



**SERMAYE PİYASASI KURULU
DENETLEME DAİRESİ**

BORSADA İŞLEM GÖREN FONLAR

YETERLİK ETÜDÜ

**Nalan ŞAHİN
Uzman Yardımcısı**

**NİSAN 2003
İSTANBUL**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Borsada İşlem Gören Fonlar (BigF'ler), portföylerinde sermaye piyasası araçları bulunan ve katılma belgeleri borsalarda işlem görebilen fon türü olarak tanımlanmaktadır.

Belli bir portföyün borsalarda alınıp satılabilmesi temeline dayanan BigF'ler, 1993 yılında Standard&Poors Depository Receipts (SPDRs) ihraç edilmesine kadar fazla ilgi görmemiştir. 2000 yılından sonra asıl gelişimini gösteren BigF'lerin dünya genelindeki varlık toplamları 2002 yılında %35 oranında büyümüş, portföy değerleri 141,5 Milyar Amerikan Doları'na ulaşmıştır.

BigF'ler, yatırımcılara belli bir sermaye piyasası aracı portföyünü tek bir hisse senedi gibi borsalarda gerçek zamanlı olarak alıp satma, düşük yönetim maliyetiyle yatırım yapma olanaklarını sunar. Yurtdışında BigF'lerin talep görmesinin en önemli nedenlerinden biri de yatırımcısına vergisel açıdan avantaj sağlamasıdır.

ABD'de, BigF'ler, açık uçlu ve kapalı uçlu fonlarını düzenleyen Yatırım Ortaklıkları Kanunu (Investment Company Act) kapsamında ihraç edilmektedir. Ancak BigF'lerin tasarlandıkları gibi işleyebilmeleri için, her bir BigF piyasaya sunulmadan önce, SEC tarafından, bu fonun ICA'nın belirli maddelerinden muaf tutulduğuna dair bir karar alınmış olması gerekmektedir. ABD'de, BigF'lerin geri alım işlemleri açık-uçlu yatırım fonlarında olduğu gibi, Net Aktif Değer üzerinden yapılmaktadır. Ancak, bu paylar adına "creation unit" denilen ve genelde en az 50.000 fon payının bir araya getirildiği büyük birimler halinde oluşturulmakta ve aynı şekilde geri alım işlemine tabi tutulmaktadır.

Avrupa Birliği'nin yatırım fonları ile ilgili düzenlemeleri incelendiğinde, BigF'ler için ayrı bir düzenleme yapılmadığı, bu fonların da devredilebilir menkul kıymetlere yapılan kolektif yatırımlara (undertakings of collective investments in transferable securities veya UCITS) ilişkin işlemlerle ilgili kanun, düzenleme ve idari hükümlerin birbirleriyle uyumlaştırılmasını amaçlayan 20.12.1985 tarih ve 85/611/EEC sayılı

Avrupa Konseyi Direktifi (Direktif) kapsamında değerlendirildiği ve bu direktife göre ihraç edildikleri görülmektedir.

Türkiye'deki düzenlemelerde, fon türleri arasında BigF'ler sayılmamıştır. Bu nedenle, şu an yürürlükte olan Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerinde yer alan yatırım fonlarından farklı bir işleyişe sahip olan BigF'lerin, içerikleri itibariyle farklı bir fon türü olarak yorumlanabilecekleri ve Tebliğ'de yeni bir fon türü olarak tanımlanmalarından sonra ihraç edilebilecekleri düşünülmektedir.

BigF'ler yurtdışı uygulamalarda sadece hisse senetleri piyasaları endekslerini değil aynı zamanda diğer sermaye piyasası araçları endekslerini (Tahvil Endeksleri vb.) takip etmek üzere de kurulabilmektedirler. Ancak Sermaye Piyasası Kurulu mevzuatına göre, yalnızca hisse senetleri piyasası endekslerini takip eden fonlar, A tipi fon kapsamında değerlendirilmekte ve borsada işlem görebilmektedir. Bu nedenle, farklı endeksleri takip eden BigF'lerin Türkiye'de ihraç edilebilmesi için, A tipi fon tanımının genişletilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

ABD'deki ICA düzenlemelerine göre, BigF'lerin oluşturulma ve geri alım işlemleri, aynı takas esasına göre yapılabilmektedir. Türkiye'de de, ABD düzenlemelerine benzer olarak, tüm yatırım fonlarına oluşturma ve geri alım işlemlerini aynı olarak yapabilme olanağının tanınmasının, BigF payları ile bu payları oluşturan hisse senedi portföyünün saklanması ve aynı takas işlemlerini gerçekleştirmek üzere Takasbank'ın yetkilendirilmesinin, İMKB nezdinde BigF'lerin kamuya duyurması gereken konularla ilgili ayrıca düzenlemeler yapılmasının ve bu fonlarda yapılacak işlemlerle ilgili olarak İMKB ve Takasbank nezdinde, gerekli olan elektronik altyapının oluşturulmasının ve borsada işlem göreceği fonlarla ilgili olan vergi düzenlemelerinin bu fonlara yatırım yapacaklar açısından avantajlı hale getirilmesi amacıyla yeniden düzenlenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

İÇİNDEKİLER

1.GİRİŞ	1
2.BİGF'LERİN TARİHSEL GELİŞİMİ	2
2.1.ABD'DE BİGF'LERİN TARİHSEL GELİŞİMİ.....	2
2.2.BİGF'LERİN İŞLEM GÖRDÜĞÜ DİĞER ÜLKELER.....	6
3.BORSA'DA İŞLEM GÖREN FONLAR	7
3.1.BİGF'LERİN ÖZELLİKLERİ	8
3.2.BİGF'LER, YATIRIM ORTALIKLARI VE YATIRIM FONLARININ BENZER VE FARKLI ÖZELLİKLERİ	10
3.3.YATIRIMCILARIN BİGF'LERİ TERCİH ETMELERİNİN NEDENLERİ	12
3.3.1.Yatırımların Etkinleştirilmesi	12
3.3.2.İşlemlerde Etkinlik	12
3.3.3.Risk Yönetimi	12
3.3.4.Nakit Yönetimi	13
4.ABD VE AVRUPA BİRLİĞİ'NDEKİ BİGF DÜZENLEMELER	13
4.1.ABD'DE BİGF'LERLE İLGİLİ DÜZENLEMELER	13
4.1.1.Muafiyet Kararının Alınma Süreci	14
4.1.2.Muafiyetlerin Yapısı	14
4.1.3.Olası İstisnalar	15
4.1.4.Kotasyon Onayı	16
4.1.5.İzahnamenin Kamuya Duyurulması	16
4.1.6.ABD'deki Düzenlemelere Göre BigF Yapıları	17
4.1.7.ABD'de BigF'lerde Takas ve Saklama	18
4.2.AVRUPA BİRLİĞİ'NDE BİGF'LERLE İLGİLİ DÜZENLEMELER...	19
5.BİGF'LERİN İŞLEYİŞ ESASLARI	20
5.1.YURTDIŞI UYGULAMALARDA SİSTEMİN İŞLEMESİNİ SAĞLAYAN KATILIMCILAR	20
5.2. BİGF'LERİN BİRİNCİL VE İKİNCİL PİYASA İŞLEMLERİ	20
5.1.1.BigF Paylarının Oluşturulma ve Geri Alınma Süreçleri	21
5.1.2.BigF'lerde Değerleme Esasları ve Arbitraj Faaliyetleri	24

6.TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI İLE İLGİLİ DÜZENLEMELER VE BİGF'LERİN BU KAPSAMDA İNCELENMESİ	26
6.1. TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARININ GELİŞİMİ	26
6.2. TÜRKİYE'DE YATIRIM FONU DÜZENLEMELERİ VE BİGF'LERİN BU KAPSAMDA İNCELENMESİ.....	27
6.2.1. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yatırım Fonları ile İlgili Düzenlemeleri ve BigF'lerin SPKn Kapsamında İncelenmesi	27
6.2.2 İMKB'nin Yatırım Fonları ile İlgili Düzenlemeleri ve BigF'lerin İMKB Düzenlemeleri Kapsamında Değerlendirilmesi	32
6.2.3. BigF'lerin Türkiye'deki Vergi Uygulamaları Açısından İncelenmesi	33
7.SONUÇ	36
KAYNAKÇA	40
EK:ABD VE AVRUPA'DA İŞLEM GÖRMEKTE OLAN BİGF'LER (8 SAYFA).	43

KISALTMALAR CETVELİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AMEX	: American Stock Exchange
BigF	: Borsada İşlem Gören Fonlar (Exchange Traded Funds)
BNY	: Nasdaq-100 Trust
CFA	: Consumer Federation of America and Fund Democracy
Direktif	: 20.12.1985 tarih ve 85/611/EEC sayılı Avrupa Konseyi Direktifi
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
HOLDRs	: Holding Şirketlerinin Depo Sertifikaları (Holding Companies Depository Receipts)
ICA	: Yatırım Ortaklıkları Kanunu (Investment Company Act)
IPS	: Endeks Katılım Payları (Index Participation Shares)
İMKB veya Borsa	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MIC	: Management Investment Company
NAD	: Net Aktif Değer
SEC veya Komisyon	: Securities Exchange Commission
SPDRs	: Standard&Poors Depository Receipts
SPK veya Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
Takasbank	: İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TIPS	: Toronto Borsası Endeks Katılım Payları (Toronto Exchange Index Participation Shares)
UIT	: Unit Investment Trust

TABLO DİZİNİ

Tablo 1: BigF'ler ve Alternatif Yatırım Araçlarının Karşılaştırılması	4
Tablo 2: ABD'de İşlem Gören BigF'lerin Malvarlıklarının Türlerine Göre Ayrımı.....	6
Tablo 3: BigF Paylarının Oluşturulma Süreci	23

GRAFİK DİZİNİ

Grafik 1: BigF'lerin Yıllık Bazda Büyüme Oranları	5
---------------------------------------------------------	---

1. GİRİŞ

Geçmişten bugüne yatırımcılar risk ve getiri profillerini iyileştirmek amacıyla çeşitli yatırım araçlarından yararlanmış, portföy çeşitlendirmesine giderek risk ve getirilerini optimum seviyede tutmaya çalışmıştır. Bu amaçlar doğrultusunda, başlangıçta yatırımcıları riskten koruyacak, bu konuda tecrübeli ve bilgi sahibi kişilerin yönetiminde olan yatırım fonları oluşturulmuştur. Daha sonra yatırım fonlarının bir tipi olan endeks fonlar yatırımcıların kullanımına sunulmuştur. Günümüz piyasalarında ise birçok sayıda yatırım aracı bulunmakta ve bu enstrümanlar sayesinde, yatırımcılara risk ve getiri profillerine uygun birçok ürün arasında seçim yapabilme olanağı sunulmaktadır.

Borsada İşlem Gören Fonlar da, (Exchange Traded Funds veya BigF'ler); diğer yatırım fonlarından farklı olarak, hisse senetleri gibi borsalarda işlem görebilmeleri, ucuz ve esnek olmaları, vergisel avantajları ve yatırımcılarına hisse senetlerinden, tahvillerden ve hatta gayrimenkullerden oluşan çok sayıda farklı portföye yatırım yapma olanağı sağlamaları nedeniyle yatırımcıların ilgisini çeken yeni enstrümanlardan biridir.

Portföylerinde sermaye piyasası araçları bulunan ve katılma belgeleri borsalarda işlem görebilen BigF'ler, yurtdışı piyasalarda, pasif yönetilmelerinden kaynaklanan düşük yönetim maliyetleri nedeniyle yatırımcıların ilgisini çekmişlerdir. Örneğin Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) BigF'lerin yönetim maliyetleri geleneksel yatırım fonlarının yönetim maliyetlerinin çok altındadır (Wiandt&McClatchy, 2002:2). Ayrıca BigF'ler, gün sonu fiyatlarından alım satımı yapılan yatırım fonlarının aksine, gün içinde de alım satıma tabi olabilen enstrümanlardır. Yatırımcılar için, bir enstrümanın gün içinde istenildiğinde alım satımının yapılabilmesi; bu enstrümana alım anında tam olarak ne verildiğinin bilinmesi ve piyasalarda herhangi bir değişiklik olması durumunda bu değişikliklere kolayca uyum sağlanılabilmesi açısından önem arz etmektedir. Uluslararası piyasalarda BigF'lere olan talebin bir diğer nedeni ise bu fonların büyüme ve küçülme işlemlerinin aynı olarak yapılması ve böylece sermaye kazancı elde edilmesinin ve bunun üzerinden vergi ödenmesinin geciktirilmesidir.

BigF'ler, ilk olarak ortaya çıktıkları ABD'de dahi, 1993 yılına kadar fazla ilgi görmemiştir. Ancak, 1993 yılında Standard&Poors 500 Endeksini baz alan SPDRs'ın AMEX'de (American Stock Exchange) işlem görmeye başlamasıyla birlikte popüler hale gelmiştir. BigF'lerin dünya çapında varlıkları 2002 yılında %35 oranında bir büyüme göstermiştir. 2002 sonu itibarıyla, yurtdışı piyasalarda işlem gören BigF'lerin portföy değerleri, 141,6 Milyar Amerikan Doları'na tekabül etmekte olup bu tutarın %38'i Avrupa ülkelerinde çıkarılmış olan BigF'lere aittir. 2002 yılında BigF varlıklarında en fazla büyüme sırasıyla Japonya (14,4 Milyar Amerikan Doları veya %218 oranında artış), Avrupa ülkeleri (5,1 Milyar ABD Doları veya %91 oranında artış) ve ABD (17,7 Milyar Amerikan Doları veya %21 oranında artış)'de görülmüştür (www.exchangetradedfunds.com).

Bu çalışmanın amacı, dünyada son üç yıl içerisinde büyük önem kazanan ancak ülkemizde henüz işlem görmeyen BigF'lerin tarihsel gelişimi, oluşturulması ve ülkemizde uygulanabilirliği hususlarında inceleme yapmak ve yurtdışı düzenlemeler ile ilgili olarak genel bir bilgi vermektir.

2. BIGF'LERİN TARİHSEL GELİŞİMİ

2.1. ABD'de BigF'lerin Tarihsel Gelişimi

BigF'ler yeni finansal ürünlerin gelişimine gösterilebilecek en iyi örneklerden biridir. Bu enstrümanın nasıl ortaya çıktığını anlatmadan önce, hisse senedi piyasalarının, yatırım fonlarının, endeks fonların ve mal piyasalarının tarihçelerine kısaca değinilmesi gerekmektedir. BigF'ler her ne kadar kapalı uçlu yatırım fonlarına benzer özelliklere sahip enstrümanlar olarak görülseler de farklı yapıları ilk olarak sertifika bazlı mal piyasalarında ortaya çıkmıştır.

İlk kurumsal endeks fonu, 1971 yılında Wells Fargo tarafından çıkarılmış ve sadece büyük yatırımcılar tarafından kullanılmıştır. 1976 yılında Vanguard tarafından ilk perakende endeks fonu olan Vanguard-500 ihraç edilmiştir. Söz konusu fon aracılığı ile yatırımcıların bir hisse senedi sepetini almak suretiyle piyasa endeksini takip edebilmeleri,

BigF'lere giden yolda önemli bir adımın atılması sonucunu doğurmuştur. 80'li yılların başlarına gelindiğinde, kurumsal yatırımcılar arasında endeksleri takip eden hisse senedi sepetlerine yapılan yatırımlarla bu sepetlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi (futures) işlemleri yaygın bir hal almıştır. 1987 yılında, bugünkü BigF'lerden çok, vadeli işlem sözleşmelerine benzer özelliklere sahip olan "Endeks Katılım Payları" (Index Participation Shares veya IPS) işlem görmeye başlamıştır. IPS, portföyündeki hisse senetlerinin toplam değerinin belli bir oranını ifade eden fiyatlarda işlem görmüştür. Ardından, 1989 yılında, Toronto-35 Endeksi'nde gerçekleşen hareketleri yansıtan ve depo sertifikası bazlı "Toronto Borsası Endeks Katılım Payları" (Toronto Exchange Index Participation Shares veya TIPS) adlı fonlar Toronto Borsası'nda işlem görmeye başlamıştır. TIPS, borsalarda işlem görebilen diğer fonlar gibi türev araç niteliğini taşımamıştır. Şimdiki BigF'lere benzer özelliklere sahip olan TIPS, Toronto Menkul Kıymetler Borsası tarafından yaratılan menkul kıymetler fonunu ifade etmektedir. Fonun portföyünü oluşturan malvarlığının içerisinde Toronto-35 Endeksi'nde işlem görmekte olan 35 ayrı şirketin hisse senetleri bulunmuş ve paylar tüm endeks değerinin 1/10'undan fiyatlandırılmıştır.

1987 yılında piyasalarda görülen çöküşün ardından hem yatırım ortaklığı hem de yatırım fonu yapılarını içinde barındıran komplike bir enstrüman olan Supershares ortaya çıkmış ancak hiç bir zaman aktif olarak işlem görmemiş olan bu fon bir süre sonra tasfiye edilmiştir (Gastineau, 2002:34).

SPDRs –ilk BigF- Supershares ile aynı dönemde AMEX tarafından geliştirilmiş olsa da, bundan daha sonra, 1993 yılında borsalarda işlem görmeye başlamıştır. SPDRs, ABD'de çıkarılan birçok menkul kıymetten farklı olarak, portföyünde S&P-500 hisse senetlerini bulduran ve endekste değişiklik oldukça fonu oluşturan hisse senetlerinin değiştirildiği menkul kıymetler fonunu ifade eder (Wiandt&McClatchy, 2002:68-75).

1998 yılında DIAMONDS (SSgA ETFs based on the Dow Jones Industrial Average) ve Mart 1999'da Nasdaq-100 Endeksi'ne dayalı Nasdaq-100 Trust (BNY) işlem görmeye başlamıştır. 2000 yılında toplam

doksan yeni BigF yatırımcıların kullanımına sunulmuştur. BigF'lere bazı özellikleriyle benzeyen, aynı zamanda bu fonlara rakip olan diğer finansal ürünler arasında Kapalı-Uçlu Yatırım Fonlarını, Açık-Uçlu BigF'leri, Holding Şirketlerinin Depo Sertifikalarını (HOLDRS) ve Folyoları sayabiliriz (Gastineau, 2002:38-51). Aşağıda yer alan tabloda BigF'lerin ve yukarıda adları yer alan diğer enstrümanların belli başlı özellikleri açısından bir karşılaştırması yer almaktadır:

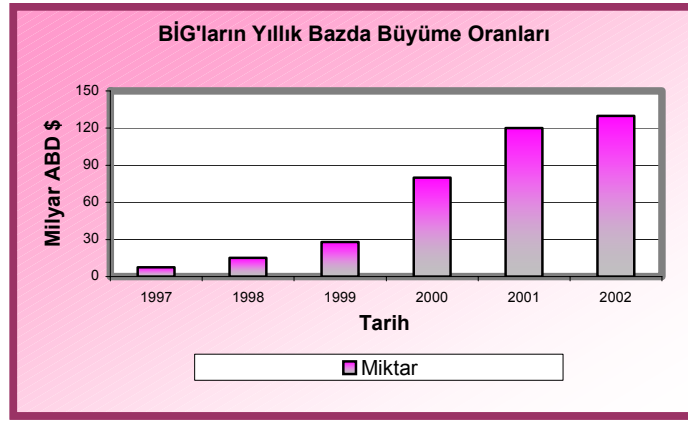
Tablo 1: BigF'ler ve Alternatif Yatırım Araçlarının Karşılaştırılması

Özellik/ Ürün Yapısı	Açık Uçlu BigF'ler	Açık UIT'ler	Klasik Yatırım Fonları	Kapalı Uçlu BİF'ler	HOLDRS	Folyolar
Pay Yaratılması- Birincil Piyasa	Aynı Teminat	Aynı Teminat	Nakdî Teminat	Halka Arz	Halka Arz / Aynı Teminat	
Pay satın alınması-İkincil Piyasa	İkincil piyasalarda alınabilir.	İkincil piyasalarda alınabilir.		İkincil piyasalarda alınabilir.	İkincil piyasalarda alınabilir.	İkincil piyasalarda alınabilir.
Pay Satılması- İkincil Piyasa	İkincil piyasalarda satılabilir.	İkincil piyasalarda satılabilir.		İkincil piyasalarda satılabilir.	İkincil piyasalarda satılabilir.	İkincil piyasalarda satılabilir.
Pay Geri Alımı- Birincil Piyasa	Aynı geri alım	Aynı geri alım	Nakdî geri alım (paylar karşılığında nakit alınmaktadır)		Aynı geri alım	
Portföy Yapısı	Endeks	Endeks	Endeks veya aktif yönetim	Aktif Yönetim	Belirlenmiş bir sepet	Yatırımcının tercihlerine göre
Vergi avantajı sağlayan faktörler	Aynı geri alım	Aynı geri alım	Nakdî geri alım	Nakdî geri alım	Zararların ayrıştırılabilirliği	Zararların ayrıştırılabilirliği
İşlem maliyetleri üzerindeki etkisi	Genellikle azaltıcı etkiye sahiptir.	Genellikle azaltıcı etkiye sahiptir.	Genellikle azaltıcı etkiye sahiptir.	Genellikle azaltıcı etkiye sahiptir.	Genellikle azaltıcı etkiye sahiptir.	Aracılık komisyonundaki indirim dışında bir etkisi yoktur
Diğer önemli hususlar	Elde edilen temettümler ile tekrar yatırım yapılması asgari düzeydedir.	Elde edilen temettümler ile tekrar yatırım yapılması asgari düzeydedir.	Elde edilen temettümler ile tekrar yatırım yapılması asgari düzeydedir.	Elde edilen temettümler ile tekrar yatırım yapılması asgari düzeydedir.	Elde edilen temettümler ile tekrar yatırım yapılabilir.	Elde edilen temettümler ile tekrar yatırım yapılabilir.

Kaynak: Gastineau, 2002

İlk olarak ABD'de ortaya çıkan daha sonra birçok farklı ülkede kullanım alanı bulan BigF'lere dünya çapında yapılan yatırım miktarı 2001 yılında %41 oranında artış göstermiştir. Aşağıda yer alan tabloda dünya çapında yıllar bazında BigF'lere yapılan yatırım miktarları verilmektedir.

Grafik 1: BigF'lerin Yıllık Bazda Büyüme Oranları



Kaynak: State Street Global Advisors, 2002

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere 1997-1999 yılları arasında BigF'lerde fazla bir büyüme gözlenmemiş, ilk büyük artış 2000 yılında başlamış ve bu artış günümüze kadar devam etmiştir. 2002 yılında BigF'lere yapılan yatırımlar dünya genelinde 140 Milyar Amerikan Doları'nı aşmıştır.

ABD'deki BigF yatırımları incelendiğinde Ocak 2003 itibariyle toplam BigF yatırımlarının 95,66 Milyar Amerikan Doları olduğu görülmektedir. Hisse senedi endekslerini takip eden BigF'lerin varlık toplamları 91,97 Milyar Amerikan Doları'na ve tahvil endekslerini takip eden BigF'lerin varlık toplamları 3,96 Milyar Amerikan Doları'na ulaşmıştır. ABD'de yerel hisse senetlerini içeren BigF'lerin varlık değerleri, 86,87 Milyar Amerikan Doları iken uluslararası hisse senetlerini içeren BigF'lerin

varlık değerleri ise 5,11 Milyar Amerikan Doları olarak gerçekleşmiştir. Aynı tarih itibariyle, ABD’de geniş tabanlı yerel hisse senetlerini içeren 35, uluslararası piyasalarda işlem gören hisse senetlerini içeren 39 ve tahvilleri içeren 8 olmak üzere, toplam 113 adet BigF işlem görmektedir (www.ici.org). Aşağıda yer alan tabloda Ocak-2002, Aralık-2002 ve Ocak-2003 tarihleri itibariyle ABD borsalarında işlem görmekte olan BigF’lerin malvarlığı yapıları verilmektedir:

Tablo 2: ABD’de İşlem Gören BigF’lerin Malvarlıklarının Türlerine Göre Ayrımı (Milyon \$)			
	Ocak,2003	Aralık,2002	Ocak,2002
Toplam Yerel Hisse Senedi Endeksi	86.867	92.904	79.053
-Yerel (Geniş Tabanlı)	76.458	82.365	70.624
-Yerel (Sektör/Endüstri)	10.409	10.539	8.430
Global/Uluslararası Hisse Senedi Endeksi	5.108	5.324	2.955
Tahvil Endeksi	3.689	3.915	-
Toplam	95.663	102.143	82.009

Kaynak: ICI Statistics&Research archive,2003

2.2. BigF’lerin İşlem Gördüğü Diğer Ülkeler

Avrupa BigF piyasası son iki yıl içerisinde önemli gelişmelere sahne olmuştur. Deutsche Börse (Alman Borsası) Avrupa’da BigF aktivitelerinin merkezlerinden biri haline gelmiştir. Deutsche Börse, Nisan 2002’de, ayrı bir bölüm olarak kurulan, Avrupa’da çapraz listelemeye tabi tutulan ve BigF’lerde gerçekleştirilen işlem hacminin önemli bir kısmının gerçekleştirildiği “XTF-Exchange Traded Funds Bölümü”nü, geliştirmek üzere yaptığı çalışmalara devam etmektedir. Haziran 2002’de Alman Borsası’nda en çok işlem gören BigF’ler; DAXEX (860,58 Milyon EURO), DJ Euro STOXX 50 EX (503,96 Milyon EURO) ve DJ Euro STOXX 50 Countries’dır (336,83 Milyon EURO). Deutsche Börse nezdinde Mayıs, 2002’den itibaren, dünyada ilk defa “Borsada İşlem Görebilen Tahvil Fonu

(BigTF)" yatırımcıların kullanımına sunulmuştur (www.deutschebourse.com).

Hong Kong'ta, Hong Kong Exchange and Clearing Limited (HKEx) tarafından Kasım, 1999'dan itibaren BigF işlemleri yapılmaktadır. Haziran, 2002 itibariyle Hong Kong Borsası'nda işlem görmekte olan dört ayrı BigF bulunmaktadır. Bunlar;

1) The Tracker Fund of Hong Kong (Hong Kong Endeksi'ni takip etmektedir.)

2) Ishares-MSCI China Tracker (Çin Endeksi'ni takip etmektedir.)

3) Ishares-MSCI Korea Tracker (Kore Endeksi'ni takip etmektedir.)

4) Ishares-MSCI Taiwan Tracker (Taiwan Endeksi'ni takip etmektedir.)

fonlarıdır (Cheng&Cheng, 2002:1-3).

Yukarıda adı geçen ülkeler dışında Avustralya, Brezilya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İsviçre, İtalya, Japonya, Kanada, Kore ve Singapur borsalarında da BigF işlemleri yapılmaktadır.

3. BORSA'DA İŞLEM GÖREN FONLAR

Genel olarak BigF'ler, portföylerinde sermaye piyasası araçlarını bulunduran, katılma belgeleri borsalarda işlem gören, oluşturma ve geri alma süreçleri aynı olarak yapılabilen yarı açık-uçlu fonları ifade eder (Dönmez,2002:4; Wiandt&McClatchy, 2002:1-7; www.investopedia.com). BigF'lerin genel özellikleri, yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarıyla benzer ve farklı yönleri ile yatırımcıların BigF'leri tercih etme nedenleri aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmaktadır.

3.1. BigF'lerin Özellikleri

BigF'lerin belli başlı özellikleri aşağıda maddeler halinde verilmiştir:

1)BigF'ler endeks fonlar gibi, düşük portföy getirisine sahip olmalarına bağlı olarak daha az sermaye kazancı elde etmelerinden dolayı, yatırımcılar için vergisel açıdan yatırım fonlarına göre avantajlıdır. Genel olarak, BigF'ler sadece bağlı oldukları endekslerin bileşiminde bir değişiklik olması halinde bu değişiklikleri daha iyi yansıtabilmek için hisse senedi satışı yaparlar. Borsada işlem görebilme olanağı BigF'lerin vergisel etkinliğini daha da artırmaktadır. BigF'lerdeki payını nakde çevirmek isteyen yatırımcı elindeki katılma belgelerini ikincil piyasada farklı bir yatırımcıya gerçek zamanlı satmakta böylece piyasada oluşan değişikliklere kolayca uyum sağlayabilmektedir. Ayrıca BigF'lerin oluşturulma ve geri alınma süreçleri sermaye piyasası araçlarının aynı olarak takas edilmesini içerdiğinden, bu işlemlerin vergisel bir boyutu bulunmamaktadır. Bu durumda, BigF'lere ilişkin arz ve talep dengesizlikleri, diğer katılma belgesi sahiplerine hiç zarar vermeden sadece katılma belgelerinin oluşturulması ve aynı olarak geri alınması suretiyle kolayca giderilebilmektedir.

2)BigF paylarını oluşturan hisse senedi portföyleri, sadece bağlı oldukları endekslerin bileşiminde bir değişiklik olması durumunda değiştirildiğinden, aktif yönetilen portföylere nispetle daha düşük işlem maliyetlerine sahiptirler. Aynı zamanda pasif yönetilen yatırım araçları olmalarından dolayı yönetim giderleri de aktif yönetilen diğer enstrümanlara göre daha düşük kalmaktadır. Diğer yandan, BigF'ler için fiyat basamakları arasındaki farklar daraltılabilmekte, böylece alış ve satış fiyatları arasındaki farkın düşürülmesiyle işlem maliyetleri daha da azaltılabilmektedir (Bernstein,2002:2).

3)BigF'lerin oluşturulması ve aynı olarak geri alınması süreçlerini¹ kolaylaştırmak amacıyla, her bir BigF katılma belgesinin içeriği gün gün açıklanmaktadır. Böylece yatırımcılar, bağlı oldukları endeksin performansına yakın bir seyir izlemek üzere tasarlanmış olan BigF'lerin

¹ İngilizce karşılığı creation and redemption in kind'dir.

günlük olarak, hangi varlık ve/veya hisse senetlerine sahip olduğunu, bu varlık ve/veya hisse senetlerinin portföy içindeki ağırlıklarının ne olduğunu kolayca öğrenebilmekte dolayısıyla BigF işlemlerinde şeffaflık sağlanabilmektedir (Wiandt&McClatchy,2002:8).

4)BigF'ler, isimlerinden de anlaşıldığı üzere borsalarda işlem görebilmelerine bağlı olarak, yatırımcısına;

- Gün içi fiyatlardan alım satım yapabilme,
- Belli bir marjdan alım yapabilme,
- Kredili işlem ve açığa satış yapabilme,
- Limitli emir verebilme,

olanaklarını sunmaktadır (Bernstein, 2002).

5)BigF'lerde gün boyu sürekli fiyatlandırma söz konusudur. Böylece, yatırımcılar işlem yapmak için gün sonunda piyasaların kapanmasını beklemek zorunda kalmadan, piyasanın açık olduğu her saatte BigF payı alım satım işlemi yapabilmektedir.

6)BigF'ler; geniş tabanlı hisse senedi endekslerine, geniş tabanlı uluslararası endekslere, belli bir ülke hisse senedi endekslerine, sektör endekslerine ve/veya tahvil endekslerine yatırım yapma olanağını sunarak, yatırımcıların, risk ve getiri profillerine uygun ürün çeşitlemesi yapabilmelerine olanak sağlamaktadır. BigF yatırımcısı, sadece BigF katılma belgesine sahip olmak suretiyle çok sayıda farklı sermaye piyasası aracına aynı zamanda yatırım yapabilmektedir.

7)BigF'lerde, firmalar tarafından ödenen temettüler ve tahvillerden elde edilen faizler, giderler düşürüldükten sonra fondaki paylarıyla orantılı olarak pay sahiplerine nakden dağıtılmaktadır.

8)Birçok fon yöneticisi BigF'leri, riskten korunma, nakitleri menkul kıymetleştirme veya geçiş dönemlerinde piyasa açılımını sağlayabilme aracı olarak kullanmaktadır. Diğer yandan finansal danışmanlar ise, BigF'leri vergi avantajına sahip olmaları ve işlem yapmada kolaylık sağlamaları dolayısıyla tercih etmektedirler.

• Uzun vadeli yatırım yapma kararı alma aşamasında kurumlar, bu süre içinde atıl nakitlerini BigF'lerde değerlendirebilmektedirler.

Yatırımcılar, portföylerini bu fonlara tahsis edebilir, geri alım taleplerini karşılamak gerektiğinde BigF'lere yeniden yatırım yapabilir veya portföylerini nakde çevirebilirler. Böylece paranın atıl durması halinde, getirilerde meydana gelen azalmaların ve işlem risklerinin önüne geçilebilmektedir (Wiandt&McClatchy,2002:8-14).

- BigF'ler, kurumlara hızlı bir şekilde sektörlere veya ülkelere açılım sağlamaları açısından önemlidir.

- BigF'ler, açığa satış işlemlerine tabi olabildiklerinden, risk yönetim stratejileri açısından önemli araçlardır. Örneğin; düşüş görülen piyasalarda, açığa satış işlemleriyle portföyde görülebilecek bazı kayıpların önüne geçilebilir (www.indexfunds.com).

3.2. BigF'ler, Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonlarının Benzer ve Farklı Özellikleri

BigF'lerin yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları ile benzerlik ve farklılıkları aşağıda değerlendirilmiştir:

1)BigF'ler ve yatırım ortaklıkları yatırımcısına gün içi alım satım yapabilme olanağı sağlamaktadır. Oysa yatırım fonları gün sonunda oluşan fiyatlar üzerinden işleme tabi tutulurlar.

2)Yatırım ortaklıkları, kapalı uçlu araçlardır. Bu nedenle zaman zaman yatırım ortaklıklarının piyasa değerleri ile portföy değerleri birbirlerinden uzaklaşabilmektedir. Bu durum yatırımcıların yatırım ortaklıklarına güvenini azaltıcı bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Oysa BigF'ler, takip ettikleri endeksin performansına yakın bir seyir izlemek üzere tasarlanmış enstrümanlar olduklarından endekse paralel hareket ederler ve fonun piyasa değeri ile portföy değeri arasında çok büyük farklılıklar görülmez. BigF'lerde, fiyat sapmaları olması durumunda arbitrajörler devreye girerek ucuz olanı almak ve pahalı olanı satmak suretiyle BigF pay fiyatlarının takip edilen endeksten fazlaca sapmasının önüne geçerler.

3)Yatırım fonları, sadece fon kurucusuna satılabilir ve sadece fon kurucusundan geri alınabilirler. Fon katılma belgelerinin alım satım

işlemleri gün sonunda fon kurucusu tarafından belirlenen fiyatlar üzerinden yapılır. Ülkemizde yatırım fonu katılma belgelerinin satın alınmak istenmesi durumunda, satın alım fiyatının belli olmaması nedeniyle, birçok banka bir önceki günün fiyatlarına belli bir marj koyarak, marj kadar fazla tutarda nakde bloke koymakta, bu durum yatırımcının marj tutarı mukabilinde hareket kabiliyetini azaltmaktadır. BigF'lerde ise, yatırımcı o anda fonun piyasadaki değeri ne ise o kadar ödemede bulunmaktadır.

4)Yatırım fonları genel olarak temettü dağıtımı yapmazlar. Yatırımcıların nakit ihtiyacı duymaları halinde ellerinde bulunan fon katılma belgelerini nakde çevirmeleri gerekmektedir. Ancak BigF'lerde, fon içindeki herhangi bir hisse senedinde temettü ödemesi yapıldığında veya herhangi bir tahvilden faiz elde edildiğinde bu tutar nakit olarak katılma belgesi sahiplerine dağıtılabilir.

5)Yatırım fonlarında, fon katılma paylarına talep olması durumunda portföyün genişletilmesi (portföye hisse senedi alınması), yatırımcıların fon katılma paylarını satmak istemeleri durumunda portföyün daraltılması (fondan hisse senedi satılması) gerekmektedir. Bu durum yatırımcılar açısından işlem maliyetlerinin artmasına neden olmaktadır. Bazı ülkelerde ise satılan hisse senetlerinden elde edilen gelirler sermaye kazancı olarak değerlendirilmekte ve vergiye tabi tutulmaktadır. Oysa BigF'lerde katılma belgelerine talep olması veya yatırımcılar tarafından katılma belgesi satılmak istenmesi durumunda, arz ve talep ikincil piyasada birbiriyle eşleşmekte ve fonun varlığında daha önce de belirtildiği üzere hiçbir değişiklik olmamaktadır. Bu durum BigF'lerin işlem maliyetlerinin yatırım fonlarına göre daha düşük olmasına yol açmakta, bazı ülkelerde ise vergisel tasarruf sağlamaktadır.

6)Yatırım fonlarının gider kalemleri arasında; fonun satışını gerçekleştiren aracı kuruma yapılan ödemeler, yıllık yönetim giderleri, pazarlama ve reklam giderleri, payların satışı anında yapılan, sık işlem yapılmasına engel olmak amacıyla tasarlanmış olan çıkış giderlerinden biri veya birkaçı bulunabilmektedir. BigF'lerde ise işlem maliyetleri düşüktür ve alış veya satış işlemlerinin maliyeti, alış fiyatı ile satış fiyatı

arasındaki farkla aracılık komisyonundan oluşmaktadır (Bernstein, 2002:10).

3.3. Yatırımcıların BigF'leri Tercih Etmelerinin Nedenleri

3.3.1. Yatırımların Etkinleştirilmesi

Birçok kurumsal ve bireysel yatırımcı için BigF'ler vergi avantajı sağlayan, tüm piyasa riskine karşı portföy riskini azaltan ve sektör fonlarından ve bireysel hisse senetlerinden oluşan portföyleri oluşturmak suretiyle geniş piyasa açılımı sağlayan enstrümanlardır. BigF'ler aracılığıyla, belli sektörlerle, ülkelere veya bölgelere bağlı portföyler oluşturularak ürün çeşitlendirme konusunda etkin yöntemler bulunabilmektedir.

3.3.2. İşlemlerde Etkinlik

Piyasalarda gün içi işlem yapan yatırımcılar için zamanlama çok önemli bir konudur. BigF'ler de, düşük maliyetli ve yüksek likiditeye sahip enstrümanlar olduklarından, gün içi işlem yapan yatırımcılar için önemli enstrümanlardır. Üst adımdan alım kuralına tabi olmadıklarından bir hedef varlık bileşimi oluşturma veya sektör rotasyon stratejileri oluşturma açısından da önemlidirler. Örneğin emeklilik fonları, sadece BigF'lere yatırım yaparak birçok hisse senedine yatırım yapmakta, böylece tek tek hisse senetlerine yatırım yapmaları sonucunda ortaya çıkabilecek hatalardan fonu koruyabilmektedirler.

3.3.3. Risk Yönetimi

BigF'ler, sahip olunan hisse senedi portföyünü, kapalı-uçlu fonu veya açık-uçlu fonu riske karşı korumak amacıyla, açığa satışa konu edilebilmektedir. Bu sayede yatırımcılar, portföylerini tüm piyasa kayıplarına karşı korumak suretiyle bir bütün halinde tutabilmektedirler. Piyasada bir düşüş olması halinde, kısa pozisyona girilmiş olan bir fondan elde edilen kazançla, portföyü elde bulundurmaktan doğan zararların tamamı veya bir kısmını telafi etmek mümkün olabilmektedir.

3.3.4. Nakit Yönetimi

Yatırımcılar, nihayetinde hisse senetlerine yatıracakları nakitlerini, BigF'lere yatırarak da menkul kıymetleştirebilmektedirler. BigF'ler, vadeli işlem sözleşmelerine bir alternatif olarak düşünülebilecekleri gibi bazı konularda daha fazla avantaja sahip enstrümanlardır. Şöyle ki; BigF'ler vadeli işlem sözleşmelerine göre daha küçük birimler halinde alınıp satılabilirler. Aynı zamanda BigF'lerde, vadeli işlem sözleşmelerindekinden farklı olarak, özel muhasebe kaydı tutma, maliyetleri çevirme ve zorunlu ödeme oranı (margin requirement) gibi sorunlar bulunmamaktadır. Bunların yanında BigF'ler, vadeli işlem sözleşmelerinde bulunmayan birçok endeksi takip edebilme özelliğine sahiptirler (Wiandt&McClatchy,2002:43).

4. ABD ve AVRUPA BİRLİĞİ'NDEKİ BIGF DÜZENLEMELER

4.1. ABD'de BigF'lerle İlgili Düzenlemeler

BigF'lerin ABD'deki geçmişi, SPDRs'ın 1993 yılında halka arz edilmesine dayanmaktadır. SPDRs'ın halka arzından önce, Securities Exchange Commission (SEC veya Komisyon), bu fonların ICA'nın bazı hükümlerinden muaf olmalarını sağlamak üzere karar almıştır. BigF'ler, açık uçlu ve kapalı uçlu yatırım fonlarını düzenleyen ICA'ya göre yatırım fonu olarak kayıt altına alınmışlardır. BigF'lerin geri alım işlemleri açık- uçlu yatırım fonlarında olduğu gibi, Net Aktif Değer² (NAD) üzerinden yapılmaktadır. Ancak, bu paylar adına "creation unit" denilen ve genelde en az 50.000 paydan oluşan büyük birimler halinde oluşturulmakta ve aynı şekilde geri alım işlemine tabi tutulmaktadırlar. Hisse senetleri veya kapalı- uçlu yatırım fonları gibi, BigF'lerin her bir payı, ikincil piyasalarda pazarlık usulü belirlenen fiyatlardan işlem görmektedir. Yatırımcılar aynı

² *Net Aktif Değer*; BigF'lerin baz aldıkları endeksin kapsadığı hisselerden oluşan portföyün değerini yansıtır ve endeksin performansını çok yakından takip eder (Ata, 2002:1).

zamanda, bu payları belli bir fiyat aralığından alabilmekte veya açığa satabilmektedirler. BigF'ler, klasik yatırım fonlarından farklı olmalarından dolayı ICA'da yer alan düzenlemelerle tam olarak uyumlu değildir. BigF'lerin tasarlandıkları gibi işleyebilmeleri için, her bir BigF piyasaya sunulmadan önce, SEC tarafından, bu fonun ICA'nın belirli maddelerinden muaf tutulduğuna dair bir karar alınmış olması gerekir.

4.1.1. Muafiyet Kararının Alınma Süreci

Komisyonun muafiyet kararı alabilmek için, BigF ve sponsoru, talep edilen muafiyetin dayanağını ve kanuni açıklamasını bir başvuru formu düzenlemek suretiyle SEC'e iletmelidir. Başvurunun yapılmasını takiben, Komisyon personeli başvuruyu inceledikten sonra, Komisyona kararın çıkarılıp çıkarılmaması hususunda öneride bulunur. Bir BigF'in ICA'nın bazı maddelerinden muaf sayılması ile ilgili olarak karar alınmasından önce, Komisyon, bu hususun yatırımcının korunmasına ilişkin ve konunun amacına uygun, kamuya açıklanması gereken bir konu olup olmadığına karar verir. Ayrıca, her BigF için komisyon tarafından, alınan muafiyet kararı ile ilgili olarak, kamuya açıklama yapılmalı ve konu ile ilgili kişiler bilgilendirilmelidir.

4.1.2. Muafiyetlerin Yapısı

BigF'ler kendileri için alınan Komisyon kararı ile, ICA'nın üç ana hükmünden muafiyet elde eder:

Birincisi, ICA'ya göre, BigF'ler de, açık-uçlu yatırım fonları gibi, yalnızca fon tarafından alınabilen paylar ihraç etmek durumundadırlar. BigF'lerin, oluşturulma ve geri alım işlemleri "creation unit" adı verilen en az 50.000 fon payından oluşan "asgari işlem birim"leri halinde gerçekleştirilebildiğinden, ilk olarak ICA'nın payların tek tek geri alınması koşulunu getiren hükmünden muaf tutulmaları gerekmektedir. BigF'lerin bu hükümden muaf tutulmaları ile ilgili yapacakları taleplerini güçlendirmek amacıyla, başvurularında, paylarının ancak asgari işlem birimleri halinde geri alınabileceğini belirtmeleri gereklidir. Ayrıca fon yatırımcılarının, fon paylarıyla, ikincil piyasalarda arbitraj yapma olanağına

sahip olmaları sayesinde de, fon paylarının NAD'a yakın değerlerden işlem görebileceğinin ve bu değerden fazla sapmayacağıının da belirtilmesi gerekmektedir. Böylece yatırımcılar payları tek tek fonun kendisinden alması dahi ikincil piyasalardan kolaylıkla ve NAD'a yakın fiyatlardan alabileceklerdir.

İkincisi, muafiyet kararının alınmasıyla, diğer klasik yatırım fonları gibi BigF'lerin fiyatları da borsalardaki arz ve talebe göre belirlenir.

Üçüncüsü, muafiyet kararı ile fon ve fonla ilişkili kişilerin arasındaki işlemlerin aynî takas yoluyla gerçekleştirilmesi sağlanır. ICA, normalde fonla ilişkili kişilerin fona hisse senedi satmasını ve fondan hisse senedi almasını yasaklamıştır. ICA'da, "ilişkili kişiler", fonun var olan hisse senetlerinin %5'ine veya daha fazlasına sahip olan kişiler olarak tanımlanmıştır. Ancak, BigF'lerin oluşturulma ve geri alınma süreçlerinin aynî olarak gerçekleştirilebildiği ve bazı büyük ortaklarının oy hakkı veren hisse senetlerinin oranının fonun %5'ine eşit veya bu orandan daha fazla olabileceği göz önünde bulundurulduğunda, ICA'nın bu hükümleri büyük pay sahiplerinin fon payı alıp satmalarına engel olabilecektir. Bu nedenle, her BigF için muafiyet kararının alınması ile birlikte büyük pay sahipleri paylarını aynî olarak alıp satma olanağına sahip olacaklardır.

Yukarıda verilen bu üç muafiyet alanı dışında, bazı BigF'ler yatırımcıların ikincil piyasada fon paylarını aldıkları zaman bir izahname ile bilgilendirilmeleri koşulunu getiren ICA'nın ilgili maddesinden istisna tutulmayı talep etmişlerdir. Onaylanan muafiyet kararıyla, ikincil piyasadan BigF payı alan yatırımcılara genellikle fonun temel özelliklerini anlatan yazılı bir "ürün tanıtım broşürü" verilmektedir.

4.1.3. Olası İstisnalar

Geleneksel olarak, her yeni BigF'in borsalarda işlem görebilmesi için, Komisyon'dan bu konu ile ilgili olarak bir muafiyet kararı alınmış olmalıdır. Ancak Mayıs 2000'de ilk defa bir BigF'e istisna tanınmıştır. "Ishares Trust"a tanınan bu istisnaya göre; "Ishares Trust"ın, daha sonra bu fonun devamı niteliğini arz eden yeni BigF'leri işlem yaptığı Borsa'ya kote ettirmek istemesi durumunda, bu yeni BigF'lerle ilgili olarak,

Komisyon'un fonun kotuna alınacağı Borsa ile ilgili belirlemiş olduğu kotasyon standartlarını sağlanması koşuluyla, SEC'e ayrıca muafiyet başvurusunda bulunmasına gerek kalmamıştır. İstisnalar, sadece önceden hakkında muafiyet kararı alınmış olan bir BigF'in kendi devamı olan başka bir fonu piyasaya sürmek istemesi durumunda geçerlidir.

4.1.4. Kotasyon Onayı

Muafiyet kararının standart koşullarından biri, karara konu BigF'in herhangi bir ulusal menkul kıymet borsasına kote edilmiş olmasıdır.

SEC, belli bir türden ürüne uygulanmak üzere, genel kotasyon standartları getirdiyse, borsalar, bu ürüne benzer ürünleri, kendi kotasyon koşullarını sağlamak şartıyla, kota alabilmektedirler. 2000 yılında SEC, AMEX'in kendilerine BigF'lerle ilgili olarak sunduğu, kotasyon standartlarını kabul etmiştir. Böylece AMEX'in, sonradan bu BigF'lere benzer fon çıkarmak istediğinde (kendi kotasyon koşullarını sağlamak şartıyla) SEC'e ayrıca başvuruda bulunma zorunluluğu kalmamıştır.

4.1.5. İzahnamenin Kamuya Duyurulması

BigF'ler, borsaya kote olmadan ve SEC tarafından muafiyet kararı alınmadan önce, hisse senetlerini kayda aldırılmalı ve halka arzdan önce izahnameyi Komisyon'a sunmalıdırlar. BigF'lerle ilgili olarak en önemli kamuyu aydınlatma kararı Mayıs 2000'de bir pay sahipleri koruma grubu olan "Consumer Federation of America and Fund Democracy"nin (CFA veya Grup) "Ishares Trust"ın muafiyet başvurusu yapması ile ilgili olarak bildirim talep etmesinden sonra alınmıştır. Grup, BigF'lerin net aktif değerinde ortaya çıkabilecek olası iskonto ve primlerin gerektiği gibi kamuya açıklanmaması hususuyla ilgilenmiştir. Bu talebe istinaden, "Ishares Trust" muafiyet başvurusuna günlük olarak kapanış fiyatlarını, primleri ve iskontoları açıklayacağını eklemek durumunda kalmıştır.

Bir BigF'in muafiyet kararı alındıktan, fon borsaya kote olduktan ve hisse senetleri kayda alındıktan sonra da Komisyon'un mevzuata uyum hususunda yaptığı denetlemelere ve incelemelere devam edilir.

İncelemelerde, BigF'in endeksteki değişiklikleri yansıtmayı yansıtmadığı, fon paylarının piyasa değerleri ile NAD'ları arasındaki farklılıklar ve yönetim kurulunun bağımsız olup olmadığı ve gözetimi gibi hususlar değerlendirilir (Roye- www.sec.gov -, 2002).

4.1.6. ABD'deki Düzenlemelere Göre BigF Yapıları

ABD'deki düzenlemelere göre BigF'ler, iki farklı yapıda kurulabilirler:

- 1) Management Investment Company (MIC),
- 2) Unit Investment Trust (UIT).

Söz konusu iki yapının, genel bir karşılaştırması aşağıdaki tabloda, özellikleri ise takip eden iki maddede verilmiştir.

	Management Investment Company	Unit Investment Trust
Önde Gelen BigF'ler	İshares, Sector SPDRs	SPDRs, QQQ
Endeks Takibi	Evet. Örnekleme var.	Evet. Ama örnekleme yok.
Türev Araç Kullanımı	Evet.	Evet.
Aynı Geri Alım	Evet.	Evet.
Gün İçi İşlem Yapma Kolaylığı	Evet.	Evet.

1) Management Investment Company (MIC)

BigF'ler, en fazla yatırım fonlarına benzer özelliklere sahip olan MIC yapısı altında kurulmaktadır. Bu yapıda kurulan BigF'lerde, bir fon yöneticisi fonun bütün aktivitelerinden (spesyalistlerin seçilmesi, kâr paylarının dağıtılması vs.) sorumlu olmaktadır. MIC yapısı altında kurulan fonlarda takip edilen endeksteki tüm hisse senetlerinin fon portföyü içerisinde bulunması gerekmektedir. Bu hisse senetleri içinden örnekleme yoluyla bazıları seçilmekte ve bunlar fona dahil edilmektedir. Bu husus, içinde birçok küçük firma hisse senedinin işlem gördüğü

endekslerde daha önemli bir hal almaktadır. MIC yapısında fon içine vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonlar dahil edilebilmektedir.

2)Unit Investment Trust (UIT)

UIT'ler MIC yapısına benzerler, ancak daha az esnekler. ABD'de UIT yapısı altında kurulan BigF'ler, SPDR Trust (SPY), Diamond Trust (DIA), Nasdaq-100 Trust (QQQ) ve S&P Mid-Cap 400 Trust (MDY)'dir. UIT yapısı ucuz ve yönetimi daha kolay olduğundan BigF'ler için tercih edilmektedir. Ancak, bu yapıda kurulan fonların, MIC yapısına sahip fonların yapabildiği kâr paylarını fona dahil etmek, hisse senedi borç vermek ve portföy yönetiminde türev araç kullanabilmek gibi avantajları bulunmamaktadır. Bu yapı içerisinde takip edilen endeksteki tüm hisse senetleri fonun içerisine dahil edilmeli, kâr payları yatırımcılara nakden ödenmeli ve türev araçlar kullanılmamalıdır. Dolayısıyla UIT yapısı, ancak çok likit büyük şirketlerin hisse senetleri endekslerini takip eden fonlar için idealdir (Wiandt&McClatchy, 2002:63-65).

4.1.7. ABD'de BigF'lerde Takas ve Saklama

Birçok yatırımcı, geniş-tabanlı endeks fonları düşük gider oranlarına sahip olmaları nedeniyle tercih etmektedirler. Ancak yatırımcılar fon içindeki hisse senetlerinin fon yapısına uygun olup olmadığını incelemelidir. Endeks fonlar, bazı durumlarda geniş ürün çeşitlendirmesi yapmaları nedeniyle uygun yatırım araçları olmaktan çıkabilmektedirler. Örneğin dünyanın birçok yerindeki ülkelerin takas ve saklama rejimleri birbirlerinden büyük farklılıklar göstermekte, işlem günü ve takas günü arasındaki fark da ülkeler arasında değişiklik göstermektedir. Bu ve diğer nedenlerden dolayı, birçok ülkede işlem görmekte olan BigF'lerin, piyasa yapıcılık sürecinin ve takas ve saklama işlemlerinin etkinliklerinin az olması nedeniyle örtülü maliyetler ortaya çıkmakta ve bu durum BigF'lerin hantal yapılı enstrümanlara dönüşmesine neden olmaktadır. BigF'lerin oluşturulması için hisse senetlerinin bir araya getirilmesi ve BigF katılma belgelerinin geri alınması için hisse senetlerinin ayrıştırılması süreçlerinde; süreçlere dahil olan "Yetkilendirilmiş

Katılımcılar” (Authorized Participants) bazı beklenmedik maliyetlerle karşılaşabilmektedirler. Piyasa yapıcılarının ve fonun kendisinin karışık bir takas ve saklama süreci içinde işlem yapmak durumunda kalmaları halinde karşılaşabilecekleri maliyetler fon paylarının alım satım aralığını (spread) etkileyebilmekte ve bu maliyetler fonun içinde gizli işlem maliyetlerine yansıtılabilmektedir. Bu tür maliyetler fonun gider oranlarının içinde görünmeseler de, bazı durumlarda normal gider oranlarını bile aşan oranlara ulaşabilmektedir.

Avrupa Para Birliği, (European Monetary Union), Amerikan Depo ve Takas Şirketi ile ortaklaşa çalışmalar yaparak, uluslararası takas ve saklama süreçleri arasındaki tutarsızlıkları gidermek yönünde uğraşı vermektedir. Ancak birçok piyasanın bir fonda birleştirilmesinin önünde halen önemli engeller bulunmaktadır (Gastineau, 2002:118-119).

4.2. Avrupa Birliği'nde BigF'lerle İlgili Düzenlemeler

Avrupa Birliği'nin yatırım fonları ile ilgili düzenlemeleri incelendiğinde, BigF'ler için ayrı bir düzenleme yapılmadığı, bu fonların da 20.12.1985 tarih ve 85/611/EEC sayılı Avrupa Konseyi Direktifi (Direktif) kapsamında değerlendirildikleri ve bu direktife göre ihraç edildikleri görülmektedir. Direktifte, içerik olarak şu anda Türkiye'de yürürlükte olan Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK veya Kurul) Seri:VII, No:10 sayılı Tebliği ile benzer düzenlemeler yer almaktadır. Direktif devredilebilir menkul kıymetlere yapılan kolektif yatırımlara (undertakings of collective investments in transferable securities veya UCITS) ilişkin işlemlerle ilgili kanun, düzenleme ve idari hükümlerin birbirleriyle uyumlaştırılmasını amaçlamaktadır. Direktifin, Avrupa seviyesinde UCITS'ler arasındaki rekabet koşullarını yakınlaştırmak, yatırımcıların etkin ve eşit bir şekilde korunmasını sağlamak şeklinde ikili hedefi bulunmaktadır.

Direktif'te, BigF'lerin çıkarılmasına engel olabilecek herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Direktif, açık-uçlu yatırım fonlarını düzenlemektedir. Avrupa'da ihraç edilen BigF'ler de, bu direktif kapsamına girdiklerinden dolayı açık-uçludur. Fon ve yatırımcı arasındaki

işlemler en az “asgari işlem birimi” üzerinden yapılabilmektedir (www.fefsi.org).

5. BİGF'LERİN İŞLEYİŞ ESASLARI

5.1. Yurtdışı Uygulamalarda Sistemin İşlemesini Sağlayan Katılımcılar

Yurtdışı uygulamalarda sistemin işlemesini sağlayan katılımcılar aşağıda açıklanmıştır:

- **Fon Tüzel Kişiliği:** Fon yönetimini ifade eder.
- **Fon Yöneticisi:** Takip edilen endekste meydana gelen değişimleri en iyi yansıtacak portföyün oluşturulmasını sağlar ve portföyün yapısı ile ilgili olarak sürekli saklamacı kuruluşu bilgilendirir.
- **Yetkilendirilmiş Katılımcı (Authorized Participant):** BigF'lerin oluşturulması ve geri alınması süreçlerinde aktif rol oynayan aracı kurumlar, piyasa yapıcılar veya kurumsal yatırımcılardır.
- **Saklamacı Kuruluş (Custodian):** BigF'lerin ve bu fonları oluşturan hisse senetlerinin saklanmasından sorumlu kuruluştur. Aynı zamanda menkul kıymet hareketlerini yürütür, ayrıca fonun portföyündeki menkul kıymetlerin faiz ve temettü gelirlerini tahsil eder ve bu miktarları ayrıca nakden yatırımcılara verir.
- **Transfer Acentası (Transfer Agent):** Fon katılma belgelerini kaydî olarak takip eden ve fonun muhasebe kayıtlarını tutan kuruluştur (Bildik, 2002:9-10).

5.2. BigF'lerin Birincil ve İkincil Piyasa İşlemleri

BigF'lerin birincil piyasa işlemleri yetkilendirilmiş katılımcılarla saklamacı kuruluş arasında BigF paylarının oluşturulması ve geri alınması süreçlerinin aynı olarak gerçekleştirildiği işlemlerden oluşur.

Hangi yapıda kurulurlarsa kurulsunlar, piyasadaki tüm BigF'lerin en önemli özellikleri oluşum ve geri alım süreçlerinin aynı olarak

yapılmasıdır. Bu süreçler basit olsalar da, diğer fonlarda görülen süreçlerden farklı oldukları için piyasa tarafından algılanmalarında güçlük çekilmektedir. İlk BigF olan SPDRs'ı geliştiren Nathan MOST, daha önceleri mal piyasalarında çalışmıştır. Bu nedenle SPDRs, depo sertifikası tabanlı ürünler olarak tasarlanmıştır. Ana düşünce, broker-dealer'ların veya büyük yatırımcıların belli bir hisse senedi sepetini bir saklamacı kuruluşa depo etmesi ve karşılığında depo sertifikası (yani fon payı) almasıdır. Bu payları alan taraflar, ileride fondan çıkmak istediklerinde fon paylarını verip karşılığında depo ettikleri hisse senetlerini geri alabileceklerdir.

Halihazırda piyasalarda işlem görmekte olan tüm BigF'lerde geçerli olan uygulama, yukarıda belirtilen depo sertifikası işlemlerinin günümüze uyarlanmış halidir. Fon yönetimi tarafından fonun kurulması ile birlikte BigF paylarının oluşturulma ve geri alınma işlemleri yapılabilir ve fon payları borsalarda işlem görebilir hale gelmektedir (Gastineau, 2002:62-63).

5.1.1. BigF Paylarının Oluşturulma ve Geri Alınma Süreçleri

Bir BigF payı, genellikle bir endeksi oluşturan, belirli bir hisse senedi portföyünün, bir saklamacı kuruluşa teslim edilmesiyle oluşturulmaktadır. Bazen piyasalarda, bir piyasa endeksini veya endüstriyi takip eden ve takip edilen endekste gerçekleşen hareketlerin fiyatlarına yansıtıldığı fonlara ihtiyaç duyulmaktadır. İşte bu durumlarda, BigF yönetimi tarafından belirlenen endeksi, çok sıkı takip edebilecek farklı şirketlere ait hisse senetlerini, belirli bir ağırlıklandırma ile bir araya getiren, "Yetkilendirilmiş Katılımcı" (Authorized Participant) olarak adlandırılan büyük bir kurumsal yatırımcı veya aracı kuruluş, bir araya getirmiş olduğu bu portföyü yetkili saklamacı kuruluşa teslim etmekte böylece BigF payı oluşturulmuş olmaktadır. Bu noktada, yurtdışında BigF'lere duyulan güvenin altında yatan en önemli nedenlerden birinin, BigF paylarının oluşturulabilmeleri ve halka arz edilebilmeleri için gerekli olan hisse senedi portföyünün belli bir saklamacı kuruluşun garantisi altında tutuluyor olması, olduğu belirtilmelidir. Saklamacı kuruluş hisse

senetlerinden oluşan portföy verilirken bunun yanında bir miktar da nakit verilmektedir. Bu nakdin içerisinde; birikmiş kâr payları, birikmiş kâr paylarına ait faizler ve tekrar yatırıma dönmeyen sermaye kazancının diğer tüm giderlerden arındırılmış kısmı bulunmaktadır. Takas zamanı, hisse senetleri portföyünü alan saklamacı kuruluş, bunların karşılığında yeni BigF paylarını yetkilendirilmiş katılımcıya iletmektedir. Yetkilendirilmiş katılımcı artık, bu yeni BigF paylarını borsalarda diğer yatırımcılara satmak veya elinde tutmak konusunda serbesttir.

Yeni oluşturulan BigF payları, aynı zamanda borsalarda alım satıma tabi tutulabilmektedirler. Bu işlemlere ikincil piyasa işlemleri denilmektedir. Bireysel yatırımcılar, oluşturma sürecinin ardından yetkilendirilmiş katılımcılar aracılığıyla elde ettikleri BigF paylarını, borsalarda, aynen bir hisse senedinde işlem yapar gibi, nakit karşılığında, başka yatırımcılara satabilmekte, başka yatırımcılardan BigF payı alabilmekte, limit fiyatlarda belli bir marjdan alım yapabilmekte ve /veya BigF paylarını açığa satış işlemlerinde kullanabilmektedirler. Yukarıda yer alan açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, en az asgari işlem birimine tekabül eden BigF paylarını veya bu miktarda BigF payına denk gelen hisse senetlerini bir araya getiremeyecek durumda olan ancak BigF işlemi yapmak isteyen yatırımcılar, fonun birincil piyasa işlemlerinde (oluşum ve geri alım süreçlerinde) yer alamamakta, yalnızca ikincil piyasa işlemlerinde taraf olabilmektedirler. Büyük miktarda BigF payına sahip olan ve bu payların tümünü veya bir kısmını elinden çıkarmak isteyen yetkilendirilmiş katılımcı ise, daha önce de belirtildiği gibi, en az bir asgari işlem birimi oluşturmalı ve payı/payları saklamacı kuruluşa teslim etmelidir. Takas zamanı yetkilendirilmiş katılımcı, vermiş olduğu pay/paylar karşılığında portföyden payına düşen miktarda hisse senedi ile birikmiş kâr paylarına karşılık bir miktar da nakit almaktadır (Wiandt&McClatchy, 2002:56-67).

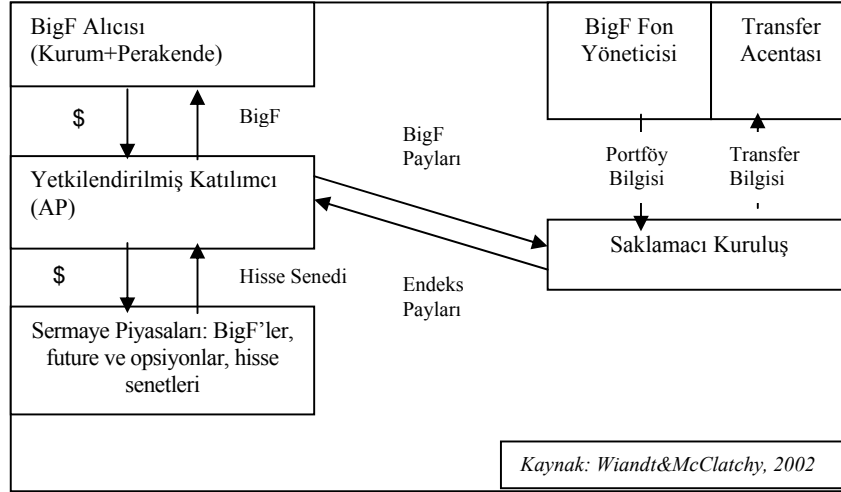
BigF'lerin türüne ve takip edilen endekse bağlı olarak, fonu oluşturmak için gerekli asgari işlem birimi miktarları, aralarında farklılıklar göstermektedir. Örneğin DIAMONDS'ın oluşturulma ve geri alınma işlemlerinin gerçekleştirilmesi için gerekli olan asgari işlem birimi 50.000

pay iken bu sayı Mid-Cap SPDRs için 25.000'e düşmektedir (Gastineau, 2002:69).

BigF'lerde, yatırım fonlarından farklı olarak, yetkilendirilmiş katılımcılar, nakit karşılığında BigF paylarını kamuya satamazlar. Bunun yerine işlemlerini, belli sayıda BigF payından oluşturulan ve "asgari işlem birimi" (creation unit) adı verilen bloklar halinde gerçekleştirirler. Asgari işlem birimi üzerinden işlem yapan yetkilendirilmiş katılımcılardan bazıları, sahip oldukları fon paylarını yatırım aracı olarak değerlendirip portföylerinde tutabilirler. Diğerleri, genellikle broker-dealer'lar, ise, asgari işlem birimlerini parçalara ayırır ve ikincil piyasalarda alım satımına konu ederler.

BigF paylarının sürekli olarak oluşturulma ve geri alınma işlemlerine tabi olabilme özelliklerine bağlı olarak payların değeri ile fonu oluşturan hisse senetlerinin toplam piyasa değerleri arasında fazla bir fark oluşmaz. Bu durum belli bir endeksi veya sektörü takip etmek isteyen yatırımcılar için önemli bir unsurdur. Aşağıda, yukarıda anlatmış olduğumuz BigF paylarının oluşturulma süreci, tablo halinde verilmektedir:

Tablo 3: BigF Paylarının Oluşturulma Süreci



Geri alım süreci ise, oluşturma sürecinin tam tersi işlemlerden oluşur. Tüm oluşturma ve geri alma işlemleri piyasaların kapanmasını takiben gerçekleştirilirler. BigF payları, gün sonu kapanış değerleri ile değerlendirilir ve saklamacı kuruluşa iade edilirler. Takas zamanı portföyü oluşturan ve her BigF payını belli ağırlıklarda portföyde temsil eden hisse senetleri aynî olarak yetkilendirilmiş katılımcıya geri verilir. Yetkilendirilmiş katılımcı, geri aldığı hisse senetlerinin yanında bir miktar da nakit iadesi alabilir.

Yetkilendirilmiş katılımcının hisse senetleri ile beraber almış olduğu nakdin içerisinde; birikmiş kâr payları, birikmiş kâr paylarının faizleri, hisse senetlerinin borç verilmesinden kaynaklanan birikmiş gelirler ve tekrar yatırıma dönmeyen sermaye kazancının diğer tüm giderlerden arındırılmış kısmı yer alabilmektedir (Wiandt&McClatchy, 2002:56-67).

ABD'deki 1940 ICA düzenlemeleri incelendiğinde yukarıda açıklanan aynî geri alım işlemlerini tüm yatırım fonlarının yapmasına izin verildiği görülmektedir. Ancak geleneksel menkul kıymetler yatırım fonları bu alternatifi geçmişten bugüne fazlaca kullanmamayı tercih etmişlerdir. Aynî geri alımın BigF'ler tarafından tercih edilmesinin nedeni, arbitrajörlerin fon paylarını sık sık oluşturup daha sonra da geri alması nedeniyle işlemlerin çok büyük miktarlarda ve sıklıkla yapıyor olmasıdır. Aynı zamanda, aynî geri alım işlemleri emanetçi kuruluşa elde edilmiş sermaye kazançlarının değerini düşürmekte de yardımcı olur (Poterba, Shoven, 2002:8).

5.1.2. BigF'lerde Değerleme Esasları ve Arbitraj Faaliyetleri

BigF'lerde süre giden pay oluşturma ve geri alım işlemlerinin yapıldığı birincil piyasalar, borsalarda bu payların işlem gördüğü ikincil piyasalarla eş anlı olarak çalışmaktadır.

Her bir BigF payının iki ayrı değeri bulunmaktadır:

- *Payların Net Aktif Değeri (NAD)*: Pay sahiplerinin adına fona dahil edilen hisse senedi portföyünün ve/veya fonun yatırım yaptığı diğer varlıkların toplam değerini ifade etmektedir.

- *BigF Paylarının İşlem Fiyatı:* Alış satış teklifleriyle, toplam satışlardan etkilenen bir değeridir. Bir birimin işlem fiyatı, borsalarda işlem gününde gerçekleşen son işlem fiyatını ifade eder (www.asx.com.au).

BigF'in kendisi, fonun kota alındığı borsa veya değerlendirme faaliyeti ile uğraşan başka bir kuruluştan herhangi biri, gün gün her fon payının içinde yer alan varlıkların toplam değerini hesaplar. Şu anda, ABD'de halihazırda işlem görmekte olan fonlar için her 15 saniyede bir portföy piyasa değeri güncellemesi yapılmaktadır. BigF paylarının toplam değeri ile fonu oluşturan hisse senetlerinin toplam değeri arasındaki fark;

- fon içinde yer alan farklı şirketlere ait hisse senetlerinin sayısı fazla ise küçülmekte, yani fon endeksi daha iyi takip edebilmekte,
- fon içinde yer alan hisse senetlerinin sayısı az (DIAMONDS fonları 30 şirketin hisse senedini içermektedir.) ise büyümekte, yani fon endeksi tam olarak takip edememektedir.

Ancak, yukarıda belirtilen BigF'in değeri ile fonu oluşturan hisse senetlerinin değeri arasında ortaya çıkan farklılıkların azaltılabilmesi mümkündür. Bu durumu mümkün kılan en önemli etken BigF'lerle arbitraj yapılabilmesidir. Arbitraj işlemleri ve bu işlemler sonucunda oluşan gün içi fon payı fiyatları, fiyat aralıklarının piyasa katılımcıları açısından makul seviyelerde kalmasını ve fon paylarının doğru fiyatlandırılmasını sağlamaktadır. Potansiyel arbitraj faaliyetleriyle, BigF paylarının fiyatları ile bu fonları oluşturan hisse senetlerinin toplam değeri arasındaki farklılıklardan doğabilecek prim ve iskontoların önüne geçilebilmektedir. Fon kurucuları, yatırımcıların taleplerini karşılamak veya arbitraj yapmak amaçlarıyla BigF oluşturma veya geri alma işlemlerini gerçekleştirirler. BigF payının değeri onu oluşturan hisse senetlerinin değerini yakından takip etse de, %100 bu değere eşit olamamaktadır. Bu nedenle kurumsal yatırımcılar, BigF'lerin ve onları oluşturan hisse senetlerinin tümünün fiyatlarını değerlendirmektedirler. Şöyle ki, eğer fonu oluşturan hisse senetlerinin toplam değeri BigF payının değerinden daha büyükse, yatırımcı düşük fiyatlandırılmış BigF payını iade edecek ve yerine onu oluşturan hisse senetlerini alacaktır. Aksi durumda, yani, BigF payının değeri onu oluşturan hisse senetlerinin toplam değerinden düşükse,

yatırımcı bu defa yeni BigF paylarını hisse senetleri ile takas edecek ve bu BigF paylarını borsada satarak arbitraj kârı³ elde edecektir (Gastineau, 2002:72-73).

Uygulamada genellikle yetkilendirilmiş katılımcılar, blok halinde işlemlerle arbitraj yapmaktadırlar. Ancak kurumsal yatırımcılar da, yetkilendirilmiş katılımcılara belli bir komisyon ödeyerek blok halinde işlemler yapabilmekte böylece BigF'lerdeki arbitraj avantajından yararlanabilmektedirler. Bireysel yatırımcılar, arbitraj getirisi sağlamak için yetkilendirilmiş katılımcılara belli bir komisyon ödenmesi ve bu işlemlerde zamanlama ve hızın çok büyük önem arz etmesi gibi nedenlerden dolayı arbitraj işlemlerinde taraf olamamaktadırlar (Ata, 2003).

6. TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI İLE İLGİLİ DÜZENLEMELER ve BIGF'LERİN BU KAPSAMDA İNCELENMESİ

6.1. Türkiye'de Yatırım Fonlarının Gelişimi

Yatırım fonlarının Türkiye sermaye piyasasındaki yerini alması 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) ile sağlanmış, SPK, 12.12.1986 tarih ve 19310 sayılı Resmi Gazete'de, "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği"ni yayınlamış ve böylece konu ile ilgili ilk kapsamlı düzenleme yapılmıştır. Bu düzenlemeleri takiben 1987 yılında ilk yatırım fonu kurulmuştur.

Bu Tebliğ, Seri:VII, No:2 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile yürürlükten kaldırılmış, 1996 yılında ise, Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ, bir önceki tebliğin yerini almış ve 1996-2003 döneminde bir çok kez değişikliğe uğradıktan sonra bugünkü şeklini almıştır.

³ Kâr elde etmek arbitraj faaliyetlerinin temel amaçlarından biri değildir. Zira arbitraj kâr elde edilebilse dahi, genellikle fona yatırılan miktarın çok altında kalmaktadır. Kaldı ki, bazı durumlarda, piyasa yapıcılık kârı arbitraj kârından daha büyük değerlere ulaşabilmektedir.

Türk sermaye piyasalarındaki gelişmeleri takiben yatırım fonları da, günümüze kadar önemli gelişmeler kaydetmiştir. Aralık 2002 tarihi itibarıyla, Türkiye’de 134 tane A Tipi, 108 tane B tipi fon bulunmaktadır. Bunların NAD’ları sırasıyla 446 Milyar TL ve 9.523 Milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Aynı tarih itibarıyla, A ve B Tipi fonların ancak %2,56’sı hisse senetlerinden oluşmaktadır. Bu değer tüm fon yatırımları düşünüldüğünde çok düşük bir değer olduğu açıktır. A Tipi fonların en az %25’inin hisse senetlerinden oluşması gerekmekte olup Aralık 2002 itibarıyla bu fonlar içinde hisse senetlerinin payı %55,46 olarak gerçekleşmiştir (www.spk.gov.tr). Fonlar içerisinde hisse senetlerinin oranının düşük olmasının nedenleri ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklardır. Yatırımcılar daha az riske sahip araçları talep ederken, portföy yöneticileri hem bu talepleri karşılamak hem de piyasalardaki volatiliteden ve ortaya çıkabilecek ani gelişmelerden fazla etkilenmemek için daha az riskli araçlara yatırım yapmayı tercih etmektedirler (Bildik, 2002).

6.2. Türkiye’de Yatırım Fonu Düzenlemeleri ve BigF’lerin Bu Kapsamda İncelenmesi

6.2.1. Sermaye Piyasası Kurulu’nun Yatırım Fonları ile İlgili Düzenlemeleri ve BigF’lerin SPKn Kapsamında İncelenmesi

15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanunla Değişik 2499 sayılı SPKn’nin 37’nci maddesinde yatırım fonu “...*halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığı...*” şeklinde tanımlanmıştır.

Yatırım fonları, kanun maddesinde de belirtildiği üzere, tüzel kişiliği olmayan malvarlıkları olup, inançlı mülkiyet ve riskin dağıtılması esaslarına göre yönetilirler. İnançlı mülkiyet esasına göre kurulan yatırım fonlarında, tasarruf sahipleri, fonların katılma belgelerini almak suretiyle, birikimlerini inandıkları fon kurucularının yönetimine terk ederler. Kurucu ise, fonu, içtüzüğe uygun olarak işletir.

Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ'e göre yatırım fonlarının portföylerine alabilecekleri varlıklar aşağıdadır:

- Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu kesimi borçlanma senetleri,
- Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel ve kamu kesimi borçlanma senetleri ve hisse senetleri,
- Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları,
- Kurul'ca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri.

Her ne kadar SPKn'nin 37'nci maddesine göre yatırım fonlarına gayrimenkullere de yatırım yapma olanağı sunulmuş olsa da, Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ'e göre, yatırım fonları, Tebliğ'de sıralanan ve yukarıda sayılan varlıklar dışında herhangi bir varlığa yatırım yapamazlar.

Ülkemiz düzenlemelerine göre, her fonun bir tipi bulunmaktadır. Fon portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'inin devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan Kamu İktisâdi Teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırıldığı fonlara A Tipi, diğer tüm fonlara ise B Tipi denilmektedir.

Fonların vergisel açıdan A Tipi veya B Tipi ayrımına tabi tutulmalarının yanında dağılımlarına göre de ayrıma tabi tutuldukları bilinmektedir. Seri:VII, No:10 sayılı yatırım fonlarını düzenleyen Tebliğ'in 5'inci maddesine göre;

1)Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak;

a)Kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış fonlar "Tahvil ve Bono Fonu",

b)Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar "Hisse Senedi Fonu",

c) Belirli bir sektörü (örneğin çimento vs.) oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış fonlar "Sektör Fonu",

d) Kurucunun iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlere yatırım yapan fonlar "İştirak Fonu",

e) Belli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatırım yapan fonlar "Grup Fonu",

f) Yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış fonlar "Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonu",

g) Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış olan fonlar "Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu",

2) Portföyünün tamamı;

h) Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan fonlar "Karma Fon",

i) Vadesine 90 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlar "Likit Fon",

j) Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar "Değişken Fon",

3) Portföyünün en az %80'ini devamlı olarak;

k) Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ'in 3 numaralı ekinde yer alan formüle uygun olarak yapılan hesaplama çerçevesinde, baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısımdan oluşan fonlar "Endeks Fon",

olarak adlandırılmaktadır.

Yukarıdaki tanımlardan da görüldüğü üzere, mevzuatımızda, fon türleri arasında BigF'ler sayılmamıştır. Yalnız, anılan tebliğ maddesinde "...Yukarıda sayılanlar dışında da, iç tüzüklerinde belirtilmek suretiyle,

oluşturulacak portföy yönetim şirketlerine uygun fon türleri, Kurul'ca uygun görülmesi koşuluyla belirlenebilir” denilmektedir. Ancak BigF'ler, yatırım yaptıkları varlıkların portföy içindeki dağılımından çok, özel işleyiş esasları nedeniyle önem arz etmektedirler. Bu nedenle, içerikleri itibariyle farklı bir fon türü olarak yorumlanmaları gerektiğinden, bu madde kapsamında ihraç edilmeleri mümkün görünmeyen BigF'lerin, ancak Tebliğ'de yeni bir fon türü olarak tanımlanmalarından sonra ihraç edilebilecekleri düşünülmektedir.

Tebliğ'in 35'inci maddesinde, katılma belgelerinin; belge sahiplerinin kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde senetler oldukları ve kaydî değer olarak tutuldukları belirtilmektedir. Ayrıca aynı maddede *“...İçtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A Tipi yatırım fonlarının katılma belgeleri menkul kıymet sayılır...”* denilmektedir.

36'ncı maddeye göre, Türkiye'de işlem gören yatırım fonu katılma belgelerinin itibarî değeri yoktur ve yatırım fonlarının yeni katılma belgesi ihraç edebilmeleri için, belgelerin temsil ettikleri değerlerin tam ve nakden ödenmiş olması gerekmektedir. Oysa BigF'lerin en önemli özelliklerinden biri, yeni fon katılma belgesi ihraç işlemlerinin aynî olarak yapılabilmesidir.

37'nci maddede, katılma belgelerinin alım satımının fon içtüzüğünde belirlenen esaslara göre fona iade edilmek suretiyle paraya çevrilebileceği ve fon içtüzüğünde hüküm bulunması halinde kurucunun talebi ve borsanın uygun görmesi durumunda menkul kıymet niteliği verilen katılma belgelerinin borsada işlem görebileceği belirtilmektedir.

Yukarıda verilen madde çerçevesinde, ülkemizde belirtilen koşulları sağlayan A Tipi yatırım fonlarının borsada işlem görmesi mümkündür. Zaman içerisinde ülkemizde yatırım fonlarına olan ilgi artmış, 1994 yılında A Tipi fon sayısı 38, B Tipi fon sayısı ise 58 iken 2002'nin sonunda A Tipi fon sayısı 134 ve B Tipi fon sayısı ise 108'e yükselmiştir. Aynı zamanda 1994 yılında yatırım fonlarının toplam portföyleri 726 Milyon Amerikan Doları iken bu değer 2002 yılının sonunda 5.842 Milyon Dolara yükselmiştir. Diğer yandan, eski Tebliğ'de görülen

eksikliklerin önemli bir bölümü 1996 yılında çıkarılan Kurul'un Seri:VII, No:10 sayılı Tebliği ile giderilmiş böylece yatırım fonlarının hukuki altyapısı tamamlanmıştır. Ancak tüm bu düzenlemelerin tamamlanmış olması ve A Tipi fonların İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB veya Borsa) işlem görmesi hususunda bir engel olmamasına rağmen halen hiç bir A Tipi fon İMKB'de işleme açılmamıştır.

BigF'ler de, içeriklerinde bir endeksi temsil eden sermaye piyasası araçlarını bulundurup, bu endeksin hareketlerini takip etmek amacıyla tasarlanan yatırım fonlarını ifade ettiğinden, fonun tamamı bu endeksi oluşturan belirli sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır. Bu anlamda değerlendirildiğinde, herhangi bir hisse senedi endeksini takip etmek üzere oluşturulan BigF, A Tipi yatırım fonu kapsamında değerlendirilebilecektir. Bu durumda, bu fonların Tebliğ'e göre İMKB'de işlem görmeleri mümkündür. Yurtdışı uygulamalarda BigF'ler, sadece hisse senetleri piyasaları endekslerini değil aynı zamanda diğer sermaye piyasası araçları endekslerini (Tahvil Endeksleri vb.) de takip etmek üzere kurulabilirler. Ancak SPK mevzuatında hisse senetleri piyasaları endekslerini takip eden fonlar haricinde kalan fonlar, A Tipi fon kapsamına girmediklerinden bu fonların borsada işlem görmesi mümkün değildir. Dolayısıyla SPK düzenlemeleri içerisinde bu konu ile ilgili olarak değişikliklerin yapılmasının ve A Tipi fon tanımının genişletilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

BigF'lerde diğer fonlardan farklı olarak;

- Oluşturma ve geri alım süreçlerinin aynî takas esasına göre yapılmakta olması,
- Portföy içeriklerinin ve dolaşım bilgilerinin günlük olarak açıklanması vb. kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin bulunması,
- Yetkilendirilmiş katılımcıların fon paylarının oluşturulma ve geri alım süreçlerinde farklı fonksiyonlarının olması,
- Oluşturma ve geri alım işlemlerinin en az bir asgari işlem birimi (genellikle 50.000 BigF payı) üzerinden yapılıyor olması,

vb. hususlar açısından farklı düzenlemelere ihtiyaç duyulacaktır. Bu nedenle BigF'lerle ilgili bir düzenlemeye gidilmesi düşünüldüğü

taktirde, yukarıda belirtilen hususlarla ilgili olarak yeni bir tebliğ düzenlenmesi yerine halihazırda Türkiye’de yatırım fonlarını düzenleyen Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ’de değişiklik yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Zira ABD ve Avrupa ülkelerindeki düzenlemeler incelendiğinde, ABD’de BigF’lere mevzuatla düzenlenmemiş işlemleri nedeniyle muafiyet ve istisnalar getirildiği, Avrupa’da ise yatırım fonları ile aynı düzenlemelerin uygulandığı görülmüştür.

Yurtdışı düzenlemelere göre, BigF’lerin oluşturulma ve geri alım işlemleri, diğer yatırım fonlarından farklı olarak, aynı takas esasına göre yapılabilmektedir. ABD’deki ICA düzenlemelerine göre, tüm yatırım fonlarının oluşturulma ve geri alım işlemlerinin aynı olarak yapılması mümkündür. Ancak bu yöntem BigF’ler haricinde diğer yatırım fonları tarafından fazlaca tercih edilmeyen bir yöntemdir (Poterba&Shoven, 2002:8). Türkiye’de benzer bir düzenleme ile A Tipi fonlarının tanımı genişletildikten sonra, bu fonların paylarını oluşturma ve geri alım işlemlerinde aynı takas esasını kullanmaları yönünde bir düzenleme yapılmasının, aynı zamanda BigF’lerin hisse senetlerinin saklanması ve aynı takas işlemlerinin gerçekleştirilmesi için İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.’nin (Takasbank) yetkilendirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

6.2.2 İMKB’nin Yatırım Fonları ile İlgili Düzenlemeleri ve BigF’lerin İMKB Düzenlemeleri Kapsamında Değerlendirilmesi

İMKB Kotasyon Yönetmeliği’nin 5’inci maddesine göre; Borsa’da ortaklık hakkı ve alacaklılık hakkı sağlayan ve SPK tarafından menkul kıymet olarak kabul edilen sermaye piyasası araçları borsa kotuna alınabilirler. Diğer menkul kıymetlerin Borsa’ya kotasyonu ile ilgili esas ve usuller ise Kurul’un onayı ile İMKB Yönetim Kurulu’nca belirlenir. Öte yandan A Tipi yatırım fonu katılma belgeleri, Kurul’un Seri:VII, No:10 sayılı Tebliği’nin 35’inci maddesine göre menkul kıymet sayıldıklarından ve Borsa yönetmeliklerine göre SPK tarafından menkul kıymet kabul edilen sermaye piyasası araçları borsa kotuna alınabileceklerinden, borsada işlem görebilirler.

İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin 9/E maddesinde de yatırım fonu katılma belgelerinin Borsa'ya kote edilmesine ilişkin esaslar belirlenmiştir. Maddeye göre; sermaye piyasası mevzuatında ve fon içtüzüğünde Borsa'da işlem görebileceği belirtilen yatırım fonu katılma belgeleri, Borsa'da işlem görebilmelerinin sağlanması için Borsa kotuna alınabilmekte ve aynı yönetmeliğin 6'ncı bölümünde belirtilen kottan çıkarılma durumlarından herhangi birinin veya birkaçının gerçekleşmesi halinde duruma göre, fon katılma belgeleri, geçici veya sürekli olarak Borsa Yönetim Kurulu'nun kararıyla kottan çıkarılabilmektedirler.

Yukarıda belirtilen düzenlemeler kapsamında, 1995 yılında İMKB nezdinde ayrı bir Fon Pazarı oluşturulmuştur. Ancak o dönemde fonlara yatırım yapmak hususunda yatırımcıların fazla bilgisinin olmaması ve buna bağlı olarak fonlara yatırım yapan yatırımcı sayısının az olması, ekonomik koşullar, fon sayısının ve büyüklüklerinin yeterli ölçülere ulaşmamış olmaları, aracı kurum ve bankaların tanıtım ve pazarlama faaliyetlerine yeteri kadar önem vermemeleri, girişimin Seri: VII, No:10 sayılı Tebliği'nin çıkarılmasından önce gerçekleştirilmesinden kaynaklanan kamuyu bilgilendirme hususundaki eksiklikler vb. nedenlerden dolayı Fon Pazarı'ndan o dönemde yeterli verim alınamamıştır (Bildik, 2002: 15).

Yukarıda yer alan düzenlemeler incelendiğinde, hisse senetlerini takip eden BigF'lerin, Borsa kotuna alınmasına engel bir durum bulunmadığı görülmektedir. Ancak BigF'ler, gün gün her fon payının içinde yer alan varlıkların toplam değerini hesaplamalı ve bu değerleri gün içinde belli aralıklarla kamuya açıklamalıdır. Dolayısıyla, İMKB nezdinde BigF'lerin kamuya duyurması gereken konularla ilgili ayrı düzenlemeler yapılmasının ayrıca bu türden fonlarda yapılacak işlemlerle ilgili olarak İMKB ve Takasbank nezdinde, gerekli olan elektronik altyapının oluşturulmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

6.2.3. BigF'lerin Türkiye'deki Vergi Uygulamaları Açısından İncelenmesi

BigF'lerin yurtdışı piyasalarda yeni bir yatırım aracı olarak ilgi çekmesinin önemli nedenlerinden biri diğer açık-uçlu yatırım fonları ile

karşılaştırıldıklarında vergisel açıdan daha etkin olmalarıdır. Bunun nedeni BigF'lerin nakit akımlarından kaynaklanan dalgalanmalara maruz kalmamalarıdır.

BigF'lerin, Türkiye'de işlem görmeleri durumunda, bu enstrümana yatırım yapan şahısların/kurumların karşılaşıacağı vergi düzenlemeleri açısından değerlendirilebilmeleri için, BigF işlemlerinin iki ayrı süreçte incelenmesi daha uygundur.

Birinci süreç, daha önce birincil piyasa işlemleri olduğu belirtilen pay oluşturma ve geri alma işlemlerinden oluşmaktadır. Yetkilendirilmiş katılımcı ve saklamacı kuruluş arasında gerçekleşen bu işlemler herhangi bir yatırım fonunun büyüme ve küçülme işlemleriyle aynı özelliklere sahiptir, tek farkları takas işlemlerinin aynı olarak yapılmasıdır. BigF paylarının oluşturma ve geri alım işlemlerinin aynı olarak yapılması, bu işlemler SPK düzenlemelerine göre portföy işletmeciliği kapsamına alındığı takdirde, yatırım fonlarının (A Tipi B Tipi ayrımı yapılmaksızın) portföy işletmeciliği kazancı kapsamında değerlendirilecektir. Yatırım fonlarında ise, fonun büyüme ve küçülme işlemlerinden elde edilen gelirler; fon açısından, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun (KVK) 8'inci maddesinin 4'üncü bendine göre, portföy işletmeciliği kazancı kapsamında değerlendirilmekte ve kurumlar vergisinden istisna tutulmaktadır. Kurumlar vergisinden istisna tutulan bu kazançlar, A tipi fonlarda %0 oranında, B Tipi fonlarda %11 (fon payı dahil) oranında gelir vergisi tevkifatına tabi olmaktadır. Bu anlamda, hisse senedi endekslerini takip etmek üzere oluşturulan, BigF'ler, fonun vergilendirilmesi açısından, diğer yatırım fonlarına göre herhangi bir avantaja/dezavantaja sahip bulunmamaktadırlar. Zira, A Tipi fonların portföy işletmeciliği kapsamındaki gelirleri, kurumlar vergisinden istisnaya tabi olmakta ve Gelir Vergisi Kanunu'na (GVK) göre de %0 oranı üzerinden vergilendirilmektedir.

İkinci süreç, oluşturulan BigF paylarının borsalarda, herhangi bir hisse senedi gibi işlem gördüğü süreçtir. Kurul'un Seri:VII, No:10 sayılı Tebliği'nin 35'inci maddesine göre, içtüzüklerinde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A Tipi yatırım fonlarının katılma belgeleri menkul kıymet sayılmaktadır. Dolayısıyla hisse senedi

endekslerini takip eden BigF'lerin katılma belgeleri, A Tipi fonların katılma belgeleri gibi menkul kıymet kabul edilecek ve bunların satışından elde edilecek kazançlar değer artış kazancı olarak değerlendirilecek ve herhangi bir hisse senedi endeksini takip eden BigF katılma belgelerinin fon dışında kimselere satılması (örneğin Borsa'da), Gelir Vergisi Kanunu'nun (GVK) 80 ve izleyen maddeleri çerçevesinde diğer kazanç ve irat olarak vergiye tabi tutulacaktır. Türkiye'de halihazırda işlem görmekte olan ve borsada işlem görmeyen yatırım fonlarından (A Tipi ve B Tipi ayrımı yapılmaksızın) elde edilen kazançlar(kâr payları) ise, GVK'nın 75'inci maddesinin 1'inci bendine göre menkul sermaye iradı sayılmakta ve GVK'nın, 09.01.2003 tarih ve 24988 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren 4783 sayılı Kanun ile değişik Geçici 55. Maddesi uyarınca, 01.01.1999 - 31.12.2003 tarihleri arasında elde edilen ve tevkif suretiyle vergilendirilmiş bulunan menkul kıymetler yatırım fonlarının katılma belgelerinden elde edilen bu kâr payları için yıllık beyanname verilmemekte ve diğer gelirler nedeniyle beyanname verilmesi halinde de bu gelirler beyannameye dahil edilmemektedir. Dolayısıyla, yürürlükte olan vergi düzenlemeleri kapsamında, bireysel yatırımcılar açısından, borsada işlem görmeyen bir yatırım fonunun, borsada işlem görebilen herhangi bir fona göre daha fazla avantaja sahip olduğu düşünülmektedir.

Diğer taraftan, Kurul'un Seri:VII, No:10 sayılı Tebliği'ne göre, A Tipi fon haricindeki fonlar menkul kıymet olarak kabul edilmemekte, menkul kıymet olarak kabul edilmeyen yatırım fonları ise İMKB'de işlem görememektedir. Dolayısıyla menkul kıymet sayılacak fon tanımının kapsamı genişletilmediği² sürece hisse senetleri endeksleri haricinde diğer endeksleri takip etmek üzere kurulacak olan BigF'ler doğal olarak B Tipi Fon sayılmaları nedeniyle, Borsa'da işlem göremeyeceklerdir. Dolayısıyla ikincil piyasa işlemleri nedeniyle vergiye tabi olmalarından bahsedilemeyecektir.

² A Tipi fonun kapsamının genişletilmesinden kasıt; portföyünde aynı menkul kıymetten belli bir oranın üzerinde bulunduran tüm yatırım fonlarının A Tipi fon kapsamına dahil edilmesidir. Zira halihazırdaki düzenlemelere göre tahvil ve bono fonları, yabancı menkul kıymetler yatırım fonları vs. A Tipi fon kapsamında değerlendirilememektedir.

Sonuçta, yurtdışı piyasalarda sağladığı vergi avantajı nedeniyle fazlaca ilgi gören BigF'lerin, vergisel teşvikler açısından Türkiye'deki diğer yatırım fonlarına göre herhangi bir avantaja sahip olmadığı, ancak A Tipi fon tanımının genişletilmesi, borsada işlem görecekt fonlarla ilgili mevcut vergi düzenlemelerinin değiştirilmesi veya yeniden düzenlenmesiyle BigF'lerin, ülkemizdeki yatırımcılar açısından tercih edilebilir yatırım araçları haline geleceği düşünülmektedir.

7. SONUÇ

Yurtdışı piyasalarda son dönemlerde ortaya çıkan ve yeni finansal ürünlerin gelişimine en iyi örneklerden biri olan BigF'ler, belli bir portföyün borsalarda alınıp satılabilmesine dayanan fon türünü ifade etmektedir.

İlk olarak ABD'de işlem görmeye başlayan ve daha sonra yatırımcısına sağladığı avantajlarla diğer ülkelerde de ilgi çeken BigF'lerin en önemli özellikleri oluşum ve geri alım süreçlerinin aynı olarak yapılmasıdır. SPDRs'ı -ilk BigF- geliştiren kişinin daha önceleri mal piyasalarında çalışmış olması bu fonların depo sertifikası tabanlı ürünler olarak tasarlanmış olmasını açıklamaktadır. Ana düşünce, broker-dealer'ların veya büyük yatırımcıların belli bir hisse senedi sepetini bir saklamacı kuruluşa depo etmesi ve karşılığında depo sertifikası (yani fon payı) almasıdır. Bu payları alan taraflar ileride bu fonlardan çıkmak istediklerinde fon paylarını verip karşılığında depo ettikleri hisse senetlerini geri alabileceklerdir. Halihazırda piyasalarda işlem görmekte olan tüm BigF'lerde geçerli olan uygulama, yukarıda belirtilen depo sertifikası işlemlerinin günümüze uyarlanmış halidir.

BigF'ler, yurtdışı piyasalarda, birçok kurumsal ve bireysel yatırımcı için vergi avantajı sağlayan, tüm piyasa riskine karşı portföy riskini azaltan ve sektör fonları ile bireysel hisse senetlerini bir araya getiren portföyleri oluşturmak suretiyle yatırımcılara geniş piyasa açılımı sağlayan enstrümanlardır. BigF'ler aracılığıyla yatırımcılar, belirli sektör, ülke veya bölge endekslerini takip eden portföyler oluşturarak ürün çeşitlendirme konusunda etkin yöntemler bulabilmektedirler. Aynı zamanda, yatırımcılar,

BigF'leri borsalarda yapacakları işlemlerde etkinliği artırmak, risk yönetimi ve nakit yönetimi konularında daha etkin olmak için de kullanabilmektedir.

BigF'ler yatırım fonlarından farklı olarak, yatırımcısına gün içi alım satım yapma olanağı sağlayan, portföyündeki hisse senetlerinden bir ve/veya birkaçı temettü ödemesi yaptığında bunları nakden dağıtan, oluşturma ve geri alım işlemlerinin aynî olarak yapıldığı, pasif yönetilmelerinden dolayı yönetim giderleri daha düşük olan enstrümanlardır. BigF'leri, yatırım ortaklıklarından ayıran en önemli özellik ise, BigF paylarının piyasa değerlerinin portföylerinde bulunan hisse senetlerinin toplam değerinden fazla farklılık göstermemesidir.

2002 yılı sonunda varlıkları %35 oranında artmış olan ve dünya çapında portföy değerleri toplamı 141,6 Milyar Amerikan Doları'na ulaşan BigF'ler, ABD, Almanya, Avustralya, Brezilya, Fransa, Hollanda, Hong Kong, İngiltere, İsviçre, İtalya, Japonya, Kanada, Kore ve Singapur borsalarında işlem görmektedir.

Daha önceleri, yatırım fonu endüstrisi açısından bir tehlike olarak görülen BigF'ler, artık yatırım fonları tarafından portföyleri içinde bulundurulacak bir yatırım aracı olarak görülmektedir. Emeklilik fonları sadece hisse senetleri endekslerini değil, diğer sabit getirili menkul kıymetlere dayanan endeksleri de takip eden BigF'leri kullanarak uluslararası portföylere sahip olabilmekte, böylece tek bir enstrüman kullanmak suretiyle birçok menkul kıymete (hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler) yatırım yapabilmektedirler.

BigF'ler, ABD'de ICA'ya göre ihraç edilmektedir. Bir BigF'in katılma belgelerinin ihraç edilmesinden önce, SEC'in bu fonun ICA'nın belirli maddelerinden muaf tutulduğuna dair karar almış olması gerekmektedir. ABD'de, BigF payları, adına "creation unit" denilen ve genelde en az 50.000 fon payının bir araya getirildiği büyük birimler halinde oluşturulmakta ve NAD üzerinden, oluşturma süreciyle aynı şekilde geri alım işlemine tabi tutulmaktadır.

Avrupa Birliği'nin yatırım fonları ile ilgili düzenlemeleri incelendiğinde, BigF'ler için ayrı bir düzenleme yapılmadığı, bu fonların da devredilebilir menkul kıymetlere yapılan kolektif yatırımlara (undertakings

of collective investments in transferable securities veya UCITS) ilişkin işlemlerle ilgili kanun, düzenleme ve idari hükümlerin birbirleriyle uyumlaştırılmasını amaçlayan 20.12.1985 tarih ve 85/611/EEC sayılı Avrupa Konseyi Direktifi (Direktif) kapsamında değerlendirildiği ve bu direktife göre ihraç edildikleri görülmektedir.

Türkiye'deki düzenlemelere göre, fon türleri arasında BigF'ler sayılmamıştır. Seri:VII, No:10 Tebliği'nin 5. maddesine göre maddede sayılanlar dışında da, iç tüzüklerinde belirtilmek suretiyle, oluşturulacak portföy yönetim şirketlerine uygun fon türleri, Kurul'ca uygun görülmesi koşuluyla belirlenebilecektir. Ancak, BigF'ler, yatırım yaptıkları varlıkların portföy içindeki dağılımından çok, özel işleyiş esasları nedeniyle önem arz etmektedirler. Bu nedenle, içerikleri itibarıyla farklı bir fon türü olarak yorumlanmaları gerektiğinden, bu madde kapsamında ihraç edilmeleri mümkün görünmeyen BigF'lerin, ancak Tebliğ'de yeni bir fon türü olarak tanımlanmalarından sonra ihraç edilebilecekleri düşünülmektedir.

BigF'ler, içeriklerinde bir endeksi temsil eden sermaye piyasası araçlarını bulundurup, bu endeksin hareketlerini takip etmek amacıyla tasarlanan enstrümanlar olduklarından, fonun tamamı bu endeksi oluşturan belirli sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır. Bu anlamda değerlendirildiğinde bir hisse senedi endeksini takip etmek üzere oluşturulan BigF'ler, A Tipi yatırım fonu kapsamında değerlendirilebileceklerdir. Bu durumda bu fonların Tebliğ'e göre İMKB'de işlem görmeleri mümkündür. Ancak BigF'ler yurtdışı uygulamalarda sadece hisse senetleri piyasaları endekslerini değil aynı zamanda diğer sermaye piyasası araçları endekslerini (Tahvil Endeksleri vb.) takip etmek üzere de kurulabilmektedirler. SPK mevzuatında hisse senetleri piyasaları endekslerini takip eden fonlar haricinde fonlar A Tipi fon kapsamına girmediklerinden bu fonların borsada işlem görmesi mümkün değildir. Dolayısıyla SPK düzenlemeleri içerisinde bu konu ile ilgili olarak değişikliklerin yapılmasının ve A Tipi fon tanımının genişletilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

ABD'deki ICA düzenlemelerine göre, BigF'lerin oluşturulma ve geri alım işlemleri, aynî takas esasına göre yapılabilmektedir. Türkiye'de de BigF ihraç edilmesi düşünüldüğü takdirde, ABD düzenlemelerine benzer

olarak, tüm yatırım fonlarına oluşturma ve geri alım işlemlerini aynı olarak yapabilme olanağının tanınmasının, BigF payları ile bu payları oluşturan hisse senedi portföyünün saklanması ve aynı takas işlemlerini gerçekleştirmek üzere Takasbank'ın yetkilendirilmesinin, İMKB nezdinde BigF'lerin kamuya duyurması gereken konularla ilgili ayrı düzenlemeler yapılmasının ve bu fonlarda yapılacak işlemlerle ilgili olarak İMKB ve Takasbank nezdinde, gerekli olan elektronik altyapının oluşturulmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

Yurtdışı piyasalarda sağladığı vergi avantajı nedeniyle fazlaca ilgi gören BigF'lerin, vergisel teşvikler açısından Türkiye'deki diğer yatırım fonlarına göre herhangi bir avantaja sahip olmadığı, ancak A Tipi fon tanımının genişletilmesi, borsada işlem göreceği fonlarla ilgili mevcut vergi düzenlemelerinin, değiştirilmesi veya yeniden düzenlenmesiyle BigF'lerin, ülkemizdeki yatırımcılar açısından tercih edilebilir yatırım araçları haline geleceği düşünülmektedir.

Sonuçta, BigF'lerin Türkiye'de işlem görmesinin uygun bulunması ve vergi mevzuatında bu fonları yatırımcılar açısından cazip hale getirecek yeni düzenlemelerin yapılması durumunda, yatırımcılara belirli bir portföyü gerçek zamanlı olarak borsalarda alıp satabilme imkânı sunulmuş olacak, böylece sermaye piyasaları hakkında fazla bilgi sahibi olmayan kişiler dahi, belirli endeksleri takip etmek üzere tasarlanan ve birçok hisse senedini içinde bulunduran bu yeni enstrümana yatırım yapabileceklerdir.

KAYNAKÇA

ATA Özgür

2003, "İMKB'nin Gelişimi İçin Alternatif Bir Piyasa Modeli: Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları (Exchange Traded Funds)", Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Mart-Nisan sayısı,

BİLDİK, Recep

2002, "Türk Sermaye Piyasası İçin Yeni Bir Yatırım Alternatifi:Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları (ETFs)", İşletme-Finans Dergisi, Aralık sayısı,

BERNSTEİN, Phyllis J.

2002, "A Primer on Exchange Traded Funds", www.indexfunds.com,

CAN, Evrim

2002, "Sermaye Piyasasında Vergilendirme", SPK Araştırma Raporu,

CHENG, Louis T W ve Kevin CHENG

2002, "Exchange Traded Funds As an Investment/Hedging Tool", www.hkex.com.hk,

DÖNMEZ, Çetin Ali

2002 "Türkiye'de Yatırım Fonlarının Geliştirilmesi İçin Bir Uygulama Önerisi: Borsa Fonları (Exchange Traded Funds)", Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Eylül-Ekim sayısı,

EROL, Ahmet ve A. Ercan YILDIRIM

2002, "Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi 2002", Yaklaşım Yayınları,

ERTAŞ, Vahdettin, Kürşat TUNCEL ve Bahadır TEKER

1997, "Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması", Sermaye Piyasası Kurulu Yayını No:103 Ankara:SPK,

FUHR, Deborah A

2002 "Gaining Exposure to Europe Using ETFs", Morgan Stanley Dean Witter,
GASTINEAU, Gary L.,
2002, "The Exchange Traded Funds Manual", John Wiley & Sons Inc., New York,
AHRAMAN, Abdülkadir
2001, "Yabancı Yatırım Fonlarının Faaliyet Esasları ve Kazançlarının Vergilendirilmesi", Active Bankacılık ve Finans Dergisi 16. sayısı,
KONT, Bayram
2001, "Dünya'da ve Türkiye'de Yatırım Fonları", Active Bankacılık ve Finans Dergisi 16. sayısı,
MANN, Bill
2000, "The Age of Exchange Traded Funds", www.fool.com/news/foth/2000/foth000721.htm,
MORIARTY, Kathleen H ve Carter LEDYARD
2001 "Current U.S. Investment Company Regulation Through the Prism of Exchange Traded Funds", www.sec.gov, Washington, D.C.,
NOVAKOFF, James L.
2002, "Exchange Traded Funds: A White Paper", www.indexfunds.com,
POTERBA, James M. & SHOVEN John B.
2002, "Exchange Traded Funds: A New Investment Option for the Taxable Investors", NBER Working Paper Series, www.nber.com,
ROYE, Paul F.
2002, "Regulatory Issues Involving Exchange Traded Funds", American Stock Exchange Symposium on Exchange Traded Funds, www.sec.gov,
State Street Global Investors
2002, "A Case for Exchange Traded Funds", www.ssga.com,

WIANDT Jim ve Will McCLATCHY
2002 "The Exchange Traded Funds", John Wiley & Sons Inc., New
York,

ZIGLER, Brad
2002 "ETFs Finish in First Place", www.financial-planning.com/pubs/fp/20020501019.html,

İNTERNET SİTELERİ

- 1) www.asx.com.au,
- 2) www.amex.com,
- 3) www.deutschebourse.com,
- 4) www.euronext.com,
- 5) www.etf-sgx.com,
- 6) www.exchangetradedfunds.com,
- 7) www.fefsi.org,
- 8) www.frescoshares.com,
- 9) www.hkex.com,
- 10) www.ici.org,
- 11) www.indexfunds.com,
- 12) www.londonstockexchange.com,
- 13) www.maliye.gov.tr,
- 14) www.msci.com,
- 15) www.morningstar.com,
- 16) www.nasdaq.com,
- 17) www.nasdageurope.com,
- 18) www.spglobal.com,
- 19) www.swx.com,
- 20) www.turmob.org.tr .