, bireysel yatırımcıların sermaye piyasalarına ilgisinin de artması ile sermaye piyasalarının en önemli aktörlerinden ve belirleyicilerinden biri olan kolektif yatırım kuruluşları özellikle son dönemde önemli oranda gelişme göstermiştir. Bu nedenle, bireysel tasarrufların bir araya getirilmesi suretiyle oluşturulan yatırım havuzlarını profesyonel yönetim ve riskin dağıtılması ilkeleri çerçevesinde değerlendiren Kolektif Yatırım Kuruluşlarının (KYK) gelişimi, yeni dünya ekonomisinde yerini almak isteyen bütün ülkeler için bir zorunluluk halini almıştır.

Son yıllarda, dünya piyasalarındaki gelişmeler sonucu, KYK sektöründe güven unsurunun korunması için, yalnızca düzenleyici otoriteler tarafından yapılan yasal düzenlemeler ile denetimlerin yeterli olmadığı anlaşılmıştır. Bu çerçevede, KYK sisteminde ortaya çıkan sorunları önlemeye yönelik olarak kurumsal yönetim kavramı ön plana çıkmıştır. KYK yapılanmalarında temel olarak adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk kavramlarının uygulama alanı bulduğu gözlenmektedir.

Kurumsal yönetim kavramı Türkiye piyasaları için değerlendirildiğinde; Türkiye'de kolektif yatırım kuruluşu sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin çoğunluğunun bir finansal grup içerisinde yer aldığı görülmektedir. Sermaye piyasamızda bankaların hakim konumda olduğu hususu da dikkate alındığında, söz konusu finansal gruplarda hakim ortağın genellikle bir banka olduğu gözlenmektedir. Çoğu zaman yöneticinin, kurucunun, veya aracı kuruluşların aynı finansal grup içinde yer alması sektördeki çıkar çatışması riskini gündeme getirmektedir.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve anılan Kanuna dayanılarak hazırlanan ikincil mevzuat çalışmalarında kolektif yatırım kuruluşu sektöründe kurumsal yönetim ilkelerinin genel itibarıyla uygulama alanı bulunduğunu belirtmekte yarar vardır. Diğer taraftan, KYK sektörünün kurumsal yönetim ilkelerine intibakının sağlanması için, yasal düzenlemelerin yanında, sektörde genel anlamda kurumsal yönetim bilincinin yaygınlaşmasına da ihtiyaç duyulduğunu göz ardı etmemek gerekmektedir.

Bu kapsamda, Türkiye'de kolektif yatırım kuruluşu sektörünün şeffaf, etkin, güvenilir ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin sağlanması ve dünya piyasaları ile entegre olmasını

teminen, KYK'larda kurumsal yönetim anlamında yapılacak ikincil düzenleme çalışmalarında aşağıda yer verilen hususların dikkate alınmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

- Portföy yönetim şirketlerinde (PYŞ) yer alan yönetim kurulu üye sayısının artırılması hususunun, maliyet unsuru da dikkate alınmak suretiyle ele alınmasının, bu amaca yönelik olarak yönetilen portföy büyüklüğü ve/veya kurucusu olunan fonların büyüklüğü parametreleri dikkate alınarak asgari yönetim kurulu üye sayısı belirlenmesinin,
- Portföy yönetim şirketlerinin yönetim kurullarında en az 2/3 oranında bağımsız üyelere yer verilmesinin, söz konusu bağımsız üyelerin seçimi, atanması, yatırımcılara duyurulması hususlarında SPK'nın halka açık şirketlerin bağımsız yönetim kurulu üyelerine uygulanan prosedürlerin kıyasen uygulanmasının,
- PYŞ'lerde bağımsız yönetim kurulu üyelerine hizmet etmek amacıyla fon organizasyonunda nitelikli danışma kuruluna yer verilmesinin,
- Yatırım fonu katılma payı sahiplerinin, PYŞ yönetim kurulunun bağımsız üyelerini belirlemelerine imkan veren düzenleme yapılmasının,
- PYŞ yöneticileri ile yatırım fonlarının yönetiminde görev alan kişilerin uyacakları meslek ilkelerini belirlemek ve faaliyet standartlarını oluşturmak üzere düzenleyici otoriteler ile sektör katılımcılarının organize bir şekilde çalışmasının ve KYK sektörü açısından bağlayıcı hükümler içeren standartlar oluşturulmasının,
- Kurumsal Yönetim Uyum Raporu'nun PYŞ'lerin faaliyet esasları dikkate alınmak suretiyle PYŞ'ler açısından uygulanabilecek şekilde revize edilmesinin,
- PYŞ'lerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporu hazırlaması hususunda teşvik edilmesinin, bu amaca yönelik olarak ilk etapta söz konusu raporu hazırlamanın ihtiyari tutulmasının, ancak uygun bir süre sonunda tüm PYŞ'ler açısından zorunlu tutulmasının,
- PYŞ yöneticilerine mesleki sorumluluk sigortası yaptırılmasının zorunlu tutulmasının

uygun olacağı düşünülmektedir.

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	iii
KISALTMALAR CETVELİ.....	v
I. GİRİŞ	1
II. KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI.....	3
II.1. Doğuşu ve Gelişimi	3
II.2. Sınıflandırılması	3
II.2.1 Güven Kuruluşu (Trust) Modeli.....	3
II.2.2 Sözleşmeye Dayalı Model.....	4
II.2.3 Ortaklık Modeli	4
II.3. KYK'larda Taraflar.....	4
III. KYK'LARDA KURUMSAL YÖNETİM	6
III.1. Kurumsal Yönetim Kavramı	6
III.2. KYK'larda Kurumsal Yönetim Kavramı.....	7
III.2.1 KYK'larda Kurumsal Yönetim Anlamında Yaşanabilecek Sorunlar	8
III.2.1.1 Çıkar Çatışmaları	8
III.2.1.1.1 Yatırım Yapılan Varlıkların Seçiminde Çıkar Çatışması	8
III.2.1.1.1.1 KYK ile İlişkili Taraflar Arasında Gerçekleşen İşlemler	9
III.2.1.1.1.2 İlişkili Taraflar Aracılığıyla Gerçekleşen İşlemler	9
III.2.1.1.1.3 İlişkili Tarafın Katılımıyla Gerçekleşen İşlemler	10
III.2.1.1.2 KYK'nın Diğer Faaliyetlerinde Yaşanan Çıkar Çatışması	11
III.2.1.1.2.1 KYK Yöneticisine Ödenen Ücret ve Komisyonlar.....	11
III.2.1.1.2.2 KYK Paylarının Pazarlanması Sırasında KYK Varlıklarının Kullanılması	11
III.2.1.1.2.3 KYK Yöneticileri ile Çalışanlarının Kendi Nam ve Hesaplarına Yaptığı İşlemler	12
III.2.1.1.2.4 KYK'dan Bağımsız Olmayan Yöneticiler ile Saklayıcıların Seçimi	12
III.2.1.1.2.5 KYK'dan Bağımsız Olmayan Yöneticiler ile Saklayıcıların Seçimi	12
III.2.1.2 Görevi İhmal ve Vekalet İlişkisinin Suistimali.....	13
III.2.1.3 KYK Yatırımcılarının Pasif Karakterli Olmaları	14
III.3 Dünya Geneline Uygulanan KYK Kurumsal Yönetim Sistemleri	14
III.3.1 Organizasyonel Yapı ve Hukuki Çerçeve	15
III.3.2 Gözetim	16
III.3.3 Çıkar Çatışmaları	16

III.3.4 Faaliyet Standartları (Code of Conduct).....	17
III.3.5 İç Kontrol-Risk Yönetim Sistemi ve Uyum Prosedürleri.....	19
III.4. KYK’larda Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Değerlendirilmesi.....	19
IV. TÜRKİYE UYGULAMASI	20
IV.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlkeleri	20
IV.2. Sermaye Piyasası Mevzuatında Kurumsal Yönetim İlkeleri	21
V. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....	27
KAYNAKÇA	29

KISALTMALAR CETVELİ

2499 sayılı Kanun	:	Mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
6362 sayılı Kanun	:	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
AB	:	Avrupa Birliği
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
BİAŞ	:	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
EFAMA	:	European Fund and Asset Management Association
ICA	:	Investment Company Act
ICI	:	Investment Company Institute
IOSCO	:	International Organization of Securities Commissions
KAP	:	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KYK	:	Kolektif Yatırım Kuruluşu
OECD	:	Organisation for Economic Co-Operation and Development
PYŞ	:	Portföy Yönetim Şirketi
PYŞ Tebliği	:	III-55.1 sayılı “Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği”
Saklama Tebliği	:	III-56.1 sayılı “Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği”
SEC	:	U.S. Securities and Exchange Commission
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
TMS	:	Türkiye Muhasebe Standartları
UCITS	:	Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities
Yatırım Fonu Tebliği	:	III-52.1 sayılı “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”

I. GİRİŞ

Dünya genelinde son 30 yılda gözlenen küreselleşme, özelleştirme ve liberalizasyon hareketleri ve bu hareketler neticesinde halka arzlarda yaşanan artış nedeniyle sermaye piyasaları dünya ekonomisinde daha belirleyici bir konuma ulaşmış ve yaşanan bu süreçte bireysel yatırımcıların sermaye piyasaları ile entegrasyonu hız kazanmıştır.

Ekonominin kalkınması ve kaynakların etkin kullanımı bakımından yatırımcıların sermaye piyasaları ile entegre olması faydalı olmakla birlikte, söz konusu husus beraberinde bir takım problemler de doğurmuştur. Bireysel yatırımcıların piyasadaki tüm verilere erişiminin zor olması, verilere erişiminin tam olduğu varsayımında dahi söz konusu verileri doğru bir şekilde yorumlamasının mümkün bulunmadığı dikkate alındığında bireysel yatırımcıların birikimlerini yatırıma dönüştürme süreçlerinde yanlış karar vermeleri kaçınılmaz olacaktır. Bu nedenle, bireysel yatırımcıların bahsedilen sorunlarını bertaraf etmeye yönelik olarak kolektif yatırım kuruluşu olarak adlandırılan oyuncular piyasada yer edinmiştir.

Kolektif yatırım kuruluşları bir yandan bireysel yatırımcılara riskin dağıtılması ile beraber profesyonel yönetim ve yatırım maliyetlerinin azaltılması faydalarını sağlarken, bir yandan da piyasanın derinleşmesi ve tasarrufların daha etkin kaynaklara kanalize edilmesi suretiyle genel olarak ekonomiye hizmet etmektedir. Ne var ki, bireysel yatırımcıların sorunlarını çözmek üzere piyasada yer edinen kolektif yatırım kuruluşları da beraberinde yeni problemler getirmiştir. Böyle bir sistemde yer alan en önemli sorun bireysel yatırımcılar ile kolektif yatırım kuruluşlarının yönetimini üstlenen kişilerin farklı kişiler olması nedeniyle her iki grup arasında çıkarların farklılaşabilmesi, bir diğer ifadeyle her iki grup arasında çıkar çatışması riskinin ortaya çıkabilmesidir. Denetim ve kontrol mekanizmalarının yetersiz olduğu durumlarda bireysel yatırımcılar ile kolektif yatırım kuruluşlarının yöneticilerinin çıkarları arasında ortaya çıkan çatışmalar kolektif yatırım kuruluşlarının yöneticilerinin lehine, yatırımcıların aleyhine sonuçlar doğurabilmektedir. Çıkarları zarara uğrayan yatırımcılar ise sermaye piyasalarına olan güvenlerinin azalması ile birlikte tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendirmek yerine daha farklı kaynaklara yönlendirebilecektir.

Son yıllarda kolektif yatırım kuruluşlarında yaşanan bu ve benzeri sorunların çözümü için kurumsal yönetim (corporate governance) kavramı ön plana çıkmıştır. Kurumsal yönetim kavramı sadece kolektif yatırım kuruluşları için değil ekonominin geneli için öngörülen bir

özüm sistemidir, ancak özellikle son yıllarda kolektif yatırım kuruluşları özelinde “fund governance” (kolektif yatırım kuruluşlarında kurumsal yönetim) kavramı ön plana çıkmıştır. Kolektif yatırım kuruluşlarında kurumsal yönetim kavramını; kolektif yatırım kuruluşlarının organizasyonel yapılarında ve faaliyetlerinde yatırımcıların çıkarının ön planda tutulduğu, çıkar çatışmalarının bertaraf edildiği, adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk ilkelerinin belirleyici olduğu bir sistem olarak tanımlamak mümkündür.

Bu çalışmada “kolektif yatırım kuruluşu” (KYK) kavramı yatırım fonu ile sınırlandırılmış olup, bu iki kavram birbirinin yerine kullanılmaktadır. Bununla birlikte, çalışma ile yapılan değerlendirmeler ve ulaşılan bulgular emeklilik yatırım fonları da dahil olmak üzere diğer kolektif yatırım kuruluşları için de kıyasen uygulanabilir mahiyettedir.

Çalışma üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kolektif yatırım kuruluşu yapılanmaları ile kolektif yatırım kuruluşunda yer alan taraflara yer verilecektir. İkinci bölümde yatırım fonlarında kurumsal yönetimin önemi, kurumsal yönetim anlamında yaşanabilecek sorunlar, dünya genelinde uygulanan kurumsal yönetim uygulamaları bu alanda en gelişmiş piyasa olması dolayısıyla ABD piyasası perspektifinden ele alınacaktır. Üçüncü ve son bölümde ise Türkiye’de yatırım fonları ve kurumsal yönetimin hukuki çerçevesine yer verilerek yatırım fonlarında etkin bir kurumsal yönetim sistemi oluşturulması amacıyla alınabilecek önlemlere yer verilmiştir.

II. KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI

II.1. Doğuşu ve Gelişimi

Bireysel yatırımcıların tasarruflarının bir araya getirilerek yatırımlara yönlendirilmesi fikri yaklaşık 200 yıllık bir geçmişe sahiptir. İlk defa 19. yüzyılda görülen kolektif yatırım kuruluşlarının sabit sermayeli yatırım ortaklıklar şeklinde yapılandığı gözlenmiştir. Bu şirketler menkul kıymetlere yatırım yapmak üzere faaliyet göstermekteydi ve bireysel yatırımcılara riskin dağıtılması ve profesyonel yönetim hizmeti sunuyordu (Draper. 1989:1).

Farklı ülkelerde farklı yapılanmalar göstermekle beraber, kolektif yatırım kuruluşları ortaya çıkışlarından bu yana ekonominin ve sermaye piyasalarının gelişimi ile birlikte sürekli olarak gelişme göstermiş ve ekonomideki büyüklüklerinde bir artış trendi gözlenmiştir. Kolektif yatırım kuruluşlarındaki büyüme ve gelişmenin sermaye piyasaları ile karşılıklı olarak etkileşim içinde olduğu gözlenmektedir. Nitekim, (Algüner. 2005:48-76)'e göre kolektif yatırım kuruluşlarındaki gelişme yalnızca sermaye piyasalarının gelişimi üzerinde değil, aynı zamanda bankacılık sektörü ve sermaye piyasalarının dinamikleri üzerinde de etkili olmaktadır.

EFAMA (European Fund and Asset Management Association) tarafından yayımlanan 2 Nisan 2014 tarihli sektör verisi raporuna göre yatırım fonlarının büyüklüğü son 5 yıl içerisinde 16.94 trilyon Euro'dan, 23.79 trilyon Euro'ya yükselmiştir.

II.2. Sınıflandırılması

Dünya genelinde ülkeden ülkeye farklılık göstermekle beraber kolektif yatırım kuruluşlarının esas itibarıyla üç farklı yapılanma gösterdikleri gözlenmektedir. Bunlar: Güven Kuruluşu (Trust) Modeli, Sözleşmeye Dayanan Model ve Ortaklık Modeli şeklindedir.

II.2.1 Güven Kuruluşu (Trust) Modeli

Anglo-Amerikan hukukunda uygulama alanı bulan güven (trust) kuruluşu; bir “Şey”in bir ya da birkaç kişi tarafından özel bir amacın gerçekleşmesi veya bazı kimselerin yararına olarak, Şey’i saklamak ve yönetmek amacı ile devralınması olarak tanımlanmıştır (Yasaman. 1980:20).

İngiltere’de “unit trust” Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) “unit investment trust” olarak adlandırılan modelde, bir portföy yöneticisi (veya yatırım danışmanı) ile bir güvenilen

kuruluş arasında imzalanan bir güven belgesi veya güven sözleşmesi ile bir güven kuruluşu kurulmaktadır. Yatırımcılar yatırdıkları paraları veya bu paralar ile satın aldıkları varlıkları güvenilen kuruluşa emanet etmekte güvenilen kuruluş yönetici ve saklayıcı ile gerekli sözleşmeleri yapmaktadır. Diğer taraftan, güvenilen kuruluş, güven kuruluşunun varlıklarını yatırımcıların çıkarları doğrultusunda korumak zorundadır (Okat. 2009:30).

II.2.2 Sözleşmeye Dayalı Model

Sözleşmeye dayalı modelde kolektif yatırım kuruluşu, fon yöneticisi, yatırımcı ve saklayıcının taraf olduğu, genel işlem şartlarının hakim olduğu iltihaki bir sözleşme yapılmaktadır. Tüzel kişiliği bulunmayan bu modelde oluşturulan yatırım havuzu sözleşmeyle ve kolektif yatırım kuruluşunun kuruluş dokümanlarıyla belirlenen ilkeler çerçevesinde şirket tarafından yönetilmektedir (Okat. 2009:32)

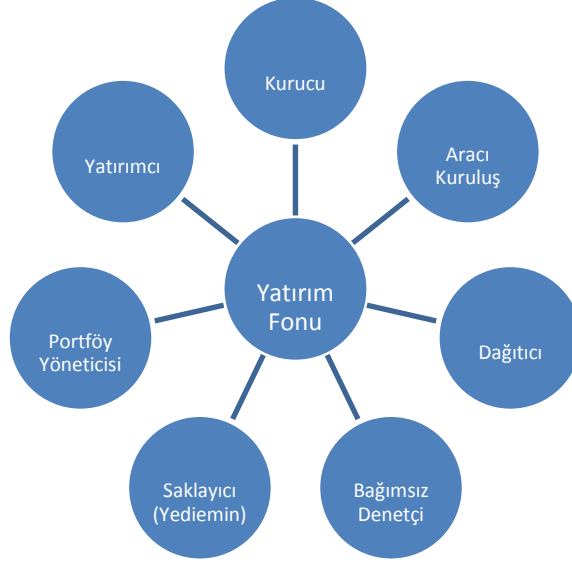
II.2.3 Ortaklık Modeli

Bu modelde kurulan kolektif yatırım kuruluşları şirket şeklinde bir yapılanma göstermektedir ve genellikle anonim şirket statüsündedir, bu nedenle ortaklık modelinde kurulan kolektif yatırım kuruluşlarının tüzel kişiliği bulunmaktadır. Yatırımcılar şirketin ortağı konumunda bulunmaları nedeniyle ortakların sahip oldukları idari ve mali haklara sahiptir. Kolektif yatırım kuruluşu niteliğindeki anonim şirketler esas sözleşmelerinde yer alan “amaç ve konu” itibariyle diğer anonim şirketlerden ayrılırlar. Bu tip ortaklıkların konusu ortakların getirdiği sermaye ile oluşturulan varlık portföyünün yönetilmesidir. Bu modelde ortaklığın malvarlığından ayrı bir malvarlığı yoktur (Okat. 2009: 34).

II.3. KYK’larda Taraflar

Yatırım fonlarının işleyişi için farklı fonksiyonları yerine getirecek kurumlara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu bölümde yatırım fonlarında öne çıkan bazı kurumlar incelenmektedir.

Şekil-1: Yatırım Fonu Organizasyon Yapısı



Yukarıdaki şekilde yatırım fonunun organizasyonunda görev alan taraflara ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmektedir.

Kurucu: Yatırım fonlarında kurucu genel olarak fonun organizasyonundan sorumlu olan, fon ile ilgili gerekli yasal yükümlülükleri yerine getiren, fonun hiyerarşik yapılanmasında görevlendirmeler yapan, fonun yatırım amacı ile stratejisini belirleyen ve fonla ilgili diğer kurumlarla gerekli sözleşmeleri yapan taraftır (Parmakçı, 2005:14).

Saklayıcı: Fon portföyüne dahil edilen menkul kıymetler saklayıcıya emanet edilmekte ve bu kuruluş tarafından saklanmaktadır. Portföye dahil edilen menkul kıymetlerin fonun amacı doğrultusunda kullanılmasından saklayıcı sorumludur.

Portföy Yöneticisi: Yatırım fonu portföyü, kurucu ile portföy yönetim sözleşmesi imzalayan portföy yöneticisi tarafından, kurucu tarafından belirlenen yatırım stratejisi doğrultusunda yönetilir. Portföy yöneticisi fonun yatırım stratejisine uygun olarak belirleyeceği varlıkları portföye dahil eder ve buna ilişkin piyasa araştırması yapar.

Aracı kuruluş: Fon portföyüne dahil edilen ve fon portföyünden çıkarılan menkul kıymetlere ilişkin alım satım emirleri portföy yöneticisi tarafından aracı kuruluşlara iletilmektedir, aracı kuruluşlar da alım satım emirlerini borsalara iletmektedir ve söz konusu işlemlerin takasını gerçekleştirmektedir.

Bağımsız denetçi: Yatırım fonunun işleyişine ilişkin yapılan işlemleri denetlemekle, fonun yasal defter ve kayıtlarının doğruluğunu incelemek ve belirli periyotlar dahilinde raporlamakla görevlidir.

Dağıtıcı: Fon katılma paylarının pazarlama ve dağıtım faaliyetlerinden sorumludur. Kurucu bünyesinde oluşturulabileceği gibi, dışarıdan görevlendirilmesi de mümkündür.

Yatırımcı: Yatırım fonu organizasyonunda yer alan en önemli taraftır. Yatırım fonlarının hukuki temelini içtüzük adı verilen kolektif yatırım sözleşmesi oluşturmaktadır (Ertaş, Tuncel ve Teker, 1997:11). Fon pay sahipleri satın aldıkları katılma payıyla, fonun mülkiyetini kurucuya devrederler. Söz konusu intikal inanç sözleşmesi niteliğinde olan fon içtüzüğü ile gerçekleşir. Yatırımcılar sahip oldukları pay oranında fon portföyü üzerinde hak sahibidirler. Fon yatırımcılarının fona karşı temel hakları fon katılma paylarını geri satım hakkı, fonun faaliyetlerine ilişkin bilgi edinme hakkı ve kar payı alma hakkıdır.

III. KYK’LARDA KURUMSAL YÖNETİM

III.1. Kurumsal Yönetim Kavramı

Dünya genelinde son 30 yılda gerçekleştirilen özelleştirme ve liberalizasyon faaliyetleri, yaşanan ekonomik krizler ve çok uluslu şirketlerde ortaya çıkan skandallar, sermaye piyasalarının küresel anlamda entegrasyonu, kolektif yatırım kuruluşlarının piyasalardaki ağırlıklarının artması, yatırımcıların haklarını güçlendiren kurumsal sistemlerin genel olarak yatırım performansını olumlu anlamda etkilemesine yönelik elde edilen bulgular kurumsal yönetim kavramına olan ilgiyi artırmıştır (Yeşilürdü, 2012:27).

Kurumsal yönetim kavramını “şirket yönetiminin faaliyetlerinde şirket paylarına yatırım yapan yatırımcıların çıkarlarına uygun hareket etmesini sağlayan denetim, gözetim ve kontrol faaliyetlerinin bütünü” veya “bir işi hissedarların çıkarlarına en uygun biçimde yönetmek” şeklinde tanımlamak mümkündür (Solomon ve Solomon, 2004:13; Kurtulan, 2007:2). Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD) tarafından belirlenen ve dünya genelinde kabul gören kurumsal yönetim ilkeleri adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluktan oluşmaktadır.

Kurumsal yönetim kavramı temelde vekalet teorisine (agency theory) dayanmaktadır. Vekalet teorisine göre şirket ortakları şirketin asıl sahibi olarak görülmekte ve “asiller” olarak nitelendirilmektedir. Diğer taraftan, şirket yöneticileri ise “asiller” tarafından belirlenen veya

atanan “vekiller” olarak tanımlanmış olup, “asiller”in sahip oldukları yetkileri “vekiller”e devrettikleri kabul edilmektedir. Böyle bir sistemde ortaya çıkan sorun, *iki grubun çıkarlarının farklılaşması ve vekillerin asiller için en iyisini yapmak durumunda olmamalarıdır* (Jensen & Meckling, 1976:5).

Yukarıda açıklanan kurumsal yönetim kavramının özü itibariyle şirketler hukukuna göre yapılan ve genellikle payları bir borsada işlem gören işletmeler açısından bir uygulama alanı bulunduğu değerlendirilmektedir. Bu itibarla, dünya genelinde kurumsal yönetim ilkelerinin genel anlamda kolektif yatırım kuruluşlarına derç edilmesi hususu yaşanan süreçte bir zorunluluk haline gelmiştir. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde anılan zorunluluğa detaylarıyla yer vermek suretiyle uygulamada benimsenen ilkelerden söz edilecektir.

III.2. KYK’larda Kurumsal Yönetim Kavramı

Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD), sermaye piyasalarının düzenleyici otoritesi konumunda bulunan Securities and Exchange Commission (SEC) tarafından özellikle 2003 yılında tespit edilen yatırım fonu endüstrisi ile ilgili çıkar çatışmalarının yaşandığı durumlar, suistimaller ve bu nedenle yürütülen soruşturmalar ve açılan davalarla birlikte, yatırım fonları ve diğer kolektif yatırım kuruluşlarında kurumsal yönetim (fund governance) kavramı ön plana çıkmıştır. Fon kurucu ve yöneticilerine tüm inisiyatifin bırakılması, fon malvarlıklarından yatırım yaparken, kurucu ve yöneticinin kendi menfaatleri ile fon ve yatırımcı menfaatlerinin yarışması sonucunu doğurmuştur. Kurucu ve yönetici haricinde ilişkili taraflar ve üçüncü kişiler lehine fon aleyhine menfaat temini gündeme gelebilmektedir (Haykır, 2005:37).

Bu kapsamda, KYK’larda kurumsal yönetim kavramı *“Fon organizasyonunda ve faaliyetlerinde yatırımcı menfaatlerinin ön planda tutulmasını ve çıkar çatışmalarının önlenmesini sağlayan, adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk kavramlarının uygulama alanı bulunduğu sistemler”* olarak tanımlanmaktadır (Ada, 2002:1). Yeterli ve uygun kontrol mekanizmalarının yokluğunda, yatırımcılar ile KYK yöneticilerinin kişisel çıkarları arasında ortaya çıkan çatışmalar, yatırımcı çıkarlarının zarara uğramasına yol açmak suretiyle yatırımcıların KYK’lara olan güveninin temelden sarsılmasına neden olabilmektedir (IOSCO, 2000:2).

Yatırım fonlarında kurumsal yönetim, yasal düzenlemelere ve prosedürlere uyumun ötesinde, risk yönetimi, pazarlama, satış kanalı, uygun işgücü istihdamı ya da dışarıdan hizmet

alımını gibi tüm sorumluluk alanlarında sağlıklı karar alma mekanizmalarının oluşturulmasını da içine alan geniş bir kavramdır (PWC, 2010/2011:2).

III.2.1 KYK’larda Kurumsal Yönetim Anlamında Yaşanabilecek Sorunlar

Kolektif yatırım kuruluşları bu çalışmanın **II.3** nolu bölümünde de yer verildiği üzere birçok kişi ve kuruluşun katılımıyla bir araya gelen bir yapıya sahiptir. Söz konusu yapı içerisinde, paydaşların her birinin faydasını maksimize etme arayışı, piyasa verilerine erişim anlamında asimetrik bir yapının gözlenmesi ve karmaşık vekalet ilişkilerinin bulunması beraberinde birtakım sorunları getirmiştir. Kolektif yatırım kuruluşlarında yer alan temel sorunlar çıkar çatışmaları, görevi ihmal ve vekalet ilişkisinin suistimali ile KYK yatırımcılarının pasif karakterli olmaları şeklinde sıralanabilir (Ada, 2002:4).

III.2.1.1 Çıkar Çatışmaları

IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) Teknik Komitesi tarafından 1994 yılında yayınlanan “KYK’nın Düzenlenmesine İlişkin Prensipler” isimli çalışmanın 6. prensibinde “Düzenleyici otoriteler, KYK yöneticilerinin yönetim faaliyetlerinin herhangi bir kısıtlamaya tabi olmaması durumunda, yatırımcıların çıkarlarının önemli ölçüde etkilenebileceğinin farkında olmalıdır. Söz konusu risk karşısında, düzenleyici otoriteler, yatırımcı çıkarlarının en iyi şekilde korunmasını sağlamaya yönelik bir düzenleme rejimi benimsemelidir. Böyle bir rejim, genel ifadeler içerebileceği gibi, çıkar çatışmalarının önlenmesi amacıyla detaylı düzenlemelere de gidilebilir.” ifadesine yer vermek suretiyle KYK’larda kaçınılmaz olan çıkar çatışmalarına vurgu yapmıştır.

Kolektif yatırım kuruluşlarında yatırım yapılan varlıkların seçimine ilişkin faaliyetlerde ve kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin diğer faaliyetlerde olmak üzere genel itibarıyla iki farklı alanda çıkar çatışması hususu gündeme gelebilmektedir.

III.2.1.1.1 Yatırım Yapılan Varlıkların Seçiminde Çıkar Çatışması

Kolektif yatırım kuruluşlarında yatırım yapılan varlıkların seçimi sırasında karşılaşılan çıkar çatışmaları 3 farklı şekilde olabilmektedir. Bunlar; kolektif yatırım kuruluşları ile ilişkili

taraflar¹ arasında, ilişkili tarafların aracılığıyla veya ilişkili tarafların katılımıyla gerçekleştirilebilmektedir.

III.2.1.1.1.1 KYK ile İlişkili Taraflar Arasında Gerçekleşen İşlemler

KYK'lar ile ilişkili taraflar arasında gerçekleşen işlemlerde yaşanabilecek çıkar çatışmalarına aşağıda yer verilmektedir:

İlişkili tarafın;

- menkul kıymetlerinin KYK'nın yatırım stratejisine aykırı şekilde satın alınması,
- aracılık yüklenimi yaptığı menkul kıymetlerin gerçek değerinden daha yüksek bir fiyatla ya da KYK'nın yatırım stratejisine aykırı şekilde satın alınması,
- diğer yükümlülüklerinin yerine getirilmesi amacıyla, KYK'nın portföyünde bulunan menkul kıymetlerin ya da diğer varlıkların gerçek değerinin altındaki bir fiyatla satılması,
- yanlış fiyatlanmış, likit olmayan ya da KYK'nın yatırım stratejisine uygun olmayan menkul kıymetlerinin KYK ile karşılıklı olarak alınıp satılması,
- menkul kıymetleri üzerinde, menkul kıymetlerin fiyatını etkileyebilecek bir bilgiye sahip olunması nedeniyle işlem yapılması,
- lehine sonuç verecek şekilde KYK yöneticileri tarafından işlem yapılması, (IOSCO, 2000:4).

III.2.1.1.1.2 İlişkili Taraflar Aracılığıyla Gerçekleşen İşlemler

Bu kategoride yer alan işlemler direkt olarak KYK'nın ilişkili tarafından değil de ilişkili tarafın aracılığı ile gerçekleştirilmektedir. Burada sözü edilen aracılık, ilişkili tarafın acentası, brokerı, yöneticisi veya saklayıcı kuruluşu gibi bir tarafın işleme konu olmasından

¹ Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) 24'e göre bir tarafın bir işletme ile ilişkili sayılması için özetle: Söz konusu tarafın, doğrudan doğruya ya da dolaylı olarak bir veya birden fazla aracı yoluyla, işletmeyi kontrol etmesi, işletme tarafından kontrol edilmesi ya da işletme ile ortak kontrol altında bulunması; işletme üzerinde önemli etkisinin olmasını sağlayacak payının olması; veya işletme üzerinde ortak kontrole sahip olması veya tarafın; işletmenin bir iştiraki olması, işletmenin ortak girişimci olduğu bir iş ortaklığı olması, işletmenin veya ana ortaklığının kilit yönetici personelinin bir üyesi olması, işletmenin ya da işletme ile ilişkili taraf olan bir işletmenin çalışanlarına işten ayrılma sonrasında sağlanan fayda planları olması gibi şartlar aranmaktadır.

kaynaklanmaktadır. Söz konusu işlemlerde ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarına aşağıda yer verilmektedir:

- KYK'nın portföyündeki menkul kıymetlerin ya da diğer varlıkların bir ilişkili taraf aracılığı ile gerçekleştirilen alım satım işlemlerinde, aracı kuruluşun olması gerekenden yüksek tutarda komisyon ödenmesi,

- Bir ilişkili tarafın aracılığı ile KYK'nın portföyündeki menkul kıymetlerin ya da diğer varlıkların alım satım işlemlerinde alınan komisyonların KYK ile aracı olan ilişkili taraf arasında paylaşılması,

- Bir KYK yöneticisi alt düzeydeki portföy yöneticilerine yetki verdiğinde, yetki alan portföy yöneticisinin gerçekleştirdiği işlemleri kendi üzerinden geçirerek KYK'nın ödeyeceği komisyon miktarını artırması,

- KYK'nın acentası olarak görev yapan bir aracının, işlemin diğer tarafından komisyon talep etmesi (IOSCO, 2000:5),

- Grup içi ilişkili aracı kuruluşların komisyon gelirlerini artırmak amacıyla portföyde gereğinden fazla alım satım işlemi yapılması (churning of portfolios).

III.2.1.1.1.3 İlişkili Tarafın Katılımıyla Gerçekleşen İşlemler

Bu kategoride ele alınan durumlarda KYK ile ilişkili tarafı, üçüncü bir tarafla işlem gerçekleştirmektedir. Söz konusu işlemlerde gerçekleştirilecek çıkar çatışmalarına aşağıda yer verilmektedir:

- İlişkili tarafın, işlem koşullarını KYK'nın aleyhine ve kendi lehine olacak şekilde üçüncü tarafla anlaşarak belirlemesi,

- ilişkili tarafın aracısının (örneğin broker), işlem koşullarını KYK'nın değil, KYK yöneticisinin lehine olacak şekilde ayarlaması,

- KYK ve ilişkili tarafın hedef seçtiği bir şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin portföyde tutulması durumunda, ilişkili tarafın aracısının (örneğin KYK yöneticisi) hedef şirketteki kontrol hakkını KYK'nın çıkarlarına aykırı şekilde kullanması,

- İlişkili tarafın, uygun olmayan ilişkili yatırım kararlarını desteklemesi (IOSCO, 2000:6).

III.2.1.1.2 KYK'nın Diğer Faaliyetlerinde Yaşanan Çıkar Çatışması

Kolektif yatırım kuruluşlarının diğer faaliyetlerinde karşılaşılabilecek çıkar çatışmasına yol açan durumlara aşağıda yer verilmektedir.

III.2.1.1.2.1 KYK Yöneticisine Ödenen Ücret ve Komisyonlar

KYK yöneticileri, sundukları yönetim hizmeti karşılığında KYK'ndan ücret almaktadırlar. Yönetim ücretlerinin belirlenmesine ilişkin olarak ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarına aşağıda yer verilmektedir.

- Performansa bağlı ücretlendirme yapılan durumlarda, yöneticinin KYK performansını dolayısıyla da yönetim ücretlerini artırabilmek için gereğinden fazla risk üstlenmesi,

- KYK'na ilişkin idari hizmetlerin KYK yöneticisi veya yöneticinin bağlı kuruluşu tarafından gerçekleştirilmesi durumunda, KYK yöneticisinin sunulan hizmetler için gerekenden daha yüksek bir ücret ödemesi,

- KYK yöneticisinin, gerçekleştirmekle yükümlü olduğu yönetim faaliyetlerini bir başka yöneticiye özellikle de ilişkili olan bir tarafa devretmesi halinde, yönetim faaliyetleri için çift ücret ödenmesi,

- KYK yöneticisinin üçüncü bir kuruluştan kendisi için ya da hem kendisi hem de KYK için mal ve hizmet satın alması durumunda, söz konusu mal ve hizmetlerin bedellerini tamamen KYK'na yansıtması,

- KYK yöneticilerine ve ilgili kişilere, KYK'nın gelirlerinden karşılanmak üzere tazminat alma hakkı tanınması durumunda, söz konusu kişilerin tazminat alabilmek için bilinçli olarak yanlış kararlar alması ya da dikkatsiz davranması (IOSCO, 2000:8).

III.2.1.1.2.2 KYK Paylarının Pazarlanması Sırasında KYK Varlıklarının Kullanılması

KYK paylarının pazarlama faaliyetleri için yapılan giderlerin KYK varlıklarından karşılanması durumunda, KYK yöneticisi pazarlama için olması gerekenden daha büyük bir bütçe ayırmak suretiyle KYK'nı zarara uğratabilir. KYK paylarının pazarlanmasına ilişkin olarak ortaya çıkabilecek çıkar çatışması örnekleri aşağıda sunulmaktadır:

- Pazarlama harcamalarının yüksek tutulması sonucunda fon malvarlığından KYK yöneticisine ödenen yönetim ücretlerinin artmasının sağlanması,

- Pazarlama harcamalarının yüksek tutulması sonucunda yeni pay satışlarının KYK yöneticisinin tahsil ettiği satış, hizmet ve yönetim komisyonlarını artırması,

- Pazarlama hizmetinin alındığı kişi ya da kuruluşlardan doğrudan ya da dolaylı olarak menfaat (komisyon vb.) sağlanması ve bu menfaatlerin KYK'na yansıtılmaması (IOSCO, 2000:9).

III.2.1.1.2.3 KYK Yöneticileri ile Çalışanlarının Kendi Nam ve Hesaplarına Yaptığı İşlemler

KYK yöneticileri ile çalışanlarının kendi nam ve hesaplarına yaptıkları işlemlerde ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarına aşağıda yer verilmektedir:

- **Ön Alım (Front Running):** Yönetici ya da çalışanlar KYK adına alınacak bir ortaklık payını önce kendi adına satın almakta, KYK'nın yüksek tutarlı alış işlemiyle pay fiyatını yapay olarak yükseltmekte, ardından da kendi paylarını bu yükselişten hemen sonra satarak haksız kazanç elde etmektedir.

- **İçeriden Öğrenenlerin Ticareti (İnsider Trading):** Yatırım fonları, ortaklık paylarına büyük miktarlarda yatırım yapmaları ve kurumsal yatırımcı olmaları nedeniyle, fiyatı etkileyebilecek nitelikte önemli bilgileri kamuya açıklanmadan önce öğrenebilirler. Bu durum, KYK yöneticisi ile çalışanlarının, kendi nam ve hesaplarına işlem yaparak avantajlı duruma gelmelerini sağlayabilir (Alexeeva ve Başk.,2000:179,180).

III.2.1.1.2.4 KYK'dan Bağımsız Olmayan Yöneticiler ile Saklayıcıların Seçimi

KYK yöneticisinden bağımsız olmayan portföy yöneticileri ve saklayıcı kuruluşların seçilmesi durumunda, bu kişi ya da kuruluşlar yatırımcıların ve KYK'nın haklarını korumak yerine, KYK yöneticisinin menfaatleri doğrultusunda faaliyet gösterebilirler (IOSCO, 2000:9).

III.2.1.1.2.5 KYK'dan Bağımsız Olmayan Yöneticiler ile Saklayıcıların Seçimi

KYK yöneticilerinin birden fazla bireysel ve kurumsal müşteriye hizmet sunduğu durumlarda ortaya çıkabilecek çıkar çatışması örnekleri aşağıda sunulmaktadır:

- Talebin arzdan fazla olduğu yüksek performans beklenen menkul kıymet halka arzlarında, KYK yöneticilerinin karşılanan talepleri gerçek talep sahipleri olan KYK yerine belirli hatırlı müşterilerin hesaplarına dağıtması,

- KYK yöneticilerinin gün içinde müşteriler adına gerçekleştirilen işlemleri gün içerisindeki piyasa hareketlerini göz önüne alarak müşteri hesapları arasında dağıtması (cherry

- picking), bunun sonucunda fiyat hareketlerinin beklenen yönde gerçekleşmesi halinde yapılan işlemlerin hatırlı müşterilerin hesaplarına, aksi durumda ise KYK hesaplarına yansıtılması,

- Bir menkul kıymete ilişkin olarak gerçekleştirilen toplu emirlerde, gerçekleşen işlemlerin KYK yöneticisi tarafından müşteri hesaplarına ortalama fiyattan yansıtılmaması, en yüksek fiyattan gerçekleşen satım emirleri ile en düşük fiyattan gerçekleşen alım emirlerinin gerçek işlem sahipleri olan KYK yerine hatırlı müşterilerin hesabına yansıtılması.

Çalışmanın bu bölümünde uygulamada sıklıkla karşılaşılan çıkar çatışması örneklerine yer verilmiştir. Bununla birlikte, KYK'ların diğer ortaklıkların ilişkili tarafı olabileceği hususu dikkate alındığında burada sayılanların haricinde de çıkar çatışması senaryolarının olabileceğinin unutulmaması gerekmektedir.

III.2.1.2 Görevi İhmal ve Vekalet İlişkisinin Suistimali

Kolektif yatırım kuruluşlarının temelinde yatan vekalet ilişkisinin ve inançlı mülkiyet ilkesinin KYK yöneticileri tarafından suistimal edilmesi söz konusu olabilmektedir. KYK yöneticilerine yatırımcılar (asiller) tarafından yüklenen sorumlulukların ihmali veya suistimal edilmesi, yatırımcıların menfaatlerini zedelemek suretiyle yatırımcıların KYK sektörüne olan güvenlerinin temelden sarsılmasına yol açabilmektedir. Bir örnekle açıklamak gerekirse, kolektif yatırım kuruluşuna ait portföyde yer alan varlıklara, varlıkların değerine, uygulanan yatırım stratejisine veya üstlenilen risklere ilişkin olarak yatırımcılara yanlış bilgi sunulması bu kapsamda değerlendirilebilir.

Diğer taraftan, yatırımcılar ile kolektif yatırım kuruluşlarının yöneticileri arasında yer alan asimetrik bilgi dağılımı da suistimale sebebiyet verebilmektedir. Şöyle ki; KYK sektöründe hizmet sunan kişiler yani KYK yöneticileri finansal piyasalar ve bu piyasaların işleyişi hakkında gerekli bilgilere sahip uzmanlar konumundayken, KYK'na yatırım yapan kişiler yani yatırımcılar, finansal piyasalar ve bu piyasaların işleyişi hakkında oldukça sınırlı bilgiye sahiptirler. Sistemin iki tarafı arasındaki bu asimetri, KYK yöneticilerine yatırımcılara karşı önemli bir avantaj sağlamaktadır. KYK yöneticilerinin bu avantajı suistimal etmeleri halinde yatırımcı menfaatleri önemli ölçüde zarar görebilmektedir.

III.2.1.3 KYK Yatırımcılarının Pasif Karakterli Olmaları

KYK sektörüne yatırım yapan yatırımcıları diğer yatırımcılardan ayıran en belirgin özelliklerinden biri, diğer yatırımcıların doğrudan yatırım yapacakları menkul kıymetleri aktif olarak seçebilmesi mümkün iken, KYK yatırımcılarının bu seçimi KYK yöneticilerine bırakmış olmasıdır. Bunun temel nedeni KYK'ları tercih eden yatırımcıların kendi yatırımlarının yönetimine aktif olarak katılmak istememeleri ve sermaye piyasaları ile ilgili gerekli uzmanlığa sahip olmamalarıdır.

Öte yandan, tüm inisiyatifin KYK yöneticisine bırakılmış olması da KYK sektöründeki suistimal ve dolandırıcılık risklerini artırmaktadır. Özellikle KYK portföyünde yer alan varlıklara ilişkin oy haklarının kullanımında KYK yöneticisi KYK yatırımcılarının aleyhine, kendi lehine olmak üzere kararlar alabilmektedir. Söz konusu zararı bertaraf etmek üzere KYK yatırımcıları sahip oldukları katılma paylarını KYK'ya satmak suretiyle KYK'dan çıkma hakkına sahiptir. Ne var ki, birçok KYK'da bulunan çıkış komisyonu uygulaması nedeniyle yatırımcıların söz konusu zarardan tamamen kaçınması mümkün bulunmamaktadır.

III.3 Dünya Geneline Uygulanan KYK Kurumsal Yönetim Sistemleri

Çalışmanın bu bölümünde dünya genelinde genel kabul gören KYK kurumsal yönetim uygulamalarına yer verilecektir. Ancak, tek tek ülke uygulamalarını irdelemek yerine, KYK sektörünün en çok geliştiği ve dünya genelindeki uygulamaları en iyi yansıtan ülke olması nedeniyle ABD'deki uygulamalar üzerinden konunun incelenmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir.

Yatırım Şirketleri Enstitüsü, (Investment Company Institute-ICI) 1995 yılından itibaren her iki yılda bir, dünya genelindeki kolektif yatırım kuruluşlarından veriler toplayarak² söz konusu kurumsal yönetim uygulama verilerini "Fund Governance Practices" adıyla raporlamaktadır. ICI'nın 1994-2012 dönemine ilişkin 30 Eylül 2013 tarihli sektör raporunda;

- Geçen 18 yıllık dönemde yasal zorunluluk olmamasına rağmen kolektif yatırım kuruluşlarının yönetim kurulu üyelerinin yatırımcıların çıkarlarına en iyi hizmet eden kurumsal yönetim uygulamalarını güçlendirdikleri,

- 2012 yılsonu itibarıyla fon kurullarının yaklaşık %85'inde, üyelerin dörtte üçünün bağımsız üyelerden oluştuğu,

² 2012 yılındaki çalışmada 8235 adet fondan veri toplanmıştır.

- Fon kurullarının yaklaşık %88’inde bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yönetim kurulu başkanı olduğu,

- Bağımsız yönetim kurulu üyelerine hizmet etmek amacıyla fon organizasyonunda nitelikli danışma kuruluna yer veren fonların oranının %90’ın üzerinde olduğu,

- KYK’ların %95’inde finans alanında uzman kişilerin yer aldığı denetim komitesinin oluşturulduğu

hususları tespit edilmiştir (ICI, 2013:4-17).

III.3.1 Organizasyonel Yapı ve Hukuki Çerçeve

ABD’de kurumsal yönetim uygulamalarının temeli 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu’na (Investment Company Act-ICA) kadar uzanmaktadır. ICA’da ABD Kongresi *“yatırım şirketleri/fonları, pay sahiplerinin çıkarlarından ziyade yatırım danışmanlarının/portföy yöneticilerinin çıkarı gözetilerek örgütlenmesi ve yönetilmesi ya da yatırım şirketlerinin yeterli bağımsız dış incelemeye (adequate independent scrutiny) tabi olmaması halinde, ulusal kamu yararı ve yatırımcıların çıkarları olumsuz etkilenmektedir.”* demek suretiyle pay sahiplerinin lehine tutum almıştır (Yeşilürdü, 2012:30). ABD’de kurumsal yönetim uygulamalarının temelini bağımsız yöneticiler oluşturmaktadır (Thompson ve Choi, 2001:15). ICA’da “ilişkili kişi” (interested person) kavramı özetle KYK’nın bağlı kuruluşları, yatırım danışmanı veya genel dağıtımcısı da dikkate alınarak söz konusu taraflarla ilişkili olan kişi şeklinde tanımlanmıştır ve bağımsız yönetici olunabilmesi için ICA’da yer alan ilişkili kişi kapsamında yer almamak gerekmektedir.

Şirket tipi KYK yapılanmasının görüldüğü ABD’de, ICA uyarınca yatırım şirketlerinin yönetim kurulunun en az %40’ının bağımsız üyelerden oluşması zorunludur. Yönetim kurulunun görevi, KYK ortaklarının yani pay sahiplerinin temsilcisi olarak KYK yöneticisi olan kurumun faaliyetlerinin gözetimini yapmak ve yatırımcıların menfaatlerini korumaktır. Yönetim kurulu gözetim görevini yerine getirirken uyum (compliance) departmanının, yedieminin (custody) ve denetçinin hazırladığı raporlardan yararlanmaktadır. Bu sistemde fon kuruluşuna ilişkin karar mercii de yatırım şirkettir. Fon faaliyete geçtikten sonra yönetim kurulu, ilgili yasal düzenlemelerle KYK tarafından belirlenen kurallar ışığında KYK yöneticilerinin faaliyetlerini izlemekte ve çıkar çatışmalarını önlemeye çalışmaktadır. KYK’larda, yatırım danışmanı veya portföy yöneticisiyle sözleşme imzalanması gibi özellik

arz eden bazı hususlarda bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun onayının alınması gerekmektedir.

Diğer taraftan, 2004 yılında düzenleyici otorite SEC, fon kurulu üyelerinin en az dörtte üçünün bağımsız olmasını ve fon kurulu başkanının bağımsız bir üye olmasını öngören bir düzenleme yapmıştır. Ancak, söz konusu düzenleme Federal Mahkeme tarafından SEC'nin bu düzenlemenin maliyetlerine ilişkin veriler hakkında yeterli görüş almadığı gerekçesiyle 2006 yılında iptal edilmiştir.

KYK organizasyonunda, imzalanan sözleşmeler çerçevesinde bir yatırım danışmanı ile bir yediemin faaliyet göstermektedir. KYK'nın portföy yönetimi ve diğer günlük faaliyetleri yatırım danışmanı aracılığıyla yürütülmekte; bu faaliyetlere ilişkin yasal sorumluluk da yatırım danışmanına ait olmaktadır. Yediemin ise, KYK portföyündeki menkul kıymetler için güvenli saklama, portföydeki kıymetlerle ilgili bölünme, çağrı vb. olayları takip etme, nakit raporları ve projeksiyonları hazırlama, yatırım danışmanını yabancı veya yerel vergi kanunlarındaki değişimler ile piyasadaki değişiklikler (fonun yatırımlarını etkileyecek nitelikte) hakkında bilgilendirme gibi hizmetler sunmaktadır (İskender, 1999:19).

III.3.2 Gözetim

KYK'larda önem arz etmesi nedeniyle gözetim fonksiyonu zorunlu faaliyetlerden biridir. Gözetim faaliyetine ilişkin sorumluluk bazı sistemlerde KYK organizasyonunun iç kontrol sisteminin bir unsuru olarak görülürken bazı sistemlerde tamamen KYK organizasyonu dışında yer alan düzenleyici otoritelere veya öz düzenleyici kuruluşlara bırakılmıştır.

ABD'de, düzenleyici otorite SEC'nin KYK faaliyetlerine ilişkin nihai kamusal gözetim sorumluluğu saklı kalmak üzere, KYK faaliyetlerine ilişkin temel gözetim sorumluluğu KYK ile ilgili bütün işlemlerde olduğu gibi bağımsızlık kavramının uygulama alanı bulunduğu KYK yönetim kuruluna aittir.

III.3.3 Çıkar Çatışmaları

Çalışmanın III.2.1 nolu bölümünde ayrıntılı olarak incelendiği üzere düzenleyici otoriteler KYK yöneticilerinin kendi menfaatlerini ön plana çıkarmalarını ve yatırımcı menfaatlerine zarar vermelerini önlemeye yönelik mekanizmalar oluşturmaktadır. Bu çerçevede, düzenleyici otoriteler farklı yasal düzenlemelerle KYK sisteminde ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarını engellemeye çalışmaktadırlar. ABD'de çıkar çatışması sorununu çözmek üzere bağımsız yönetim kurulu üyeliği müessesesi gündeme gelmiştir. Yatırım

danışmanı ile sözleşme imzalanması gibi özellik arz eden durumlarda bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayının alınması gerekmektedir.

Diğer taraftan, ICA'da KYK'larla ilişkili tarafları arasında birebir gerçekleştirilen alım, satım ve kredi verme işlemleri yasaklanmıştır. Söz konusu işlemler belirli koşullar altında ve SEC'nin onayına tabi olmak şartıyla gerçekleştirilebilmektedir. Ayrıca, yönetim kurulu üyelerinin görevlerini ihmal veya suistimal etmeleri durumunda SEC'nin gerekli önlemleri alma ve ilgililer hakkında işlem yapma yetkisi vardır.

III.3.4 Faaliyet Standartları (Code of Conduct)

KYK yöneticilerinin sistemdeki rollerinin ve etkinliklerinin artırılması amacıyla ABD'de, ICI tarafından 24 Haziran 1999 tarihinde "Fon Yöneticileri için Faaliyet Standartları" isimli bir çalışma yayınlanmıştır. Söz konusu çalışma neticesinde ulaşılan sonuçlara aşağıda yer verilmektedir:

- Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun (en az 2/3) bağımsız üyelerden oluşması gerekmektedir.
- Fonun yatırım danışmanının, aracılık faaliyetlerini yürüten kuruluşunun veya bunların bağlı kuruluşlarının eski yöneticisi ya da çalışanı konumunda bulunan kişilerin bağımsız yönetim kurulu üyesi olmaması gerekmektedir.
- Bağımsız yönetim kurulu üyeliğinde görev yapan bir kişinin herhangi bir şekilde görevinden ayrılması durumunda yeni yapılacak atamanın mevcut bağımsız üyeleri tarafından yapılması gerekmektedir.
- Bağımsız yönetim kurulu üyelerine görevleri karşılığında uygun maddi ödemelerin yapılması gerekmektedir.
- Fonların yönetim kurulunda görev yapan üyelerin söz konusu fonlarda pay sahibi olmaları gerekmektedir.
- Bağımsız yönetim kurulu üyelerine hizmet etmesi için, fon organizasyonunda yatırım danışmanından ve fona hizmet sunan diğer kuruluşlardan bağımsız olan bir danışma kuruluna yer verilmelidir. Ayrıca, bağımsız üyelere uzmanlık gerektiren konularda fonun bağımsız denetçisinden ya da diğer uzmanlardan danışmanlık hizmeti alma hakkı tanınmalıdır.

- Bağımsız yönetim kurulu üyeleri, varsa yatırım danışmanı, aracı kuruluş, fona hizmet sunan diğer kuruluşlar ile bunların bağlı kuruluşlarıyla olan ticari veya ailevi nitelikteki ilişkileri hakkında her yıl bildirimde bulunmalıdır.
- Fonların organizasyonel yapılarında üyelerinin tamamı bağımsız üyelerden oluşan bir denetim komitesi oluşturulmalıdır. Denetim komitesi fonun bağımsız denetçileriyle yılda en az bir defa fonun yönetim temsilcilerinin yer almadığı görüşmeler yapmalıdır. Denetim komitesi üyelerinin bağımsızlığı her yıl bağımsız denetçi tarafından kontrol edilmelidir. Öte yandan, denetim komitesinin görev ve yetkileri yazılı esaslarla belirlenmelidir.
- Bağımsız yönetim kurulu üyeleri fonun faaliyetlerine ilişkin olarak uygun gördükleri konular hakkında görüşmek üzere müstakil olarak toplantılar yapmalıdır.
- Bağımsız yönetim kurulu üyeleri kendi aralarında bir veya birden fazla “lider bağımsız üye” seçmelidir.
- Fon yönetim kurulu, bağımsız üyelerin etkinliğini ve bağımsızlığını teminat altına almak için yöneticiler ve diğer çalışanlar için gerekli mesleki sorumluluk ve tazminat sigortalarını yaptırmalıdır.
- Her fon için ayrı bir yönetim kurulu oluşturmak yerine ya aynı kurucunun bütün fonları için tek bir yönetim kurulu ya da aynı kurucunun fon grupları için ayrı yönetim kurulu grupları oluşturulmalıdır.
- Fon yönetim kurulları, yöneticilerine yönelik emeklilik politikaları oluşturmalıdır.
- Fon yöneticileri yönetim kurulunun etkinliğini periyodik olarak değerlendirmelidir.
- Fon organizasyonunda görevlendirilen yeni yöneticilere yönelik eğitim programları düzenlenmeli, ayrıca eğitim sürekli eğitim programları düzenlemek suretiyle yöneticilerin düzenlemeler konusunda ve piyasalarda meydana gelen değişiklikler konusunda güncel bilgilere sahip olması sağlanmalıdır (ICI, 1999:10-31).

III.3.5 İç Kontrol-Risk Yönetim Sistemi ve Uyum Prosedürleri

ABD’de KYK’larda, iç kontrol sistemlerinin, yasal düzenlemelerle yöneticiler tarafından belirlenen standartlara uygun faaliyet göstermesini sağlamak amacıyla uyum programının ve risk yönetim sistemlerinin oluşturulması zorunludur. Uyum programı, fiyat hesaplaması, değerlendirme, portföy çeşitlendirmesi ve likidite gibi konulara ilişkin kurallara uyumun yanı sıra borçlanma, türev araç işlemleri ve likit olmayan varlıklara yapılan yatırımlar gibi işlemler için belirlenen sınırlara uyumu da kontrol edecek şekilde tasarlanmaktadır.

III.4. KYK’larda Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Değerlendirilmesi

Çalışmanın bu bölümünde ayrıntılı olarak ele alındığı üzere, kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin olarak dünya genelinde ve ABD özelinde birbirinden farklı uygulamalara yer verilmektedir. Ancak, söz konusu uygulamalarda ortak amacın yatırımcıların korunması ve çıkar çatışmalarının önlenmesi olduğu gözlenmektedir. Diğer taraftan, dünya genelinde hangi uygulamanın yatırımcılar açısından en iyi olduğu konusunda genel bir fikir birliğine ulaşılamamıştır. Bununla birlikte, kurumsal yönetim uygulamalarının KYK sektöründe etkin bir şekilde uygulanmasını teminen, aşağıda yer verilen çözüm önerilerinin KYK sektörü ile düzenleyici otoriteler tarafından benimsenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

- Düzenleyici otoriteler, kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin olarak kazuistik düzenlemeler yapmak yerine genel çerçeveyi belirlemelidir, düzenlemeye ilişkin detaylar sektör uygulamalarına bırakılmalıdır. Öte yandan, sistem “bağımsız yönetici” kavramı üzerine inşa edilmelidir. Bağımsız yöneticiler, adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk kavramları ışığında tarafsız olarak faaliyet göstermelidirler. Her KYK yönetim kurulunun çoğunluğunun bağımsız üyelerden oluşması zorunlu tutulmalı ve bu yöneticilere ilişkin ayrıntılı görev ve sorumluluk tanımlamaları yapılmalıdır.
- Düzenleyici otoriteler KYK’larda çıkar çatışmalarına yol açacak belirli işlemlerin yasaklanmasına veya sınırlandırılmasına yönelik düzenlemeler yapmalıdır. Söz konusu işlemlerin pay sahiplerinin ve/veya bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun onayı çerçevesinde gerçekleşmesine imkan tanıyan düzenlemelere yer verilmelidir. Bağımsız yöneticilerin çıkar

çatışmalarının tespitine yönelik olarak ayrıntılı gözetim faaliyetlerinde bulunmasına önem verilmelidir.

- KYK organizasyonunda iç kontrol sistemlerinin ve uyum prosedürlerinin oluşturulması zorunlu tutulmalı ve söz konusu sistemler denetçiler tarafından etkin bir şekilde gözetime tabi olmalıdır.
- Düzenleyici otoriteler, kurumsal yönetim konusunda meslek birlikleri ve piyasa katılımcılarıyla işbirliği yapmak suretiyle KYK yöneticilerine yönelik faaliyet standartlarını belirlemeli ve bu standartların uygulanmasını zorunlu tutmalıdırlar.
- Yatırımcıların zamanında, tam ve doğru olarak bilgilendirilmesi prensibi çerçevesinde, KYK yöneticisi, kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin faaliyetleri hakkında periyodik olarak yatırımcıları bilgilendirmelidir.

IV. TÜRKİYE UYGULAMASI

IV.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlkeleri

Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması konusunda ilk düzenleme 2000li yılların başında yapılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından payları Borsa İstanbul A.Ş.’de (BİAŞ) işlem gören şirketler için kurumsal yönetim ilkeleri yayınlanmıştır. Söz konusu kurumsal yönetim ilkeleri “uygula ya da açıkla” (apply or explain) yaklaşımıyla düzenlenmiştir. Bu itibarla, anılan kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan prensiplerin uygulanması şirketlerin inisiyatifine bırakılmıştır. 2005 yılında OECD’nin kurumsal yönetim ilkelerindeki değişiklikler sonrasında Türkiye’de kabul edilen prensiplerde de güncellemeye gidilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığı, uygulanmadı ise buna ilişkin gerekçeli açıklamaya yıllık faaliyet raporlarında yer verilmesi ve ayrıca kamuya açıklanması gerekmektedir (Sandıkçioğlu, 2005:3).

2011 ve 2012 yıllarında yapılan düzenlemeler ile borsada işlem gören şirketler için bağımsız yönetim kurulu üyeliği de dahil olmak üzere bazı ilkeler ihtiyari olmaktan çıkıp, zorunlu hale gelmiştir.

Diğer taraftan, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nda ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda kurumsal yönetim kavramını ve uygulamalarını kapsayıcı hükümlere yer verildiği görülmektedir. Gerek sermaye piyasası mevzuatında gerekse bankacılık mevzuatında kurumsal

yönetim ilkelerinin uygulama alanı bulduğu hükümler yer almasına rağmen, söz konusu hükümlerin şirketlere yönelik ele alındığı görülmektedir. Yatırım ortaklıkları hariç tutulursa, sözleşmeye dayalı modelin hakim olduğu ülkemiz piyasasında 2013 yılına kadar KYK sektöründe kurumsal yönetim uygulamalarının bakir kaldığı gözlenmektedir.

Türkiye’de kolektif yatırım kuruluşlarına ait portföy büyüklükleri dikkate alındığında, kolektif yatırım kuruluşlarında kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesi ve uygulanmasının zaruri olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Nitekim, 30.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda (6362 sayılı Kanun) kolektif yatırım kuruluşları detaylı olarak düzenlenmiş olup, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması hususu ikincil düzenlemelere bırakılmıştır. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde, KYK’larda kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması hususuna ilişkin olarak 6362 sayılı Kanun’da ve söz konusu Kanuna dayanılarak yapılan ikincil düzenlemelerde yer alan hükümlere değinilecektir.

IV.2. Sermaye Piyasası Mevzuatında Kurumsal Yönetim İlkeleri

6362 sayılı Kanun’un 17. maddesinde kurumsal yönetim ilkelerine açıkça yer verilme suretiyle halka açık ortaklıklarda kurumsal yönetim uygulamalarını düzenleme yetkisi SPK’ya verilmiştir. Anılan yetkiye istinaden 03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği hazırlanmıştır. Kurumsal Yönetim Tebliği genel itibariyle halka açık ortaklıklarda uygulama alanı bulurken, halka açık ortaklık statüsünde bulunan yatırım ortaklıklarını da kapsayan hükümlere yer verilmiştir. Ancak, anılan Tebliğde yatırım fonlarına ilişkin hükümlere yer verilmediği gözlenmektedir.

6362 sayılı Kanun ile mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda (2499 sayılı Kanun) yer almayan ve ülkemiz açısından önemli nitelikte değişiklik sayılabilecek kolektif yatırım kuruluşu uygulamalarına yer verilmiştir. Söz konusu değişikliklere özetle aşağıda yer verilmektedir:

- Mevzuatımızda ilk kez “kolektif yatırım kuruluşları” ifadesine yer verilmiş olup, kolektif yatırım kuruluşları yatırım fonları (emeklilik yatırım fonları hariç) ve yatırım ortaklıkları şeklinde tanımlanmıştır.
- Avrupa Birliği’nin (AB) UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) düzenlemelerine (2009/65/EC sayılı direktif) paralel olarak, yatırım fonlarının portföy yönetimi alanında uzman kurumlar tarafından yönetilebilmesi ve böylelikle fon sektörünün daha rekabetçi bir yapıya

kavuşması amacıyla, 2499 sayılı Kanun'da fon kurucusuna ilişkin olarak düzenlenen yetki ve sorumluluklar, portföy yönetim şirketleri için düzenlenmiştir. Bir diğer ifadeyle yatırım fonlarının kuruculuğu münhasıran portföy yönetim şirketlerine verilmiştir.

- 2009/65/EC sayılı AB direktifi ile uyumlu bir şekilde yatırım fonlarının, fon portföy yöneticiliği alanında uzman kuruluşlar tarafından yönetilebilmesi ve böylelikle fon sektörünün daha rekabetçi bir yapıya kavuşması öngörülmüştür.
- Kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerindeki varlıklara ilişkin olarak saklama hizmeti AB düzenlemelerine uygun olarak tanımlanmış olup, mevzuatımızda ilk kez “portföy saklama kuruluşları” ifadesine yer verilmiştir. Söz konusu kuruluşların sorumlulukları açık bir şekilde belirlenmiştir.
- Portföy saklama hizmetinin bu konuda uzmanlaşmış kuruluşlardan alınması ile portföy varlıklarının saklanmasına, portföyün mevzuata ve fon içtüzüğüne uygun yönetilmesine ve fiyat açıklanmasına ilişkin mali sorumluluk, portföy saklama kuruluşlarına verilmiştir.
- Gerek portföy yönetim şirketlerinin gerekse portföy saklama kuruluşlarının ana faaliyet alanlarında uzmanlaşması teşvik edilmektedir. Saklamaya ilişkin görev ve sorumlulukların portföy yönetim şirketinden ayrıştırılması ile yatırım fonu portföyündeki varlıkların saklama mekanizması daha güvenli bir yapıya kavuşmaktadır.
- Portföy saklama hizmetini yürüten kuruluş ile portföy yönetim şirketinin birbirinden bağımsız şekilde faaliyet göstermelerine yönelik düzenlemeler yapılmıştır.

6362 sayılı Kanun'un yukarıda yer verilen ilkelerinin uygulama alanı bulması amacıyla III-52.1 sayılı “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” (Yatırım Fonu Tebliği), III-55.1 sayılı “Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği” (PYS Tebliği) ve III-56.1 sayılı “Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği” (Saklama Tebliği) düzenlenmiştir.

Yatırım Fonu Tebliği, PYS Tebliği ve Saklama Tebliği'nin kurumsal yönetim ilkeleri ile örtüşecek nitelikteki hükümlerine aşağıda yer verilmektedir:

- Yatırım fonlarının kurucuları/yöneticilerinin ilişkili taraflarının varlıklarına yatırım yapılması durumunda saklayıcı kuruluşun bu hususta bilgilendirilmesi gerekmektedir.

- Yönetim ücreti de dahil olmak üzere yatırım fonlarından karşılanan tüm giderlerin üst sınırına fon türleri dikkate alınmak kaydıyla bir limit getirilmiştir. Söz konusu azami toplam gider oranlarının üçer aylık periyotlarla kontrol edilerek aşılmayıp aşılmadığının tespit edilmesi ve bu hususun Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden kamuya açıklanması gerekmektedir.
- Yatırım fonlarının yatırımcı bilgilendirme dokümanlarına KAP üzerinden erişim imkanı sağlanarak sektörde şeffaflığın sağlanması amaçlanmıştır.
- Fonlara uygulanan yönetim ücretinin, yatırımcıların kolaylıkla ulaşabileceği şekilde kurucunun resmi internet sitesinde ve KAP'ta ilan edilmesi zorunlu tutulmuştur. Yapılan açıklamada, günlük ve yıllık yönetim ücreti oranlarının hangi şartlar dahilinde yatırımcılardan tahsil edileceği bilgilerine ayrıntılı olarak yer verilmektedir.
- Yatırım fonlarının mevcut yapısında yer alan ve fonun karar alma sürecinde aktif rol oynayan fon kurulu müessesesi zorunlu olmaktan çıkarılmıştır.
- Portföy Yönetim Şirketlerinin (PYS) ana faaliyet konusu yatırım fonlarını kurmak ve yönetmek şeklinde düzenlenmiştir. Öte yandan, yatırım ortaklıklarının, emeklilik yatırım fonlarının ve bunların muadili yurt dışında kurulmuş yabancı kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinin yönetimi de ana faaliyet konusuna dahil edilmiştir.
- PYS'lerin sahip olması gereken asgari özsermaye tutarı yönettikleri portföy büyüklüğü ile ilişkilendirilmiştir.
- PYS'lerde yönetici, fon müdürü, ihtisas personeli ve personel tanımları detaylı olarak belirlenmiş ve her bir personelin yetki ve sorumluluk alanları belirlenmiştir.
- PYS genel müdürünün ve genel müdür yardımcılarının finansal piyasalar alanında en az yedi yıllık mesleki tecrübeye ve SPK'nın lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri uyarınca Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisans Belgesine sahip olması öngörülmüştür.
- PYS'lerin yönetim kurullarının en az üç kişiden oluşması zorunlu tutulmuştur. Diğer taraftan yönetim kurulu üyelerinin; çoğunluğunun, finansal piyasalar alanında en az yedi yıllık mesleki tecrübeye sahip olması, en az birinin SPK'nın lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri uyarınca Sermaye Piyasası Faaliyetleri

Düzyey 3 Lisans Belgesine veya Türey Araçlar Lisans Belgesine sahip olması öngörölmüştür.

- Fon müdürünün sermaye piyasası alanında en az yedi yıllık tecrübeye ve SPK'nın lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri uyarınca Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzyey 2 Lisans Belgesine sahip olması öngörölmüştür.
- PYŞ'lerde genel müdürün tam zamanlı ve münhasıran bu görev için istihdam edilmiş olması zorunlu tutulmuş, ancak PYŞ bünyesinde portföy yöneticisi, Şirketin yönetim, denetim veya sermaye ilişkisinde bulunduğu kuruluşlarda, bu kuruluşların doğrudan ya da dolaylı olarak yönetim, sermaye veya denetim kontrolüne sahip olduğu kuruluşlar ile borsalar ve teşkilatlanmış diğery pazar yerleri, takas ve portföy saklayıcıları ve SPK tarafından uygun görölecek diğery finansal kuruluşlarda, icrai nitelikte olmamak ve PYŞ'deki görevin ifasında zaafiyete düşölmemesi kaydıyla, yönetim kurulu üyesi olarak görev alabileceği düzenlenmiştir.
- PYŞ bünyesinde kurulması öngörölen iç kontrol sisteminin, PYŞ'nin merkez dışı örgütleri dahil tüm iş ve işlemlerinin yönetim stratejisi ve politikalarına uygun olarak düzenli, verimli ve etkin bir şekilde mevzuat ve kurallar çerçevesinde yürütölmesi, hesap ve kayıt düzeninin bütönlüğünün ve güvenilirliğinin, veri sistemindeki bilgilerin zamanında ve doğru bir şekilde elde edilebilirliğinin sağlanması, hata, hile ve usulsözlüklerin önlenmesi ve tespiti amacıyla PYŞ'de uygulanan organizasyon planı ile bunlara ilişkin tüm esas ve usulleri içerecek şekilde oluşturulması ve yazılı hale getirilmesi düzenlenmiştir.
- PYŞ'lerin faaliyet kapsamının fon kurucusu olacak şekilde genişletilmesi ve kolektif portföylerin sadece PYŞ'ler tarafından yönetilecek olması nedeniyle, PYŞ'lerin iç kontrol sistemi ile bütönlük arz eden, yönetilen portföyün yatırım stratejisi ile yatırım yapılan varlıkların yapısına ve risk düzeyine uygun bir şekilde risk yönetim sisteminin oluşturulması ve PYŞ bünyesinde oluşturulması halinde bu birimin portföyün yönetiminden sorumlu birimden bağımsız olması zorunlu tutulmuştur.
- PYŞ bünyesinde, PYŞ'nin günlük faaliyetlerinden bağımsız, yönetimin ihtiyaçları ve PYŞ'nin yapısına göre mevzuat ve PYŞ politikalarına uygunluk denetimlerini içeren, başta iç kontrol sisteminin ve risk yönetim sisteminin işleyişi olmak üzere PYŞ'nin tüm faaliyetlerini ve birimlerini kapsayan gözetim

ve teftiş fonksiyonunu yerine getirmek üzere bir teftiş biriminin oluşturulması zorunlu tutulmuştur.

- PYŞ bünyesinde araştırma faaliyetlerinin yürütülebilmesini teminen yeterli sayıda araştırma uzmanından oluşan bir araştırma birimini oluşturmuş olması PYŞ'lerin faaliyete geçmesi için bir önkoşul olarak belirlenmiştir.
- PYŞ'lerin yönetmekte olduğu portföy büyüklüğüne göre, iç kontrol elemanı, risk yönetim sistemi, teftiş birimi ve araştırma birimini dışarıdan temin edebilmelerine imkan tanınmıştır.
- PYŞ'lerin fon hizmet birimi oluşturmaları düzenlenmiştir. Bu birimin asgari olarak, fon muhasebe kayıtlarının tutulması, kasa mutabakatlarının yapılması, katılma payı alım-satım emirlerinin kontrol edilmesi, gün sonlarında fon raporlarının, dönem sonlarında ise fonun mizan, bilanço, gelir-gider tablosunun hazırlanması gibi görevleri yerine getireceği ve birim bünyesinde fon müdürü ve fon işlemleri için gerekli mekan, teknik donanım ve muhasebe sistemi ile yeterli sayıda ihtisas personelinin bulundurulması gerektiği hususları düzenlenmiştir.
- Kolektif portföy yöneticiliği, imzalanan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde, yatırım fonu ve yatırım ortaklıklarına ait portföylerin maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesi olarak tanımlanmıştır. Öte yandan, portföy yönetim hizmetini dışarıdan alan yatırım ortaklıklarının portföyleri ile yatırım fonu portföylerinin münhasıran portföy yönetim şirketleri tarafından yönetileceği düzenlenmekte ve kolektif portföy yöneticiliği faaliyetinin kapsadığı faaliyet ve hizmetler AB'nin kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin UCITS direktifinde yer alan esaslara paralel olarak belirlenmiştir.
- Yatırım fonlarının mevcut yapısında yer alan ve fonun karar alma sürecinde aktif rol oynayan fon kurulunun yerini PYŞ yönetim kurulunun alacağı dikkate alınarak, PYŞ'lerin yönetim kurulunun kurucusu olunan yatırım fonlarını temsil ve ilzama yetkili olacakları ve bu yetkinin bir veya daha fazla murahhas üyeye veya müdür olarak üçüncü kişilere devredilebileceği, ancak, kurucusu olunan yatırım fonlarının kuruluş, katılma payı ihracı, dönüşüm, tasfiye ve yönetim ücreti artışı ile katılma payı sahiplerinin yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki işlemlerinin yönetim kurulu kararı ile yapılmasının zorunlu olduğu düzenlenmiştir.

- PYŞ'lerin, faaliyetleri sırasında çıkar çatışmalarının önlenmesini teminen örgütsel yapılanmayı ve karar alma süreçlerini oluşturmaları ve çıkar çatışması politikasını yazılı hale getirmeleri zorunlu tutulmuştur.
- Çıkar çatışmalarının önlenmesini ve bağımsızlığın sağlanmasını teminen PYŞ'ler ile portföy saklama kuruluşlarının yöneticilerinin birbirinden ayrıştırılması düzenlenmiştir.
- Portföy saklama hizmeti: *“Kolektif yatırım kuruluşlarına ait finansal varlıkların saklanması ve/veya kayıtların tutulması, diğer varlıkların aidiyetinin doğrulanması ve takibi, kayıtlarının tutulması, varlık ve nakit hareketlerine ilişkin işlemlerin yerine getirilmesinin kontrolü ile bu Tebliğde belirtilen diğer görevlerin yerine getirilmesi”* şeklinde tanımlanmıştır.
- Portföy saklama kuruluşlarının alanlarında uzmanlaşması teşvik edilmektedir. Saklamaya ilişkin görev ve sorumlulukların portföy yönetim şirketinden ayrıştırılması ile kolektif yatırım kuruluşu portföylerindeki varlıkların saklama mekanizmasının daha güvenli bir yapıya kavuşturulması sağlanmıştır.
- Portföy saklama kuruluşu çalışanlarının çalışmaları sırasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarından uzak kalmaları, dürüstlük ve tarafsızlıklarını etkileyebilecek hiç bir müdahaleye imkân vermemeleri gerektiği hükme bağlanmıştır.
- Portföy saklayıcısının bağımsızlık ilkesine ilişkin olarak; 6362 sayılı Kanun'un 56. maddesinin 7. fıkrasında yer alan *“Portföy saklayıcılarının yöneticileri ile portföy saklayıcısını temsil ve ilzama yetkili kişiler, ilgili kolektif yatırım kuruluşu portföyünü yöneten şirkette ortak, yönetici ya da temsilci olamazlar. Şirket ortakları, yöneticileri ile bu şirketleri temsil ve ilzama yetkili kişiler de portföy saklayıcısında yönetici ya da temsilci olamazlar.”* hükmünde geçen “yöneticiler ile temsil ve ilzama yetkili kişiler” ifadesinin “yönetim kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür, genel müdür yardımcıları ile sermaye piyasası faaliyetleri ile ilgili birimlerin yöneticileri ve bu yöneticilerin bağlı olduğu yetkilileri” kapsadığı ifade edilmiştir.

V. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Küreselleşen ve bütünleşen yeni dünya düzeninde sermaye piyasaları önemli bir yapı taşı haline gelmiştir. Gelişmiş ülke ekonomilerinde sermaye piyasalarının ağırlığı sürekli olarak yükselen bir trend göstermiştir. Sermaye piyasalarının en önemli aktörlerinden ve belirleyicilerinden biri olan kolektif yatırım kuruluşları da özellikle son dönemde önemli oranda gelişme göstermiştir. Bu nedenle, bireysel tasarrufların bir araya getirilmesi suretiyle oluşturulan yatırım havuzlarını profesyonel yönetim ve riskin dağıtılması ilkeleri çerçevesinde değerlendiren KYK'ların gelişimi, yeni dünya ekonomisinde yerini almak isteyen bütün ülkeler için bir zorunluluk haline almıştır.

Son yıllarda, dünya piyasalarındaki gelişmeler KYK sektöründe güven unsurunun korunması için, yalnızca düzenleyici otoriteler tarafından yapılan yasal düzenlemeler ile denetimlerin yeterli olmadığını göstermiştir. Bu çerçevede, KYK sisteminde ortaya çıkan sorunları önlemeye yönelik olarak kurumsal yönetim kavramı ön plana çıkmıştır. KYK yapılanmalarında temel olarak adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk kavramlarının uygulama alanı bulduğu gözlenmektedir.

Türkiye'de kolektif yatırım kuruluşu sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin çoğunluğunun bir finansal grup içerisinde yer aldığı görülmektedir. Sermaye piyasamızda bankaların hakim konumda olduğu hususu da dikkate alındığında, söz konusu finansal gruplarda hakim ortağın genellikle bir banka olduğu gözlenmektedir. Çoğu zaman yöneticinin, kurucunun, veya aracı kuruluşların aynı finansal grup içinde yer alması sektördeki çıkar çatışması riskini gündeme getirmektedir.

6362 sayılı Kanun ve anılan Kanuna dayanılarak hazırlanan ikincil mevzuat çalışmalarında kolektif yatırım kuruluşu sektöründe kurumsal yönetim ilkelerinin genel itibarıyla uygulama alanı bulduğunu belirtmekte yarar vardır. Diğer taraftan, KYK sektörünün kurumsal yönetim ilkelerine intibakının sağlanması için, yasal düzenlemelerin yanında, sektörde genel anlamda kurumsal yönetim bilincinin yaygınlaşmasına da ihtiyaç duyulduğunu göz ardı etmemek gerekmektedir.

Bu kapsamda, Türkiye'de kolektif yatırım kuruluşu sektörünün şeffaf, etkin, güvenilir ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin sağlanması ve dünya piyasaları ile entegre olmasını teminen, KYK'larda kurumsal yönetim anlamında yapılacak ikincil düzenleme çalışmalarında aşağıda yer verilen hususların dikkate alınmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

- Portföy yönetim şirketlerinde (PYŞ) yer alan yönetim kurulu üye sayısının artırılması hususunun, maliyet unsuru da dikkate alınmak suretiyle ele alınmasının, bu amaca yönelik olarak yönetilen portföy büyüklüğü ve/veya kurucusu olunan fonların büyüklüğü parametreleri dikkate alınarak asgari yönetim kurulu üye sayısı belirlenmesinin,
- Portföy yönetim şirketlerinin yönetim kurullarında en az 2/3 oranında bağımsız üyelere yer verilmesinin, söz konusu bağımsız üyelerin seçimi, atanması, yatırımcılara duyurulması hususlarında SPK'nın halka açık şirketlerin bağımsız yönetim kurulu üyelerine uygulanan prosedürlerin kıyasen uygulanmasının,
- PYŞ'lerde bağımsız yönetim kurulu üyelerine hizmet etmek amacıyla fon organizasyonunda nitelikli danışma kuruluna yer verilmesinin,
- Yatırım fonu katılma payı sahiplerinin, PYŞ yönetim kurulunun bağımsız üyelerini belirlemelerine imkan veren düzenleme yapılmasının,
- PYŞ yöneticileri ile yatırım fonlarının yönetiminde görev alan kişilerin uyacakları meslek ilkelerini belirlemek ve faaliyet standartlarını oluşturmak üzere düzenleyici otoriteler ile sektör katılımcılarının organize bir şekilde çalışmasının ve KYK sektörü açısından bağlayıcı hükümler içeren standartlar oluşturulmasının,
- Kurumsal Yönetim Uyum Raporu'nun PYŞ'lerin faaliyet esasları dikkate alınmak suretiyle PYŞ'ler açısından uygulanabilecek şekilde revize edilmesinin,
- PYŞ'lerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporu hazırlaması hususunda teşvik edilmesinin, bu amaca yönelik olarak ilk etapta söz konusu raporu hazırlamanın ihtiyari tutulmasının, ancak uygun bir süre sonunda tüm PYŞ'ler açısından zorunlu tutulmasının,
- PYŞ yöneticilerine mesleki sorumluluk sigortası yaptırılmasının zorunlu tutulmasının

uygun olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

1. Ada, E., 2002, *Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal Yönetim Sistemleri*, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara.
2. Alexeeva, Ekaterina ve Başk., 2000, *Managing Collective Investment Funds*, Cadogan Financial, Londra.
3. Algüner, A., 2005, *Kurumsal Yatırımcılar, Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi.
4. Draper, P., 1989, *The Investment Trust Industry in the UK*, Avebury.
5. Ertaş, V., K. Tuncel ve B. Teker, 1997, *Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması*. Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:103.
6. Haykır, E., 2005, *Yatırım Fonlarında Çıkar Çatışmaları, Kurucunun Hukuki Sorumluluğunu Düzenleme Önerileri*, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara.
7. International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2000, *Conflict of Interests of CIS Operators*.
8. Investment Company Institute, 1999, *Report of The Advisory Group on Best Practices for Fund Directors: Enhancing a Culture of Independence and Effectiveness*, 11 Eylül 2014, http://www.ici.org/pdf/rpt_best_practices.pdf
9. Investment Company Institute, 2013, *Overview of Fund Governance Practices 1994-2012*, 9 Eylül 2014, http://www.ici.org/pdf/pub_13_fund_governance.pdf.
10. İskender, C., 1999, *Portföy Saklama Kuruluşları ve Türkiye’de Uygulanabilirliği*, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara.
11. Jensen, M. C., W. H. Meckling, 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No:4.
12. Kurtulan, E., 2007, *Kurumsal Yönetimin Firma Performansına Etkisi*, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara.
13. Okat, Y. Ö., 2009, *Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları*, Ankara.
14. Parmakçı, M., 2005, *Türkiye’de Yatırım Fonları Piyasasının Yapısal Özellikleri*, Gazi Üniversitesi, S.B.E, Yüksek Lisans Tezi.
15. PricewaterhouseCoopers, 2012, *Luxembourg Fund Governance Survey 2010/2011*, 5 Eylül 2014, <http://www.pwc.lu/en/asset-management/docs/pwc-fund-governance-survey.pdf>.
16. Sandıkçioğlu, A., 2005, *Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi*, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara.
17. Solomon, J., A. Solomon, 2004, *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons Ltd.
18. Thompson, J. K., ve S. Choi, 2001, *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. OECD Financial Affairs Division Occasional Paper. 1.
19. Yasaman, H., 1980, *İsviçre ve Fransız Hukuklarında Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulama İmkanları*.
20. Yeşilürdü, T., 2012, *Yatırım Fonları ve Kurumsal Yönetim*, Ankara.

Yararlanılan İnternet Siteleri:

www.efama.org

www.ici.org

www.iosco.org

www.oecd.org

www.pwc.lu

www.sec.gov

www.spk.gov.tr