

KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**YATIRIMCILARI KORUMA FONU ÖZELİNDE YATIRIMCI TAZMİN
SİSTEMİMİZ VE AVRUPA BİRLİĞİ YATIRIMCI TAZMİN SİSTEMİNE UYUM
ÇERÇEVESİNDE YAPILMASI GEREKENLER**

Yüksek Lisans Tezi

ÖZGÜR BÜLBÜL

İstanbul, 2007

KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**YATIRIMCILARI KORUMA FONU ÖZELİNDE YATIRIMCI TAZMİN
SİSTEMİMİZ VE AVRUPA BİRLİĞİ YATIRIMCI TAZMİN SİSTEMİNE UYUM
ÇERÇEVESİNDE YAPILMASI GEREKENLER**

Yüksek Lisans Tezi

ÖZGÜR BÜLBÜL

Danışmanlar Dr. YAKUP ERGİNCAN

Yrd. Doç. Dr. M. HASAN EKEN

İstanbul, 2007

Önsöz

"Binlerce mil sürecek bir yolculuk bile tek bir adımla başlamak zorundadır" der Lao-Tsu. Yatırımcı tazmin sistemimizin Avrupa Birliği yatırımcı tazmin sistemine uyumu çerçevesinde yapılması gerekenler konulu bu tezin temeli Yatırımcıları Koruma Fonu'ndan çalışma arkadaşlarım. Sn. Kağan ŐAR ve Sn. Tuba KAYNAK ile 2004 yılında atılmış olup, tez danışmanım Sn. Dr. Yakup ERĐNCAN ve Merkezi Kayıt Kuruluşu Hukuk Müşaviri Sn. Ümit YAYLA'nın görüş ve önerileriyle çalışma son halini almıştır.

Bu çerçevede, çalışmanın temellerini birlikte attığımız. Sn. Kağan ŐAR ve Sn. Tuba KAYNAK'a, AB düzenlemelerine ilişkin kaynakların teminindeki katkılarından dolayı Sn. Fatma Merve ŐEN'e, çalışmayı tamamlamamda görüş ve önerileri ile katkıda bulunan Sn. Dr. Yakup ERĐNCAN ve Sn. Ümit YAYLA'ya teşekkür ederim.

Bu çalışmadaki tüm yorumlar kişisel düşüncelerim olup, çalıştığım kurum olan Merkezi Kayıt Kuruluşu'nu bağlamamaktadır. Çalışmanın tüm ilgililere faydalı olmasını dilerim.

İstanbul 2007

Özgür BÜLBÜL

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ.....	1
I) YATIRIMCIYI KORUMA AMAÇLI DÜZENLEMELERİN SEBEPLERİ	4
1.1 Piyasa Mekanizmasının Başarısızlığından Kaynaklanan Sorunlar	4
1.2 Aracıların Varlığından Kaynaklanan Sorunlar	8
1.3 Birincil Piyasada Aracılar ve Yatırımcıların Karşılaştığı Riskler	8
1.4 İkincil Piyasada Aracılar ve Yatırımcıların Karşılaştığı Riskler	10
1.5 Risklere Karşı Yatırımcının Korunmasının Önemi	10
II) SERMAYE PIYASASINDA YATIRIMCININ KORUNMASINA YÖNELİK MEKANİZMALAR	11
2.1 Yatırımcıların Yanlış Karar Almalarını Önlemeye Yönelik Düzenlemeler	11
2.1.1 Liyakat Yaklaşımı	11
2.1.2 Kamuyu Aydınlatma Yaklaşımı	13
2.1.2.1 Genel Olarak	13
2.1.2.2 Kamuyu Aydınlatma, Şeffaflık İlkesi ve Türk Hukuku	14
2.2 Yatırımcıları Aracıların Risklerine Karşı Koruma Teknikleri	17
2.2.1 Genel Olarak	17
2.2.2 Önleyici Tedbirler	18
2.2.2.1 İç Kontrol	18
2.2.2.2 Düzenleyici Otoritelerin Gözetimi	19
2.2.3 Yatırımcıların Varlıklarını Koruyucu Tedbirler	19
2.2.3.1 İflas Halinde Müşterilere Olan Yükümlülüklerin Diğer	
Yükümlülüklerden Farklı İşleme Tabi Tutulması	20
2.2.3.2 Öncelikli Alacaklı Statüsü	20
2.2.3.3 Müşteri Varlıklarının Müşteri Mülkiyetinde Olmaya Devam Etmesi	
21	21
2.2.3.4 Tazmin İle İlgili Düzenlemeler	22
2.2.3.4.1 Koruma/Güvence Fonu veya Tazmin Planı (Protection	
Fund/Compensation Schemes)	22
2.2.3.4.2 Sigorta Sistemi	23
2.2.3.4.3 Müşteriler Tarafından Alınan Önlemler	24
III) MEVCUT YATIRIMCI TAZMİN SİSTEMİMİZ	25
3.1 Yatırımcıları Koruma Fonu	25
3.1.1 Fonun Hukuki Niteliği	25
3.1.2 Fonun Gelirleri	26
3.1.3 Fonun Giderleri	27
3.1.4 Fonun Denetimi	27
3.1.5 Fonun İstisna ve Muafiyetleri	28
3.1.6 Fon'un Koruma Kapsamı	28
3.1.7 Yararlanma Koşulları	29
3.2 Tedrici Tasfiye	30
3.2.1 Genel olarak	30
3.2.2 Fon Kapsamındaki Alacakların Ödenmesi	36
3.2.3 Tasfiye Bakiyesinin Dağıtım Esasları	38
IV) AB STANDARTLARI VE YURTDIŞI UYGULAMALARI	41
4.1 Yatırımcı Tazmin Sistemlerine İlişkin AB Düzenlemeleri	41
4.1.1 Koruma Kapsamı	42
4.1.2 Tazmin Sistemine Katılım	44
4.1.3 Tazmin Süreci	45
4.1.4 Tazmin Sistemi Dışında Bırakılabilecek Yatırımcılar	45
4.1.5 Diğer Üye Ülke Koruma Sisteminden Yararlanma	46
4.1.6 Yatırımcı Tazmin Planı Konusunda Yatırımcıların Bilgilendirilmesi	47
4.1.7 Yatırım Firmaları ve Şubelerinin Tazmin Planına Dahil Olmalarından	
Kaynaklanan Yükümlülükleri	48
4.1.8 Halefiyet	48
4.1.9 Avrupa Birliği'nin Finansal Ürün Piyasaları Direktifinin Getireceği Yenilikler ..	

4.1.9.1	MiFID'in getirdiği başlıca yenilikler	50
4.1.9.1.1	Geniş Kapsam	50
4.1.9.1.2	Büyük Ölçüde Uyumlaştırma	50
4.1.9.1.3	Ülkelerarası İşlemlerin Kolaylaştırılması	51
4.1.9.1.4	Sermaye Koşulları	51
4.1.9.1.5	Mifid'in Kapsamı	51
4.1.9.1.6	Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri	51
4.1.9.1.7	Yardımcı Hizmetler	52
4.1.9.1.8	Düzenlemenin Kapsamındaki Değişiklikler.....	52
4.1.9.1.9	MiFID Kapsamındaki Finansal Ürünler.....	53
4.1.9.2	İstisnalar	53
4.1.9.3	Yetkilendirme Ve Pasaport	54
4.1.9.4	Mevzuattaki Önemli Değişiklikler.....	55
4.1.9.4.1	Yeni İşleyiş Kuralları	55
4.1.9.4.2	Müşterilerin Sınıflandırılması	55
4.1.9.4.3	Yatırımcıların Korunması.....	56
4.1.9.4.4	Müşteriyi Tanıma	57
4.1.9.4.5	Alım-Satım Aracılığı İşlemleri	57
4.1.9.4.6	İşlemlerin Müşterinin Menfaatine Gerçekleşmesi	58
4.1.9.5	Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	58
4.1.9.6	Tezgâhüstü İşlemler (Sistematik içselleştirme)	59
4.1.9.7	İşlem Sonrası Şeffaflık.....	59
4.1.9.8	Müşteri Varlıkları ve Saklama	59
4.1.9.9	Değerlendirme.....	60
4.2	Yurtdışı Uygulama Örnekleri	60
4.2.1	Danimarka.....	60
4.2.2	İrlanda	61
4.2.3	İngiltere	62
4.2.4	Portekiz.....	63
4.2.5	Avusturya	64
4.2.6	Belçika	65
4.2.7	Finlandiya	65
4.2.8	Fransa.....	66
4.2.9	Almanya.....	67
4.2.10	Yunanistan	68
4.2.11	İtalya.....	69
4.2.12	Lüksemburg.....	70
4.2.13	Hollanda.....	71
4.2.14	İspanya.....	72
4.2.15	İsveç	73
V)	YATIRIMCI KORUMA FONU MEVZUATININ AVRUPA BİRLİĞİ İLE UYUMLU HALE GETİRİLMESİ ÇERÇEVESİNDE YAPILMASI GEREKEN DEĞİŞİKLİKLER.....	76
5.1	Koruma Kapsamı Genişletilmelidir	76
5.1.1	Devlet Tahvili/Hazine Bonosu:	78
5.1.1.1	Tahvil ve Bono Piyasasına İlişkin Esaslar	78
5.1.1.2	Piyasa İşlemleri	78
	i) Birinci El Piyasa İşlemleri	78
	ii) İkinci El Piyasa İşlemleri	79
5.1.1.3	Takas İşlemleri	79
	i-İMKB Tahvil ve Bono Piyasası İşlemlerinin Takası	79
	ii-Borsa Dışı İşlemlerin Takası.....	79
5.1.1.4	Saklama İşlemleri	80
5.1.2	Tahvil ve Bono Piyasasında Karşılaşılan Riskler ve Sorunlar.....	80
5.1.2.1	Saklama İşlemleri ile İlgili Karşılaşılan Sorunlar	80
5.1.2.2	Denetim ve Gözetim Sorunları	81
5.1.2.3	Kaydileştirme Sorunu	82
5.1.3	AB Düzenlemelerine Uyum Çerçevesinde Yapılması Gerekenler.....	82
5.1.2	Repo / Ters Repo.....	84

5.1.3	Yatırım Fonu	88
5.1.4	Türev Araçlar	96
5.1.4.1.1	Finansal Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Futures).....	96
5.1.4.1.2	Forward Faiz Sözleşmeleri	96
5.1.4.1.3	Faiz, Döviz ve Hisse Senedi Swap Sözleşmeleri	97
5.1.4.1.4	Finansal Opsiyon Sözleşmeleri.....	97
5.2	Fon'a Katılım Zorunlu Olmalıdır	98
5.3	Fon Kapsamındaki Alacakların Ödenmesi Süreci Kısaltılmalıdır.....	98
5.4	Koruma Kapsamı Miktarı AB Standartları İle Uyumlu Olmalıdır.	99
5.5	Koruma Kapsamı Dışında Bırakılan Yatırımcı Grubu Yeniden Düzenlenmelidir. .	99
5.6	Yükümlülüklerini Yerine Getirmeyen Firmalara Uygulanan Yaptırımlar Etkinleştirilmelidir.	100
5.7	Kara Para Aklama, Yasa Dışı Yollardan Sağlanan Kazançları Tazmin Sistemi Dışında Bırakan Düzenleme Yapılmalıdır.	101
5.8	Müşterek Hesaplarda Pay Oranı Dikkate Alınmalıdır.	101
5.9	Yurtiçindeki Ve Yurtdışındaki Şubelere İlişkin Düzenleme Yapılmalıdır.	102
5.10	Fonun yalnız tazmin ile yükümlü olmalıdır	103
VI)	SONUÇ.....	104

KISALTMALAR

93/22/EEC	: Avrupa Birliği Yatırım Hizmetleri Direktifi
97/9/EC	: Yatırımcı tazmin sistemlerine ilişkin Avrupa Parlamentosu ve Konsey Direktifi
AB	: Avrupa Birliği
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
FON	: Yatırımcıları Koruma Fonu
FON YÖNETMELİĞİ	: Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliği
IOSCO	: Menkul Değerler Komisyonları Uluslararası Örgütü
İİK	: İcra İflas Kanunu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Projesi
KURUL	: Sermaye Piyasası Kurulu
MİFID	: Avrupa Birliği'nin Finansal Ürün Piyasaları Direktifi
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
TAKASBANK	: İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş
TASFİYE YÖNETMELİĞİ	: Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik
TCMB	: T.C. Merkez Bankası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
VOBAŞ	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş

GİRİŞ

Türkiye’de sermaye piyasasının kurumsal bir yapılanmaya doğru yönelmesi ancak 1981 yılında kabul edilen 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile mümkün olmuştur. Bu Kanun, 1980’li yılların başında binlerce yatırımcının zarar gördüğü “*bankerler krizi*”nin hemen sonrasında çıkarıldığından “*tepki kanunu*” olarak da adlandırılmaktadır. Sermaye piyasasına ilişkin esas konuları belirleyerek, ayrıntılı düzenlemeleri tebliğ ve yönetmeliklere bırakan Sermaye Piyasası Kanunu, “tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, *tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını* düzenlemek ve denetlemek” amacıyla çıkarılmıştır.

Aslında sadece Türkiye’de değil pek çok ülkede sermaye piyasasının düzenlenmesinde ana amaç yatırımcıların korunması olmuştur. Sermaye piyasasında yatırımcının korunması ile amaçlanan piyasanın olağan pozisyon riski ve fiyat düşüşleri sonucunda ortaya çıkan zararların karşılanması değildir. Sermaye piyasasında yatırımcıların korunması esas olarak iki durumda ortaya çıkmaktadır. Bunlardan ilki, doğrudan finansman biçiminin hakim olduğu sermaye piyasasına yatırım yapmış veya yapacak kişi ve kuruluşların (yatırımcıların) alacakları yatırım kararlarını etkileyen bilgileri tam, zamanında ve doğru bir biçimde edinmelerini sağlamaktır. İkincisi ise, yatırımcıların varlıklarını bu piyasada faaliyet gösteren ve yatırımcıların nam ve hesabına işlem yapan araçların mali risklerine karşı korumaktır.

Özellikle 1994 yılında yaşanan mali kriz sonucunda pek çok aracı kurumun ödeme güçlüğüne düşmesi nedeniyle yatırımcıların zarara uğraması ve bu zararların karşılanmasında mevcut düzenlemelerin yetersiz kalması, Türkiye için yatırımcıların zararlarını bir dereceye kadar gidermeye yönelik bir “güvence fonu”nun gerekli olup olmadığı konusunda tartışmaların başlamasına neden olmuştur.

1997 yılının ilk yarısına kadar geçen dönemde 13 tane aracı kurum hakkında iflas davası açılmış, sadece üç tanesinde iflas idaresi oluşturulmuş ve hiçbirinde tasfiye tamamlanamamıştır. İlk olarak, ödeme güçlüğüne düşen 13

aracı kurumun karşılanamayan taahhütleri toplamı cari fiyatlarla yaklaşık 3.7 trilyon TL olup, alacaklı müşteri sayısı 20.000'in üzerinde bulunmaktadır. Batık aracı kurumların karşılanamayan taahhütleri, ödeme güçlüğüne düştüğünün tespit edildiği tarihteki döviz kuru dikkate alındığında, yaklaşık 121.3 milyon dolar yapmaktadır. Bu nedenle binlerce yatırımcı mağdur olmuş ve sermaye piyasası yatırımcılarında kurumlara karşı güvensizlik oluşmuştur. Ortaya çıkan bu tablo, sermaye piyasasının sağlıklı temeller üzerinde işleyebilmesini sağlamak bakımından Yatırımcıları Koruma Fonunun kurulmasını ve başta aracı kurumlar olmak üzere sermaye piyasası kurumlarında özel tasfiye yönteminin belirlenmesini zorunluluk haline getirmiştir.

Özel bir yöntem olan tedrici tasfiyede Türk Ticaret Kanunu'nun ve İcra İflas Kanunu'nun tasfiyeye ilişkin hükümleri uygulanmamaktadır. Böyle bir özel tasfiye yöntemine ihtiyaç duyulmasının nedeni, genel hükümlerdeki tasfiye prosedürünün sermaye piyasasının yapısına uymaması, piyasada güven ilkesinin zedelenmesine yol açmasıdır.

Kurul tarafından tedrici tasfiyesine karar verilen Karon Menkul Kıymetler Ticareti A.Ş ve Data Menkul Kıymetler Ticareti A.Ş'nin yatırımcılarının alacaklarının Fon tarafından çok kısa sayılabilecek bir sürede tazmin edilmiş olması Fonun kuruluşu ile amaçlanan faydanın elde edildiğinin bir göstergesidir. Karon Menkul yatırımcılarının alacaklarının %100 lük kısmı, Data Menkul yatırımcılarının alacaklarının % 84 lük kısmı Fon varlığından karşılanmıştır.

Sınırlı sermaye piyasası aracı için sağlanan bu korumanın tüm sermaye piyasası araçlarını kapsayacak şekilde yeniden belirlenmesi ülkemiz sermaye piyasamızın güven içinde işleyebilmesi için önemlidir.

Bu bağlamda her ne kadar çalışmanın başlığı Avrupa Birliğine Uyum Sürecinde Yapılması Gerekenler olsa ve Yasa koyucu tarafından ileriki dönemlerde yapılması muhtemel değişiklikler Ülkemizin AB üyeliğine kabul edilebilmesi için zorunluluktan yapılacak olsa da, söz konusu değişikliklerin yatırımcıların korunması, sermaye piyasalarına olan güvenin artması, piyasanın daha sağlıklı işlemesi ve sermaye piyasası kurumlarının eşit koşullarda faaliyet yürütebilmelerine olanak sağlayacağından, nedeni ne olursa olsun bu faydaları sağlayacak olan değişiklikler en kısa sürede yapılmalıdır.

Çalışmanın birinci bölümünde yatırımcıların korunması, ikinci bölümünde mevcut yatırımcı tazmin sistemimiz, üçüncü bölümünde AB standartları ve yurtdışı uygulamaları, dördüncü bölümde yatırımcı koruma mevzuatımızın AB mevzuatı ile uyumlu hale getirilmesi çerçevesinde yapılması gerekenler incelenmiş, beşinci bölümde ulaşılan sonuçlara yer verilmiştir.

YATIRIMCININ KORUNMASI

I) YATIRIMCIYI KORUMA AMAÇLI DÜZENLEMELERİN SEBEPLERİ

Yatırımcıyı koruma amaçlı düzenlemelerin makro ve mikro düzeyde olmak üzere iki sebebi bulunmaktadır¹. Makro düzeydeki sebep, genel olarak kamunun düzenleme yaparak, piyasaya müdahale etmesinin teorik temelini oluşturan piyasa mekanizmasının başarısız olması ile ilgilidir. Özellikle, doğrudan finansman biçiminin hakim olduğu sermaye piyasasında bilginin önemli olması, piyasanın başarısızlığı teorisinin bir alt unsurunu oluşturan asimetrik bilgi problemi bu açıdan büyük önem taşımaktadır. Mikro düzeydeki sebep ise, makro düzeydeki sorunun kamunun müdahalesi ile çözüldüğü durumda dahi, sermaye piyasasında gerek birincil ve gerekse ikincil piyasada fon arzedenlerle fon talep edenler arasındaki bağlantının çoğunlukla aracılar vasıtasıyla kurulması nedeniyle müşteri varlıklarına yönelik olarak ortaya çıkan risklerdir.

1.1 Piyasa Mekanizmasının Başarısızlığından Kaynaklanan Sorunlar

Makro düzeyde düzenlemenin gerekliliği konusunda çeşitli görüşler öne sürülmekle birlikte, bu konuda esas olarak etkin piyasalar hipotezi ile de bağlantılı olarak *piyasa başarısızlığı (market failure)* teorisinin kabul edildiği görülmektedir².

Etkin bir sermaye piyasası için, bu piyasaya yönelik düzenlemelerle doğrudan ilgili üç koşul bulunmaktadır. Birincisi, ekonomik kalkınmanın büyük öncelik taşıdığı, ancak finansal kaynakların kıt olduğu bir ortamda kaynak dağılımı etkin olmalıdır. Yani, finansal kaynaklar en ucuz maliyetle en verimli oldukları alanlara aktarılabilir. İkincisi, finansal kaynağa sahip yatırımcılar, en az bir zorluk ve harcama ile kaynaklarını piyasada bir biçimden diğer bir

¹ Kılıç Saim, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, 1997

² Düzenleme konusu ve öne sürülen görüşler ilgili ayrıntılı bilgi için bakınız KÜÇÜKSÖZEN, a.g.e, s.9-14; Joseph E. STIGLITZ, "The Role of the State in Financial Markets", Proceedings of World Bank Annual Conference on Developments Economics 1993, Washington D.C., The World Bank, 1993, 19-63; Seha TINİÇ, "The Strategy for Developing Efficient and Liquid Securities Markets: Competition or Public Regulation?", Recent Developments in Capital Markets in Turkey, Ankara, 1985; G. Roger NOLL, "Economic Perspectives on The Politics of Regulation", Handbook of Industrial Organization, Standford:Elsevier Science Publishers, 1989; PHILIPS-ZECKER, *The SEC and Public Interest*, Massachusetts, The MIT Press, 1982.

biçime dönüştürebilmelidirler. Üçüncüsü ise, yatırımların gerçekçi fiyatlandırılabilmesi ve değerlendirilebilmesi için belirli bir çerçeve bulunmalıdır. Bu çerçeve, bir pazar ekonomisinde, arz ve talep güçlerini mümkün olduğunca yoğun bir biçimde bir araya getirerek, katılımcılara mevcut ve mümkün olan en güncel bilgiyi sağlayarak kurulabilir.

Bununla birlikte, piyasa başarısızlığı teorisinde ileri sürüldüğü üzere, piyasa mekanizmasının kurumsal temellerinin varlığına rağmen, piyasanın etkin bir şekilde işlemlerini engelleyecek şekilde yanlış kararlar alması ve bazı aksaklıklar göstermesi mümkündür. Bunun, piyasanın rekabet edebilir şekilde örgütlenmemesi (aksak rekabet), üretim veya tüketimdeki dışsallıklar, kamu mallarının varlığı, asimetrik bilgi dağılımı gibi sebepleri bulunmaktadır.

Bu sebeplerden özellikle asimetrik bilgi dağılımı, işlemsel anlamda etkinliğin (işlem maliyetinin düşük olması gibi) varolduğu bir durumda, bilginin sermaye piyasasında en önemli güç olması nedeniyle, sermaye piyasalarındaki piyasa mekanizmasının başarısızlığının temel nedeni olarak kabul edilmektedir. Sermaye piyasasında bilginin üstün bir konuma sahip olması, bu piyasada doğrudan finansman biçiminin geçerli olmasından kaynaklanmaktadır. Zira, yukarıda da belirtildiği üzere, doğrudan finansman biçiminde, fon talep edenler ile fon arzeden tasarruf sahipleri arasında doğrudan borç-alacak veya mülkiyet ilişkisi olduğundan, yatırımcılar sermaye piyasasına aktardığı fonun kimler tarafından kullanılacağına, piyasada kendisine sunulan finansal araçları risk-getiri tercihine göre seçmek suretiyle kendisi karar vermekte ve finansal aracın getirisini tam ve zamanında elde etmek için de söz konusu fonun nasıl kullanıldığını izlemek durumunda kalmaktadır.

Bu piyasada yatırım kararı veren tasarrufçu açısından sorun, piyasadaki sermaye piyasası araçları arasından faydasını en çoklaştıracak bir portföy oluşturmaktır. Bu aslında, sermaye piyasası aracını çıkaran ihraççı kuruluşun üretim planları arasında seçim yapmak anlamına gelmektedir. Alternatif üretim planları arasında seçim yapmak ise, bunlar ve piyasa hakkında bir *bilgi akımının* varlığını gerekli kılmaktadır.

Sermaye piyasasında yatırımcının karar almasını etkileyen bilgiler, arz ve talebe, ekonomiye, sektöre, şirketin mali yapısına, karlılığına, rekabet gücüne, şirketin yönetimine ilişkin bilgiler ile ikincil piyasada işlem gören sermaye

piyasası araçlarının cari fiyatına, işlem hacmine, açılış ve kapanış fiyatına, işlem gördüğü en yüksek ve en düşük fiyatına, piyasaya iletilen emirlere ilişkin piyasa bilgilerdir³. Yatırımcı bu bilgiler ışığında tercihini belirleyecek ve portföyünü oluşturacaktır. Başka bir deyişle, elde ettiği bilgilere dayanarak yatırım kararı verecektir⁴.

Bilginin sermaye piyasasında bu derece önemli olmasına karşın, piyasaya katılan tüm yatırımcıların, maliyetli olması, ulaşımadaki zorluk ve teknolojik imkanlardan farklı derecelerde yararlanma nedeniyle, aynı düzeyde bilgilendirildiğini söylemek mümkün değildir. Başka bir deyişle piyasada *asimetrik bilgi dağılımı* söz konusudur. Piyasa katılımcıları arasındaki asimetrik bilgi dağılımı, "*ters seçme*" ve "*ahlaki risk*" olarak adlandırılan sorunları da beraberinde getirmektedir. Bunlardan "*ters seçme*" (adverse selection), içinde bulunulan durumun gerçek niteliğinin birimlerden bazıları tarafından bilinip, ötekiler tarafından bilinmemesi durumunda ortaya çıkmaktadır. "Ahlaki risk" (moral hazard) ise, bir kısım piyasa katılımcısının (kontratın gerçekleştirilmesinden sonra) eylemleri ile gerçekleşebilecek koşula bağlı durumları etkileyebilmesi, dolayısıyla, hangi durumların gerçekleşebileceği konusunda diğer birimlere oranla daha kesin bilgi sahibi olmasıdır⁵.

Kısacası, asimetrik bilgi dağılımı, piyasanın tarafları arasında haksız kazanç transferlerine sebep olmakta, fırsat eşitliğini bozmakta ve işlem maliyetini artırmakta ve bu şekilde genel olarak piyasa mekanizmasının başarısız olmasına, özel olarak da *yatırımcıların zarar görmesine* sebep olmaktadır. O halde, etkin bir piyasada bulunması gereken en önemli koşullardan birisi, bilginin bütün yatırımcılar arasında mümkün olduğunca eşit bir şekilde yansıtılmasıdır.

³ Piyasaya ilişkin bilgilerin yatırımcılara etkin ve hızlı bir şekilde ulaştırılması saydamlık (transparency) olarak tanımlanmaktadır. Saydamlık, sermaye piyasası aracına ilişkin işlemin girildikten veya gerçekleştirildikten sonra işlem ile ilgili mevcut tüm bilgilerin (işlem gördüğü son fiyat, işlem hacmi gibi) yatırımcılara ulaştırılmasıdır. Saydamlığın en az üç yararı bulunmaktadır. Birincisi, yatırımcının korunmasını sağlar. Örneğin piyasada mevcut olan alış satış emirleri ile gerçekleşen işlem fiyatının anında yatırımcılara iletilmesi durumunda, yatırımcı kendisi için en iyi fiyatı belirleyerek alış veya satışa karar verebilecektir. İkincisi, yatırımcıların piyasaya katılmasını sağlar, dolayısıyla likiditeyi artırır. Zira, saydamlığın artması durumunda, az bilgili yatırımcılar piyasaya katılmaya daha istekli olacaklardır. Üçüncüsü, fiyat oluşumunu ve açık rekabeti artırarak piyasanın etkinliğini sağlar. Buna karşılık saydamlığın bir maliyeti bulunmaktadır. Bu da piyasanın ve piyasaya katılanların söz konusu bilgileri almasını sağlayacak sistemin kurulmasıdır. (Ayrıntılı olarak bakınız Securities and Exchange Commission (SEC), *Market 2000 An Examination of Current Equity Market Developments*, January 1994)

⁴ H. ERSEL ve G. SAK, "*Düzenleme ve İktisat Kuramı*", Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No.54, Aralık 1996, Ankara, s.307

⁵ ERSEL ve SAK, a.g.e., s.306

İşte, düzenleyici otorite burada devreye girerek, özellikle *kamuyu aydınlatma* yaklaşımı çerçevesinde, yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgilerin tam, zamanında ve doğru bir şekilde yatırımcılara ulaşması için gerekli düzenlemeler yapmaktadır. Bu çerçevede yapılan düzenlemelere daha sonra değinilecektir.

Diğer yandan literatürde asimetrik bilgi dağılımından kaynaklanan bu tür problemlerin üstesinden gelmek üzere yapılan çalışmaları içeren alana kontrat teorisi denilmektedir. Bu teori, özellikle iktisatta, daha çok asimetrik bilgi temelinde ekonomik faaliyetlerin aktörlerinin nasıl akdi ilişkilere girdiklerini ve bu akdi ilişkinin oluşum sürecini incelemektedir. Kontrat teorisinin bu işlevleri nedeniyle ekonomi hukuku alanı ile yakından ilintili olduğunu söylemek mümkündür.

Kontrat teorisi Karl Llewellyn tarafından 20. yüzyılın ilk yarısında ortaya atılmış ve temelleri yine Llewellyn tarafından 1925-1940 yılları arasında yaptığı bilimsel çalışmalarda şekillenmiştir⁶. Llewellyn'in çalışmalarına bakıldığında 'Kontrat teorisi' kavramının daha çok alım-satım veya ticaret hukuku alanı gözönünde bulundurulurken kullanıldığı görülmektedir.

Llewellyn, pek çok başka hususun yanı sıra, devletin sözleşme akdedilmesi sürecinde ortaya çıkan masrafları azaltacak düzenlemeler yapması gerektiğini ileri sürerek bir sözleşmenin taraflarının hataya düşmeleri durumunda geçerli olacak kuralları içeren bir taslak çalışma yapmış ve tarafların sözleşme yaparken sergiledikleri davranışların anlaşılabilmesi amacıyla ekonomik fikirlerin kullanılması gerektiğini ifade etmiştir. Fakat günümüzde artık Llewellyn'in kontrat teorisi alanında ileri sürdüğü düşünceler, O'nun zamanında geçerli olan ekonomik

⁶ Llewellyn'in bazı bilimsel çalışmaları şöyledir: (1) The Effect of Legal Institutions Upon Economics, 15 American Econ. Rev. 665 (1925); (2) Introduction to Cases and Materials on Sales (1929); (3) What Price Contract? An Essay In Perspective, 40 Yale L. J. 704 (1931); (4) On Warranty of Quality and Society I, 36 Colum. L. Rev. 699 (1936); (5) On Warranty of Quality and Society II, 37 Colum. L. Rev. 341 (1937); (6) Through Title to Contract and a Bit Beyond, 15 N.Y.U. L. Rev. 159 (1938); (7) The Rule of Law in Our Case-Law of Contract, 47 Yale L. J. 1243 (1938); (8) On Our Case-Law of Offer and Acceptance I, 48 Yale L. J. 1 (1938); (9) On Our Case-Law of Offer and Acceptance II, 48 Yale L. J. 779 (1939); (10) Across Sales on Horseback, 52 Harv. L. Rev. 725 (1939); (11) The First Struggle to Unhorse Sales, 52 Harv. L. Rev. 873 (1939); (12) Book Review, 52 Harv. L. Rev. 700 (1939); (13) The Needed Federal Sales Act, 26 Va. L. Rev. 558 (1940).

fikirlerin ve bilgilerin ilkel denecek düzeyde olmasından dolayı büyük oranda geçerliliğini kaybetmiştir⁷.

1.2 Aracıların Varlığından Kaynaklanan Sorunlar

Makro düzeyde piyasa mekanizmasının başarısızlığından kaynaklanan sorunların giderildiği, başka bir deyişle etkin kaynak dağılımının sağlandığı, bilginin herkese tam, doğru ve hızlı bir şekilde ulaştığı, işlem maliyetinin yeterince düşük olduğu bir ortamda da yatırımcıların *mikro düzeyde* korunmasına gerek bulunmaktadır. Bu gereklilik, sermaye piyasası aracı ihraç eden kuruluşlar ile yatırımcılar veya yatırımcılar ile yatırımcılar arasında gerçekleşen işlemlerde *aracıların* devreye girmesinden kaynaklanmaktadır⁸.

Aracılar, sermaye piyasası araçlarını çıkaran işletmeler ile tasarruf sahipleri arasındaki menkul kıymet ve fon akımına yardımcı olmakta, fon talep edenlerle fon arz edenlerin birbirlerini bulmalarını sağlamakta, piyasa katılımcılarına çeşitli konularda bilgi sunmakta ve piyasadaki değişim veya işlem maliyetinin düşmesine katkıda bulunmaktadır. Bu yararlarına karşın, aracılık faaliyetlerinin yapısından kaynaklanan sebeplerle yatırımcıların varlıklarına yönelik riskleri de beraberinde getirmektedir. Aşağıda, birincil piyasada aracılık ve ikincil piyasada aracılık şeklinde bir ayrıma da gidilerek, bu işlemler nedeniyle yatırımcıların karşılaştığı riskler hakkında özet açıklamalar yapılacaktır.

1.3 Birincil Piyasada Aracılar ve Yatırımcıların Karşılaştığı Riskler

Şirketlerin, ihraç ettikleri sermaye piyasası araçlarını belirlenen kurallar çerçevesinde, izahname hazırlayıp, sirküler yayımlamak ve ilanlar yapmak suretiyle tasarruf sahiplerine satmaları mümkündür. Ancak, bir şirket, ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarını kendisi halka sattığında sermaye piyasasının etkin işlemesine yönelik bazı sorunlar ortaya çıkmaktadır. İlk olarak, tanınmış ve iyi durumda olan bir şirketin çıkardığı sermaye piyasası araçlarının hiç bir aracının faaliyeti olmaksızın tasarruf sahiplerince talep edilmesi, deyim yerindeyse "kapışılması" mümkün olmakla birlikte, sermaye piyasası aracını ihraç eden her şirketin durumu böyle olmayabilir. Gerek iş konusu, gerek rantabilitesi itibariyle iyi durumda olan, ancak yeni kurulan, tanınmamış bir şirketin sermaye piyasası

⁷ Schwartz, Alan, "Karl Llewellyn and the Origins of Contract Theory". in The Jurisprudential Foundations of Corporate and Commercial Law, (Kraus & Walt, Eds.), Cambridge University Press, 1999, s. 11.

⁸ Kılıç Saim age.

araçları, tasarruf sahipleri bakımından başlangıçta o kadar cazip bulunmayabilir. İkinci olarak, sermaye piyasası araçlarının satışının o aracı ihraç eden şirket tarafından yapılması, ülkedeki ve hatta yurtdışındaki tüm tasarruf sahiplerine ulaşmadaki zorluk nedeniyle, sermaye piyasasının fon aktarım işlevini tam olarak yerine getirememesine neden olacaktır. İşte bu durumda, ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının tam olarak ve geniş halk kitlesine satılabilmesi bakımından halka satışa yardımcı olacak aracılara ihtiyaç duyulmaktadır⁹.

Birincil piyasada sermaye piyasası araçlarının halka satışına aracılık, genelde, tam aracılık, en iyi gayret aracılığı ve kesin bağlantı aracılığı şeklinde kendisini göstermektedir. *Tam aracılık (strict underwriting)*, menkul kıymetlerin ihraç eden şirket nam ve hesabına satışı ve satış süresi sonunda satılmayan kısmın taahhüt edilmesi; *en iyi gayret aracılığı (the best effort underwriting)*, menkul kıymetlerin ihraç eden şirket nam ve hesabına satış süresi sonunda satılmayan kısım hakkında taahhüde bulunmaksızın satışı; *kesin bağlantı aracılığı (firm commitment underwriting)* ise menkul kıymetlerin satın alınıp kendi nam ve hesabına satışdır¹⁰.

Aracıların tam aracılık ile kesin bağlantı aracılığında taahhütlerini yerine getirmemeleri yatırımcılar açısından riski de beraberinde getirmektedir. Bu *risk*, şirketin çıkardığı menkul kıymetlerin satılmasını taahhüt eden aracı kurumun bu yükümlülüğünü (mali yapısının zayıflığı gibi sebeplerle) yerine getirememesi nedeniyle çıkarılan menkul kıymetleri satın alan yatırımcıların zarara uğramasıdır. Zira, menkul kıymetleri ihraç ederek belli bir projesini gerçekleştirmek isteyen şirket, menkul kıymetlerinin tamamen satılmaması nedeniyle projesini gerçekleştiremeyecek ve mevcut menkul kıymetler değer yitirecektir. Bu durum, bir taraftan menkul kıymetleri alan yatırımcıları zarara sokarken, diğer taraftan sermaye piyasasına ilgi duyan potansiyel yatırımcıların kaybedilmesine yol açacaktır¹¹.

⁹ Sermaye Piyasası Kanunu'nun 7'nci maddesi ile, Sermaye Piyasası Kurulu'na, "tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumak amacıyla sermaye piyasası araçlarının halka arz veya satışının gerektiğinde satın alma taahhüdü ile birlikte aracı kuruluşlar aracılığıyla yapılmasını isteme" yetkisinin verilmesi bu konunun ne kadar önemli olduğunun başka bir göstergesidir.

¹⁰ Ayrıca ayrıntılı olarak bakınız 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Gerekçesi, Sermaye Piyasası Mevzuatı,

¹¹ 3794 sayılı Kanun ile değişmeden önceki 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda, yatırımcıların halka arza aracılık sırasında zarara uğramalarını engellemek amacıyla aracı kurumların tedrici tasfiyesi öngörülmüş ve buna ilişkin bir fon kurulmuştur. Bu fona ilişkin açıklamalar çalışmanın 4'üncü bölümünde yer almaktadır. Ayrıca Bakınız 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun Gerekçesi, Sermaye Piyasası Mevzuatı, 1994, s.46.

1.4 İkincil Piyasada Aracılar ve Yatırımcıların Karşılaştığı Riskler

İkincil piyasada, ellerindeki sermaye piyasası araçlarını satmak veya herhangi bir sermaye piyasası aracı almak isteyen yatırımcıların, gerçekleştirmek istedikleri işleme ilişkin olarak *uygun* bir taraf bulması gerekmektedir. Ancak, piyasada çok sayıda piyasa katılımcısının olması ve bunların tamamına ulaşmadaki zorluk dikkate alındığında, gerçekleştirilmek istenen işlemin zamanında, düşük maliyetle, istenilen biçimde veya hiç gerçekleştirilmemesi mümkündür. Bu durumda, sermaye piyasasında, yatırımcıların satış ve alış işlemlerine yardımcı olacak araçlara ihtiyaç duyulmaktadır.

İkincil piyasada aracılık faaliyetinde bulunan aracılar, bu faaliyetlerini icra ederken, yatırımcıların nam ve hesabına bu piyasada menkul kıymet alıp satmakta, virman işlemi yapmakta, takas ve gerektiğinde saklama işlemini gerçekleştirmektedirler. Aracı kuruluşların yatırımcılar adına işlem yapması, yatırımcılara ait varlıklara (para ve sermaye piyasası aracı) yönelik çeşitli riskleri de beraberinde getirmektedir. Ortaya çıkan risklerden ilki, sermaye piyasasında yatırımcılar adına işlem yapmaya yetkili aracılardan veya çalışanlarının hileli davranışları sonucunda yatırımcının zarara uğramasıdır. İkincisi, yatırımcıya ait varlıkların aracı veya çalışanları tarafından yatırımcının izni olmaksızın kullanılmasıdır. Üçüncüsü ise, aracılardan çeşitli nedenlerle mali açıdan zayıflaması veya ödeme gücüne düşmesi nedeniyle yatırımcılara karşı olan nakit ve sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünü yerine getirememesidir.

1.5 Risklere Karşı Yatırımcının Korunmasının Önemi

Risklere karşı yatırımcıya ait varlıkların korunması, dolayısıyla sermaye piyasasında *güven sağlanması* büyük bir önem arz etmektedir. Aksi durumda çeşitli sakıncalar ortaya çıkabilecektir. Birinci olarak, yatırımcılar sermaye piyasasını güvenli bulmayarak bu piyasaya yatırım yapmayacaklarından, sermaye piyasası, asıl işlevi olan kesimler arasındaki fon aktarımını, dolayısıyla ülkenin kalkınmasını yerine getiremeyecektir.

İkinci olarak, yatırımcılara ait varlıkların korunmasına yönelik düzenlemeler güven verici nitelikte değilse, ilgili piyasalarda etkin olmayan sonuçlar ortaya çıkacaktır. Örneğin, müşteriler kendi adlarına sermaye piyasası faaliyetinde bulunan aracılardan iflas etmesinin doğuracağı olumsuzlukları gidermek veya en aza indirmek için ek maliyetler üstlenmek ve zaman harcamak zorunda

kalabileceklerdir. Diğer bir yol ise, varlıklarının aracılardan risklerine karşı korunmaması nedeniyle sermaye piyasasına yatırım yapmamadır. Her iki durumun da sermaye piyasasının etkin işlemesine zarar verdiği açıktır.

Bu nedenle, yatırımcıların varlıklarının korunmasında temel amaç sermaye piyasasında çeşitli mekanizmalar oluşturarak halkın güvenini kazanmaktır.

II) SERMAYE PIYASASINDA YATIRIMCININ KORUNMASINA YÖNELİK MEKANİZMALAR

Sermaye piyasasındaki düzenlemelerin en önemli amacı yatırımcıların korunması olduğuna göre, yapılan tüm düzenlemelerin doğrudan ya da dolaylı olarak yatırımcının korunmasına ilişkin olduğunu söylemek mümkündür. Bu nedenle, sermaye piyasasında yatırımcının korunmasını tam anlamıyla anlatmak için tüm düzenlemelere değinmek gerekirken birlikte, çalışmanın konusu ve amacı açısından, yatırımcının korunmasına yönelik yaklaşımları yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde genel olarak iki ana başlık altında sınıflandırmak mümkündür: Yatırımcıların sermaye piyasasında yanlış karar almalarını önleme ve araçlar nedeniyle ortaya çıkacak olan risklere karşı koruma.

2.1 Yatırımcıların Yanlış Karar Almalarını Önlemeye Yönelik Düzenlemeler

Doğrudan finansman yönteminin hakim olduğu sermaye piyasasında yatırımcıların yanlış seçim yapmalarını veya yanlış karar almalarını önlemeye yönelik olarak *liyakat yaklaşımı* ve *kamuyu aydınlatma yaklaşımı* olmak üzere iki yaklaşım bulunmaktadır¹².

2.1.1 Liyakat Yaklaşımı

Liyakat yaklaşımında, düzenleyici otoriteler, yatırımcıların zarara uğramasına yol açacak riskli yatırım araçlarının piyasaya çıkmasını önleyerek, yatırımcıları bu tür yatırımlardan uzak tutmaya çalışmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının ihracına düzenleyici otoritelerin *izin vermesi*, liyakat yaklaşımının en iyi örneklerinden birisidir.

¹² Konu ile ilgili olarak ayrıntılı olarak bakınız KÜÇÜKSÖZEN, a.g.e., s.15-16; William C. TYSON, "Legal Aspects of Securities Regulation In The United States", Recent Developments In Capital Markets in Turkey: Proceedings of The OECD-CMB Conference, CMB Publications No:2, Ankara, 1985, s.179-181.

Liyakat yaklaşımı çeşitli açılardan eleştiriye uğramıştır. Öncelikle liyakata ilişkin düzenlemeler, düzenleyici bir kuruluşun, olanaksız olmasa bile son derece güç bir işlevi yerine getirmesini gerektirmektedir. Yatırım kararları bir dizi bireysel amaca bağlı olduğundan düzenleyici kurum, belirli bir menkul kıymetin yatırım yapılmaya layık olup olmadığını, tüm yatırımcıların yararını ve risk-getiri konusundaki tercihlerini gözeterek, saptamak olanağına sahip olmayabilir.

Düzenleyici kamu kurumunun liyakatı belirleme işlevini tam olarak yerine getirebilecek şekilde örgütlenebilmesinin oldukça yüksek maliyetlerle gerçekleşmesi bir başka sorundur.

Bir diğer temel eleştiri ise, bu yaklaşımın düzenleyici kuruluşa çok geniş yetki vermesidir. Liyakata ilişkin düzenleme, doğası gereği mevcut firmaları yeni kurulan firmalara göre daha çok gözetme eğilimindedir. Başlangıçta spekülâtif bulunan, bu nedenle de yetkili kamu kuruluşunca yatırım yapılabilir görünmeyen, ancak zamanla çok başarılı olabilecek girişimler liyakat yaklaşımında engellenebilecektir ve bu durum kaynakların etkin kullanılmaması sonucunu doğurabilecektir.

Yukarıda belirtilen sakıncaların yanısıra, liyakat yaklaşımının en önemli sakıncasının, sermaye piyasası araçlarının ihracından sonra yatırımcıları korumada yetersiz kalması olduğu düşünülmektedir. Zira, sermaye piyasasında yatırımcının sermaye piyasası aracını aldıktan sonra da korunması gerekmektedir. Ancak, liyakat yaklaşımı, sermaye piyasası aracını elinde tutan yatırımcının ihraçtan sonraki yatırım kararlarında herhangi bir koruma getirmemektedir. Başka bir deyişle, liyakat yaklaşımının esas olarak birincil piyasadaki yatırımcıyı koruduğunu, ikincil piyasa ile ilgili olarak koruma sağlamadığını söylemek mümkündür. Bu eksiklik aşağıda açıklanacak olan kamuyu aydınlatma yaklaşımı ile büyük ölçüde giderilmektedir.

2.1.2 Kamuyu Aydınlatma Yaklaşımı

2.1.2.1 Genel Olarak

OECD'nin kurumsal yönetim ilkelerinden dördüncüsü olarak düzenlenmiş olan kamuyu aydınlatma ilkeleri¹³ genel olarak ortaklıkların finansal durumları, performansları, sermaye ve idari yapısı hakkında kamunun zamanında ve yeterli bilgiyle aydınlatılması olarak tanımlanmaktadır.

Piyasa mekanizmasının özellikle asimetrik bilgi dağılımı nedeniyle başarısız kalmasının bir sonucu olarak kamuyu aydınlatma çerçevesinde düzenlemeler yapılması gereğinin ortaya çıktığı yukarıda belirtilmişti. Kamuyu aydınlatma yaklaşımında, yatırımın doğruluğuna ilişkin değerlendirme yatırımcıya kalmak üzere, bir kamu kuruluşunun denetiminde sermaye piyasası ilgililerinin *doğru, tam ve zamanında bilgilendirilmesi* amaçlanmaktadır. Kamuyu aydınlatma yaklaşımı, sermaye piyasasında yatırımcıların yatırım yapacakları şirketlerin ekonomik gerçeği hakkında yeterli ve doğru bilgiyi zamanında edinmeleri ve bu bilgilere dayanarak risk-getiri değerlendirmelerini kendilerinin yapmalarını esas almaktadır. Bu nedenle, düzenleyici otoritelerin temel görevi genelde kamunun aydınlatılmasını sağlama çerçevesinde kalmaktadır.

Yukarıdaki açıklamadan da anlaşılacağı üzere, kamuyu aydınlatma yaklaşımının en önemli unsuru *bilgi* olup, yatırımcının gerek birincil ve gerekse ikincil piyasada yanlış karar almalarını önlemek için yatırım kararlarını etkileyen bu bilgilerin tam, zamanında ve doğru bir şekilde yatırımcılara ulaştırılması esastır. Başka bir deyişle, yatırımcı burada bilgisel eşitsizlik anlamında korunmakta, mevcut bilgi ışığında kendi stratejileri ile hareket ederek verdiği kararlar nedeniyle üstlendiği risk kendi sorumluluğunda olmaktadır¹⁴.

¹³ OECD'nin kamuyu aydınlatma ilkeleri "A) Şirketin finansal durumu ve faaliyet sonuçları, büyük pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri ve idarecileri, öngörülebilir önemli risk faktörleri, işçiler ve çıkar sahipleriyle ilgili önemli konular, idari yapısı ve politikaları ve ortaklık hedefleri hakkında önemli bilgiler açıklanmalıdır. B) Finansal, finansal olmayan ve denetime ilişkin kamuya açıklanacak bilgiler uluslararası kabul görmüş veya ulusal standartlara uygun olarak hazırlanıp kamuya açıklanmalıdır. C) Şirketlerin mali tabloları yıllık denetimin objektif kontrolü sağlanması açısından bağımsız denetçi tarafından denetlenmelidir. D) Bilgileri açıklama yöntemleri bilgilerin kullanıcılara doğru, zamanında ve etkili olarak ulaşmasını sağlayacak şekilde oluşturulmalıdır."

¹⁴ Tuğba ALTUN, *İçerden Öğrenenlerin Ticareti:Teori ve Uygulamalar*, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara, 1993, s.25

Kamuyu aydınlatma amacıyla yapılan ve aşağıda belirtilecek olan düzenlemeler çerçevesinde, koruma, caydırma ve bilgilendirme olmak üzere üç temel işlev yerine getirilmeye çalışılmaktadır¹⁵.

Koruyuculuk işlevi, yatırımcıya menkul kıymet ihraç eden şirketlerin yönetimi, finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile menkul kıymetlerin nitelikleri hakkında yeterli ve doğru bilgilerin zamanında ulaştırılması, taraflar arasındaki avantaj ve dezavantajların en aza indirilmesi yoluyla yerine getirilmektedir.

Caydırıcılık işlevi, içerden öğrenilen bilgi ticareti, ele geçirme gibi hileli veya ahlak dışı uygulamaların ağır müeyyidelere bağlanması nedeniyle ilgililerin bu tür uygulamalardan uzak durmaları şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Bilgilendirme işlevi ise, yatırımcıya yatırım kararını verebilmesi için gerekli olan bilgilerin ayrıntılı olarak sunulmasını sağlama, bu bilgileri uygun bir biçimde kullanmalarına ortam hazırlama ve sunulan bilgileri analiz edebilmelerini kolaylaştırma yoluyla gerçekleştirilmektedir.

Kamuyu aydınlatma yaklaşımı, kamuya açıklanan bilgi ve verilerin bütün yatırımcılar tarafından yeterli ve doğru bir şekilde değerlendirilemeyeceği, diğer bir ifade ile, bütün yatırımcıların mali tablo ve raporları aynı düzeyde yorumlayamayacağı noktasında eleştiriye uğramaktadır¹⁶.

2.1.2.2 Kamuyu Aydınlatma, Şeffaflık İlkesi ve Türk Hukuku

Türk mevzuatında kamuyu aydınlatma ilkesi TTK ve SPKn'da yer almaktadır. TTK'nın anonim ortaklıkların tedrici kuruluşunda izahname ve sirküler yayınlama zorunluluğunun düzenlendiği 281. maddesinde ortaklıkların ortaklık hakkında bilgi edinme haklarının düzenlendiği 362 ve 363. maddelerinde, sermaye artırımlarında da tedrici kuruluşdaki prosedürü gerektiren ve izahname yayınlanması gereğini düzenleyen 392 ve 393. maddelerinde yer almaktadır. Kamunun aydınlatılması sermaye piyasasında yatırım yapacak yatırımcılar için ortaklıkların ekonomik durumları hakkında gerçek, yeterli ve doğru bilgi edinebilmeleri ve bu bilgiler çerçevesinde yatırım tercihlerini kendilerinin

¹⁵ KÜÇÜKSÖZEN Cemal, *Sermaye Piyasasında Yatırımcıların Korunması*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1996. s.16; ALTUN, a.g.e, s.26; M.Berra ALTINTAŞ, "*Sermaye Piyasasında Kamunun Aydınlatılması ve Etkinlik Kuramı*", A.Ü.Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1989, s.23

¹⁶ KÜÇÜKSÖZEN, a.g.e., s.16

yapabilmeleri bakımından ayrıca önem taşımaktadır. Bu nedenle sermaye piyasalarının gelişmesiyle düzenleyici otoritelerin temel görevi olan kamunun aydınlatılmasının yukarıda sözü edilen düzenlemeler ile sağlanması yetersiz kalmış uluslararası gelişmeler ve piyasanın gereksinimleri doğrultusunda SPKn ve ilgili tebliğlerde bu husus önemli ölçüde genişletilmiştir.¹⁷

Kamuyu aydınlatma ilkesi SPKn'nun 6,16/a ve 22/E maddelerinde düzenlenmiştir. SPKn kapsamındaki tüm anonim ortaklık kuruluşlar ve kurumlar yıllık ve ara mali tablolarını veya konsolide mali tablolarını, Kurulca öngörülen standartlara uygun şekilde düzenleme yükümlülüğüne tabi tutulmuştur. Kurulca öngörülen muhasebe standartları uluslararası muhasebe standartları ile uyumludur ve uluslararası alanda ortaya çıkan gelişmeler mevzuat değişiklikleri ile uygulamaya alınmaktadır. Kurulun XI seri nolu tebliğlerinde ortaklıkların mali tablolarının hazırlanması sırasında esas alacakları standartlar ve mali tablo kalemlerinin değerlemesine ve ilgililerine sunulmasına ilişkin hükümler yer almaktadır. Düzenlenecek mali tabloların güvenilirliğini ve standartlara uygunluğunu sağlamak açısından kamuya açıklanacak olan mali tabloların bağımsız denetimden geçirilmesi gerekmektedir. Bağımsız denetim ile ilgili düzenlemeler X seri nolu tebliğlerde yer almaktadır. Kurulun Seri VIII, No:20 sayılı tebliğinde de kamuyu sürekli aydınlatmaya ilişkin açıklanması gereken hususlar düzenlenmiştir¹⁸.

Söz konusu düzenlemelerin OECD tarafından belirlenen ilkeler açısından yeterli olduğu düşünülmektedir. Ancak önemle üzerinde durulması gereken husus ortaklıkların ticari sır kapsamında değerlendirilebilecek bilgilerini kamuya açıklamak zorunda bırakılıp rakibi olan ortaklıklar karşısında güç duruma düşürülmemesi ve özellikle hisse senetleri borsalarda işlem gören ortaklıklar hakkında bilgi kalabalığı yaratılarak hisse senetlerinin fiyatlarının manipüle edilmesine olanak verilmemesidir.¹⁹

Sermaye piyasasında yatırım kararlarını etkileyen bilginin tam, zamanında ve doğru bir şekilde yatırımcıya ulaşması için esas olarak aşağıdaki hususlarla ilgili düzenlemeler yapılmaktadır:

¹⁷ Şehirli KÜBRA, Kurumsal Yönetim Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü 1999 S 42-43

¹⁸ Gürbüz OSMAN- Ergincan YAKUP, Kurumsal Yönetim Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler İstanbul 2004 S.30

¹⁹ Şehirli KÜBRA, a.g.e. S 52-55

1. Sermaye piyasası araçlarının ihracı sırasında şirket ile ilgili bilgileri *izahname ve sirküler* vasıtasıyla yatırım yapacaklara açıklamak,
2. Şirketin *mali tablo ve raporlarına* ilişkin standartları belirlemek,
3. Mali tablo ve raporlarda yer alan bilgilerin doğruyu ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtma ilkesine uygunluğu açısından *bağımsız denetime* tabi tutmak,
4. Söz konusu şirket mali tablo ve raporları ile bağımsız denetim raporlarını *kamuya duyurmak*,
5. Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek *olay ve gelişmeleri* kamuya duyurmak,
6. Şirketin sermaye ve yönetiminde *kontrolü sağlamaya* yönelik hareketleri düzenlemek (vekaleten oy kullanma, şirket ele geçirmeleri),
7. Şirketin ortaklık yapısındaki değişiklikler ile diğer özel durumları kamuya açıklamak,
8. Bilgisel avantajı bulunabilecek insanların alım-satım faaliyetlerini çeşitli kurallara bağlamak, kamuya açıklanmamış bilgiye dayalı ticareti (*insider trading*) yasaklamak,
9. Piyasanın güvenilirliği ve dürüstlüğünü bozacak ve hisse senedinin fiyatını etkileyebilecek nitelikteki yanlış, yanıltıcı ve gerçek dışı bilgiyi yasaklamak.
10. Derecelendirmeye (*rating*) ilişkin düzenlemeler yapmak,

Yukarıda sayılan düzenlemelerden ilk dokuzu bilginin tam, zamanında ve doğru bir şekilde yatırımcılara aktarılması ile ilgili iken, onuncusu esas olarak mevcut bilgilerin doğru yorumlanması ile ilgilidir. Yatırımcılar şirket veya bu şirket tarafından ihraç edilen menkul kıymetler hakkında bilgi sahibi olsalar dahi, bu bilgileri değerlendirmekte ve yorumlamakta yetersiz iseler, anılan menkul kıymet değerinden düşük veya yüksek fiyatlandırılacak, bu da doğal olarak optimal kaynak dağılımını bozacaktır²⁰. İşte, derecelendirmeye ilişkin düzenlemeler mevcut bilgilerin yatırımcılar tarafından doğru bir şekilde

²⁰ Derecelendirme ile ilgili olarak bakınız ÖZMEN Tahsin, "*Tahvil Derecelendirilmesi (Bond Rating)*", Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:54, 1996

yorumlanmasına katkıda bulunmakta ve kamunun aydınlatılması yaklaşımının yukarıda belirtilen sakıncasını büyük ölçüde ortadan kaldırmaktadır.

2.2 Yatırımcıları Aracıların Risklerine Karşı Koruma Teknikleri

2.2.1 Genel Olarak

Aracıların özellikle ikincil piyasada gerçekleştirdiği aracılık faaliyetleri nedeniyle müşterilerinin varlıklarına yönelik olarak aracı firmalarda çalışan kişiler tarafından yapılan hileler veya yetersiz gözetim ve muhasebe sürecindeki aksaklıklar veya müşteri adına işlem yapan aracılara ödeme gücüne düşmeleri veya iflas etmeleri sonucunda çeşitli risklerin ortaya çıktığı yukarıda belirtilmişti. Diğer riskler de önemli olmakla birlikte, aracının ödeme gücüne düşmesi veya iflas etmesi durumunda müşterilerin uğrayacağı kaybin çok daha büyük olacağı açıktır. Bu nedenle, çalışmamızda, yatırımcıların varlıklarını aracılara risklerine karşı koruma konusu ile yatırımcıların varlıklarını ödeme gücüne veya iflas eden aracılara karşı koruma eş anlamlı olarak kullanılmakta olup, esas olarak bu konu üzerinde odaklanılmaktadır. Kaldı ki, aracılara ödeme gücüne düşmelerini veya iflas etmelerini önlemeye yönelik olarak getirilen mekanizmalar diğer riskleri azaltmada büyük bir öneme sahiptir.

Müşterilerin varlıklarını aracılara ödeme gücüne düşmeleri veya iflas etmeleri riskine karşı koruma konusuna gerek ulusal ve gerekse uluslararası düzeyde büyük önem verilmektedir. Bu konuda dünyadaki sermaye piyasasını düzenleyen otoritelerin üyesi olduğu *Menkul Değerler Komisyonları Uluslararası Örgütü'nün* (International Organization of Securities Commissions - IOSCO) Teknik Komitesi tarafından 1996 Ağustos ayında hazırlanan bir rapor bulunmaktadır. Söz konusu raporda, düzenleyici otoritelere, müşteri varlıklarının korunması ile ilgili olarak 20 tane tavsiyede bulunulmakta ve bunların sebepleri hakkında ayrıntılı açıklamalar yapılmaktadır²¹.

IOSCO Teknik Komitesi tarafından hazırlanan raporda yer alan açıklamalar da dikkate alınarak müşterilerin varlıklarını aracılara risklerine karşı koruma konusunda getirilen mekanizmalar hakkında aşağıda bazı bilgiler verilecektir. Yatırımcının varlıklarını korumaya yönelik tedbirler, aracılara ödeme gücüne düşmelerini veya iflas etmelerini *önleyici tedbirler* ile ödeme gücüne düştükten

²¹ Ayrıntılı bilgi için bakınız International Organization of Securities Commissions (IOSCO), "*Client Asset Protection*", Report of The Technical Committee, August 1996

veya iflas ettikten sonra müşteri varlıklarını *koruyucu tedbirler* olmak üzere iki bölümde ele alınacaktır.

Yatırımcıyı korumaya ilişkin mekanizmalara geçmeden önce, seçilecek mekanizmaların başarılı olması için dikkate alınması gereken bazı konuları açıklamada yarar görülmektedir. Birinci olarak, yatırımcıyı koruma mekanizmalarının seçiminde, sermaye piyasası ve iflasla ilgili ulusal nitelikteki düzenlemeler ile uygulamaların ve sermaye piyasasının yapısının dikkate alınması gerekmektedir. İkinci olarak, seçilecek mekanizmanın getireceği maliyet unsuru gözden uzak tutulmamalıdır. Yatırımcının korunmasının sağlanması için üstlenilmesi gereken maliyetlerin çoğunlukla sonuçta yatırımcılar tarafından üstlenileceğinin farkında olunması gerekmektedir. Üçüncü olarak, yatırımcıların varlıklarının korunmasına ilişkin olarak getirilen düzenlemeler ve bu düzenlemelerin etkileri hakkında yeterli derecede bilgilendirilmeleri gerekmektedir.

2.2.2 Önleyici Tedbirler

Yatırımcıların aracılardan ödeme gücüne düşmeleri veya iflas etmeleri sonucunda zarara uğradıkları dikkate alındığında, aracılardan ödeme gücüne düşmelerini veya iflas etmelerini *önleyici tedbirleri* almanın en uygun çözüm olduğu açıktır. Bu tedbirleri esas olarak iç kontrol ve düzenleyici otoritelerin gözetimi olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür.

2.2.2.1 İç Kontrol

Sağlam ve etkin bir iç kontrol sisteminin kurulması sadece aracılardan iflaslarını önlemede değil, aynı zamanda ödeme gücüne düşmüş veya iflas etmiş aracılardan müşterilerine ait varlıkların tespitinde büyük bir önem taşımaktadır. İç kontrolü sağlayacak bazı araçlar aşağıda yer almaktadır:

- Defter ve kayıtların zamanında ve doğru bir şekilde tutulması,
- Müşteriler adına tutulan varlıkların ve yapılan işlemlerin açık bir şekilde kayıtlara geçirilmesi,
- Gerek iç ve gerekse dış denetimin aracının tüm faaliyetlerini içine alacak şekilde etkin bir şekilde yapılması,

-Tahakkuk etmiş borçların, alacakların ve hakların doğru bir şekilde kayıtlara geçirilmesi,

-Müşteri varlıklarının kullanılış biçimiyle ilgili iç kontrol mekanizmalarının işleyişi hakkında düzenleyici otoritelere bilgi verilmesi.

2.2.2.2 Düzenleyici Otoritelerin Gözetimi

Düzenleyici otoritelerin müşterilere ait varlıkları nezdinde tutan veya kontrol eden araçların gözetimi ile ilgili görevlerini etkin bir şekilde yerine getirerek ödeme güçlüğüne düşme veya iflas etme riski taşıyan araçları önceden tespit edebilmeleri, müşteri varlıklarının korunmasının sağlanması açısından önemlidir. Zira, araçların müşterilerine karşı yükümlüğünü yerine getiremeyeceğinin önceden tespiti, düzenleyici otoritelerin bu araçların yatırımcılara ait varlıkların kontrolü ve saklama yetkilerine son verebilmeleri nedeniyle, müşteri varlıklarına yönelik potansiyel kayıpların azalmasına yardımcı olmaktadır.

Etkin bir gözetim sisteminin kurulmasının araçların tabi olduğu düzenlemelerin yoğunluğu ile büyük bir ilgisi bulunmaktadır. Bu düzenlemelere, bağımsız denetim yaptırma, bilgi verme, gerçeğe uygun belge ve kayıt düzenini sağlama yükümlülüğü ile yeteri kadar güven sağlayan, müşteri varlıklarıyla ilgili riskleri yansıtan bir yapıya sahip sermaye yeterliliği düzenlemeleri örnek olarak verilebilir.

Bu çerçevede, düzenleyici otoritelerin, müşteri varlıklarını kontrol eden araçları etkin bir gözetim altında bulundurmaları ve araçların mali durumunun kötüleştiğinin tespiti halinde alınabilecek tedbirleri ve bunların gücünü gözden geçirmeleri gerekmektedir.

2.2.3 Yatırımcıların Varlıklarını Koruyucu Tedbirler

Ödeme güçlüğüne düşmüş veya iflas etmiş araçlarda alacağı bulunan müşterilerin yararlanabileceği temel koruma mekanizmaları üç başlık altında toplanmaktadır. İlki, araçların müşterilerine olan yükümlülüklerinin diğer yükümlülüklerinden farklı bir işlem tabi tutulmasını sağlayan yasal düzenlemelerin getirilmiş olmasıdır. İkinci koruma mekanizması, araçların ödeme güçlüğüne düşmesi veya iflas etmesi nedeniyle zarara uğrayan müşterilerin bu zararlarını belli bir dereceye kadar tazmin etmeye yönelik düzenlemelerin

yapılmasıdır. Müşteriler tarafından alınan tedbirler ise, koruma mekanizmalarının üçüncüsünü oluşturmaktadır.

Bu mekanizmaların pek çok hukuk sisteminde bir arada kullanıldığı ve müşteri zararlarının en aza indirgenmesinde hepsinin belli bir katkısı olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, kullanılan tekniğin etkinliği, büyük ölçüde müşteri varlığının niteliğine ve iflasa ilişkin mevcut hukuk sistemine bağlı olarak farklılıklar göstermektedir.

2.2.3.1 İflas Halinde Müşterilere Olan Yükümlülüklerin Diğer Yükümlülüklerden Farklı İşleme Tabi Tutulması

Ödeme güçlüğüne düşen bir aracının müşterilerine olan yükümlülüklerini karşılanmasında kullanılacak yöntem, normal olarak, iflas prosedürüdür. İflas prosedürü sırasında, araçların müşterilerine karşı olan yükümlülüklerinin diğer yükümlülüklerinden farklı bir işleme tabi tutulduğu hukuk sistemlerinde, müşterilere tanınan öncelikli alacaklı statüsü ve müşteri varlıklarının müşteri mülkiyetinde olmaya devam etmesi şeklinde iki temel mekanizma kullanılmaktadır.

2.2.3.2 Öncelikli Alacaklı Statüsü

Öncelikli alacaklı statüsü mekanizması, ödeme güçlüğüne düşen veya iflas eden araçlara ait tüm varlıkların önce öncelikli alacaklı statüsündeki müşterilere tahsis edilmesini, kalanının ise diğer alacaklılara dağıtılmasını öngörmektedir. Müşteriler böylece öncelikle alacaklı statüsünde olmayan diğer alacaklılara karşı avantajlı konuma sahip olmaktadır. Bu sistemde, müşterilerin araçların saklamasında veya kontrolünde olan varlıklarının araçların aktifinde olduğu kabul edilmektedir.

Bu sistemin avantajı, araçların dolayısıyla müşterilerin ek maliyetlere katlanmak zorunda bulunmamalarıdır. Zira, bu sistem, hiç bir işlemsel değişiklik içermediği gibi sadece araçların ödeme güçlüğüne düşmesi durumunda uygulanmaktadır.

Öncelikli alacaklı statüsüne sahip müşteriler için en önemli *sorun*, ödeme güçlüğüne düşen araçların net varlıklarının müşteri varlıklarını karşılamada yetersiz kalması ve dolayısıyla sistemin başarısız olmasıdır. Bu sistemin müşteri

varlıklarını korumada kullanılan tek yöntem olması halinde, müşterilerin zararlarının aracılardan mevcut varlığı kadar tazmin edilebileceği açıktır.

Sistemin ikinci sakıncası ise, müşteri alacaklarının ödenme zamanı ile ilgilidir. Müşteriler, ödeme gücüne düşen veya iflas eden aracılardan net varlıklarının bulunup bulunmadığının tespitini ve öncelikli alacaklı statüsünde olanların bu statülerini ispatlamaları sürecini beklemeleri gerekmektedir.

Diğer taraftan, öncelikli alacaklı statüsünde olmayan alacaklıların aracılardan varlıkları üzerinde ipotek ve hapis hakkı tesis etmeleri, doğal olarak, öncelikli alacaklı statüsündeki müşterilere tahsis edilen varlık havuzunu azaltacaktır.

2.2.3.3 Müşteri Varlıklarının Müşteri Mülkiyetinde Olmaya Devam Etmesi

Bir çok hukuk sistemi, müşterilere ait varlıklar ödeme gücüne düşen aracılardan saklamasında veya kontrolünde olsa dahi, müşteri varlıklarının, aracılardan alacaklılara dağıtılacak malvarlığının hesaplanmasında dikkate alınmamasını öngörmektedir. Bu sistemde, müşteri varlıkları üzerinde yalnızca müşteriler hak iddia edebilmektedirler.

Müşteri varlıklarının bir saklama kuruluşunda ve müşteri adına saklanması bu sistemin önemli bir parçasını oluşturmaktadır.

Bu sistem, yatırımcıların varlıklarını korumada etkili olmakla birlikte bazı sorunları tam olarak ortadan kaldıramamaktadır. İlk olarak, aracılardan müşteri varlıklarına zarar vermeleri halen mümkündür. Zira, saklama işlemi başka bir kurum tarafından gerçekleşmekte ancak müşteri varlıklarının kontrolü (virman, vs) yetkisi yine araçlarda kalmaktadır. Araçlar, müşteri varlıklarını kendi portföylerine geçirebilecekleri gibi başka amaçlarla da kullanabileceklerdir. İkinci olarak, müşterilere ait varlıkların saklandığı kuruluşun hukuka aykırı işlemlerine maruz kalması mümkündür. Saklama kuruluşu tarafından hile yapılması bir yana, müşteriler saklama kuruluşunun da ödeme gücüne düşme riski ile karşı karşıyadırlar. Dolayısıyla, saklama kuruluşunun varlığı, saklama kuruluşunun en az araçlar kadar güvenli olması halinde yarar sağlayacaktır.

2.2.3.4 Tazmin İle İlgili Düzenlemeler

Aracıların ödeme güçlüğüne düşmeleri sonucunda zarara uğrayan yatırımcıların bu zararlarını belli bir dereceye kadar tazmin etmek için güvence fonu/tazmin planının oluşturulması ve özel sigorta yaptırılması olmak üzere iki yöntem bulunmaktadır.

2.2.3.4.1 Koruma/Güvence Fonu veya Tazmin Planı (Protection Fund/Compensation Schemes)

Güvence fonları çoğunlukla ödeme güçlüğü içindeki bir aracının müşterilerine olan taahhütlerinin karşılanmayan kısmı için kullanılabilirdiği halde, zaman zaman aracı veya çalışanlarının müşterilere verdikleri zararlar için de kullanılmaktadır. Bu tür fonlar hukuk sistemiyle veya sektör tarafından gönüllü olarak oluşturulmakta ve borsa üyeliği gibi bir esasa dayanmaktadır. Oluşturulan güvence fonlarına genellikle piyasa katılımcıları (aracılar, menkul kıymet borsaları) katkıda bulunmaktadırlar.

Güvence fonlarının yönetimlerinin ödeme güçlüğüne düşen araçlardan bağımsız olması, maliyetinin çeşitli piyasa katılımcıları arasında dağıtılması ve müşteri zararlarının belli bir dereceye kadar kesin koruma altına alınması nedenleriyle büyük avantajları bulunmaktadır. Bununla birlikte, güvence fonuna zorunlu katılımın söz konusu olduğu durumda, ödeme güçlüğüne düşme riskinin düşük olduğu firmalara ek maliyet getirmesi ve genel olarak daha fazla risk üstlenmeyi teşvik etmesi (*ahlaki risk*) gibi dezavantajları bulunmaktadır.

Ahlaki risk sorunu, hem aracılarn ortak ve yöneticilerinin hem de yatırımcıların davranışlarından kaynaklanmaktadır. Zira, bir taraftan, koruma mekanizmasının farkında olan aracılarn ortak ve yöneticileri aşırı risk alırken, diğer taraftan daha yüksek getiri elde etmeyi ön plana çıkaran ve güvence fonunun varlığını bilen yatırımcılar aracılarn seçiminde gerekli özeni göstermemektedirler. Ayrıca, aracılarn ortak ve yöneticilerin *sınırlı sorumluluğu* risk almayı daha da teşvik etmektedir. Bu nedenle, güvence fonunun risk teşvik

edici etkisini azaltmada kullanılan yöntemlerin başında sınırlı sorumluluk ilkesinin elimine edilerek kişisel sorumluluk ilkesinin getirilmesi gelmektedir²².

2.2.3.4.2 Sigorta Sistemi

Müşteri varlıklarını doğrudan bir koruma altına almamakla birlikte, değişik türdeki özel sigortalar, müşteri varlıklarında meydana gelebilecek olası bir zararı ödeyerek yatırımcıların çıkarlarını koruyabilmektedirler. Bazı hukuk sistemlerinde aracılardan tek tek veya toplu olarak sigorta yaptırımları düzenleyici otoritelerce zorunlu tutulabilmektedir.

Sigorta değişik şekillerde yapılabilir. İlk olarak, piyasadaki tüm katılımcılar tarafından ortaklaşa alınan bir sigorta poliçesi söz konusu olabilmektedir. Bu uygulama, her bir piyasa katılımcısı (aracılar) diğer katılımcıların yaptıkları işlemlerden kaynaklanan yükümlülüklerini üstlendiğinden, güvence fonu uygulamasına benzerdir. Bir başka sigorta türü, piyasa katılımcılarının sigorta piyasasından ister bireysel ister toplu olarak otomatik güvence elde ettikleri ticari sigortadır. Bu sigorta, usulsüzlükleri, hatalı işlemleri, belgelerin zayıf veya aracılardan çalışanları tarafından yapılan yetkisiz işlemleri kapsamaktadır.

Sigorta sistemi, yalın ve aracılardan işlemlerinden bağımsız olmasına ek olarak iç kontrol sisteminin gelişmesine de katkıda bulunmaktadır. Zira, sigorta şirketleri genellikle sigorta yapmadan önce firmaların iç kontrol sistemlerini kapsamlı bir şekilde gözden geçirmelerini zorunlu tutmaktadırlar. Sigorta sisteminin en önemli dezavantajları, maliyetinin yüksek olması ve uygulamada sigorta poliçesinde çeşitli istisnaların bulunmasıdır. Örneğin, bazı hukuk sistemlerinde ve belli kıymetlerle ilgili olarak, iflas halinde zararların tazminini sağlamak mümkün olamamaktadır. Diğer taraftan, aracılardan, müşterilerin zararlarını gidermeye yönelik olarak düzenlenmiş bir sigorta poliçesinde daha önce öngörülmuş koşullara gerekli uyumu göstermemeleri sigortadan müşterilere ödeme yapılmasını engelleyecektir. Bir başka sorun da, aracılardan riskinin yüksek olması nedeniyle, sigorta piyasasında kapasitenin yetersiz kalmasıdır.

²² Para piyasasında bankalar için getirilen mevduat sigortası sisteminde de aynı risk söz konusudur. Konu ile ilgili olarak bakınız KARACAN Ali İhsan, *Bankacılık ve Kriz*, Finans Dünyası Yayınları No:1, İstanbul, 1996, s.122-124

2.2.3.5 Müşteriler Tarafından Alınan Önlemler

Müşteriler, bireysel olarak çalıştıkları aracılarla anlaşarak varlıklarını korumak için varlıklarının başka kuruluşlarda saklanması, teminat mektubu verilmesi ve ipotek tesis edilmesi gibi bazı önlemler alabilirler. Ancak, bu tür özel anlaşmaların müşterilere ek maliyetler getireceği, anlaşma yapılmasının büyük ölçüde müşterinin müzakere etme yeteneğine bağlı olacağı ve çok az sayıda müşterinin bu tür anlaşmalar yapabileceği açıktır.

Yukarıda, yatırımcıları aracılarının mali risklerine korumaya yönelik mekanizmalar genel olarak açıklanmaya çalışılmış ve bu mekanizmaların genellikle bir arada uygulandığı ifade edilmiştir. Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde, bu mekanizmalardan en önemlisi olduğu kabul edilen ve pek çok ülkede uygulanma imkanı bulan *güvence fonları (koruma/ tazmin fonları)* üzerinde durulacak ve mevcut yatırımcı tazmin sistemimizin AB düzenlemeleri ile uyumlu hale getirilmesi için yapılması gereken değişiklikler tartışılacaktır.

III) MEVCUT YATIRIMCI TAZMİN SİSTEMİMİZ

3.1 Yatırımcıları Koruma Fonu

Fon, SPKn'nuna 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun'un 23. maddesi ile eklenen 46/A maddesi ile, Kurul tarafından hakkında tedrici tasfiye veya iflas kararı verilen aracı kurumların ve Bankalar Kanunu hükümleri saklı kalmak kaydıyla Bakanlar Kurulu Kararıyla faaliyetleri durdurulan SPKn'nun 50'nci maddesi (a) bendi hükmü kapsamındaki bankaların, yaptıkları sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle müşterilerine karşı hisse senedi işlemlerinden doğan *nakit ödeme ve hisse senedi teslim yükümlülüklerini* ve SPKn'nun 46/B maddesinde düzenlenen görevleri yerine getirmek ve tasfiye giderlerini karşılamak amacıyla tüzel kişiliğe haiz olarak kurulmuştur. Bütün aracı kuruluşlar bu Fona katılmak zorundadır.²³

Fon, Sermaye Piyasası araçlarının kaydını tutmakla görevli MKK tarafından idare ve temsil olunmaktadır²⁴. Fona ilişkin iş ve işlemler MKK bünyesinde oluşturulan ayrı bir birim tarafından yürütülür.²⁵

Fon, MKK'nın 21.10.2001 tarihinde kurulması ile faaliyete geçmiştir.

3.1.1 Fonun Hukuki Niteliği

Fon, tüzel kişiliğe haiz olarak kurulmakla birlikte²⁶, yasa koyucu tarafından Fonun tüzel kişiliğinin niteliği konusunda bir belirleme yapılmamıştır. Yasadaki bu belirsizlik Fonun kamu tüzel kişisi mi yoksa özel hukuk tüzel kişi mi olduğu konusunda yorum farklılıklarına neden olmaktadır. Bu yorum farklılıklarının bir sonucu olarak Fonun aynı nitelikteki kararları bazen adli yargıda bazen idari yargıda uyuşmazlık konusu olabilmektedir.

²³ Sermaye Piyasası Kanunu Madde 46/A, fıkra 1

²⁴ Sermaye Piyasası Kanunu Madde 46/A, fıkra 2

²⁵ Yatırımcıları Korumaya İlişkin Fon Yönetmeliği Madde 6

²⁶ Sermaye Piyasası Kanunu Madde 46/A, fıkra 1

Yapısal anlamda İdare, en yalın biçimi ile "Yasama ve Yargı dışındaki tüm devlet kuruluşlarıdır." şeklinde tanımlanmaktadır. İdare, kamu idaresi olarak belli başlı iki anlamda kullanılmaktadır; İdare birinci olarak, Devletin belli bir tür organlarını, kuruluşlarını ifade etmektedir. İdare, ikinci olarak ise Devletin belli bir tür faaliyetlerini ifade etmek için kullanılmaktadır²⁷.

Fonun kuruluş ve idaresindeki yapılanma ise kamu idaresi ile ilgili olmayıp piyasa katılımcılarının yatırımcıların görebilecekleri zararları tazmin etmek amacıyla kurdukları sektöre ait özel bir yapıdır. Fon'un gelir kalemlerinden ilki aracı kuruluşların yatıracığı yıllık ödentilerdir²⁸. Bu çerçevede Fonu oluşturan kaynak, temel olarak aracı kurumların yatırdıkları ödentiler olup, yönetimi de MKK üzerinden sermaye piyasasında faaliyet göstermekte olan katılımcılara bırakılmıştır. Fon, yasada belirlenmiş olan risk gerçekleşince tazmini sağlayan bir teşekküldür. Bu bağlamda Fonun kamu tüzel kişisi niteliğine haiz olmadığı düşünülmektedir.

3.1.2 Fonun Gelirleri

Fonun gelirleri;

- a) Aracı kuruluşların yatıracığı yıllık ödentiler,
- b) Kurul ve menkul kıymetlerin işlem gördüğü borsalar ile Birlik tarafından verilen idari para cezaları²⁹,
- c) Tutarı Kurul tarafından belirlenen geçici ödentiler,
- d) Fon varlığının getirisi,
- e) Diğer gelirlerden, oluşur³⁰.

Fon varlığı kamu bankalarında devlet tahvili, hazine bonusu ve mevduat olarak veya ters repo yapılmak suretiyle değerlendirilir³¹. Fon varlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez, üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez.³²

²⁷ Gözübüyük, Tan İdare Hukuku, Ankara, 2001 Cilt 1, S. 2

²⁸ Sermaye Piyasası Kanunu Madde 46/A, fıkra 5, Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliği, Madde 7

²⁹ Her ne kadar SPKn'nunda Kurul tarafından verilen idari para cezaları Fonun geliri olarak sayılmış olmakla birlikte, 01.06.2005 tarihinde yürürlüğe giren Kabahatler Kanunundaki idari para cezalarının Devlet Hazinesine ödeneceği yönündeki düzenleme uyarınca Kurul tarafından verilen idari para cezaları Fonun geliri olmaktan çıkmıştır.

³⁰ Sermaye Piyasası Kanunu Madde 46/A, fıkra 5

³¹ Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliği, Madde 11

³² Sermaye Piyasası Kanunu Madde 46/A, fıkra 9

Fon varlığının ve tasfiye edilen aracı kurum malvarlığının değerlendirme yöntemlerinin yasayla sınırlandırılmış olması portföyün daha verimli değerlendirilmesini engellemektedir.

3.1.3 Fonun Giderleri

Fonun SPKn'nundan ve Fon Yönetmeliğinden doğan görevlerinin yerine getirilmesi amacıyla yapılan giderlerin MKK'nın belirleyeceği ve Kurul tarafından onaylanacak esaslar dahilinde Fon tarafından karşılanmaktadır.³³ Fonun görevlerini yerine getirmesi amacıyla yapılan giderlere ilişkin esaslar, bu işlerle görevli olanların yetki ve sorumlulukları 01.07.2002 tarihinde yürürlüğe giren Fon Harcama Yönergesinde düzenlenmiştir.

Anılan Yönergede Fonun harcama ve giderleri;

1. Fonun genel yönetim giderleri
2. Aracı Kurumların tedrici tasfiye ve iflasları nedeniyle yapılan harcamalar,
 - i. Yatırımcı avansları
 - ii. Tedrici tasfiye ve iflas nedeniyle yapılan diğer giderler

olarak sayılmıştır³⁴. Fondan yapılacak harcamalarda harcamaya yetkili merci Fon Yönetim Kuruludur. Fon Yönetim Kurulu bu yetkisini kısmen veya tamamen MKK Genel Müdürü'ne veya Fon işlerinden sorumlu Genel Müdür Yardımcısına devredebilir³⁵.

3.1.4 Fonun Denetimi

Kurul Fonun hesap ve işlemlerini incelemeye ve denetlemeye, bu hususta Fondan her türlü belge ve bilgiyi istemeye yetkilidir. Kurul inceleme ve denetim sonuçlarına göre gerekli gördüğü hususların yerine getirilmesini Fondan isteyebilir ve gerektiğinde Fonun yönetiminin Kurul'a devredilmesini ilgili Bakandan talep edebilir. İlgili Bakan Fon yönetiminin geçici veya sürekli olarak devrine karar vermeye yetkilidir.³⁶ Diğer yandan Fon Kurulun yanında Sayıştay tarafından da denetlenmektedir.³⁷

³³ Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliği, Madde 12

³⁴ Fon Harcama Yönergesi Madde 4

³⁵ Fon Harcama Yönergesi Madde 5

³⁶ Sermaye Piyasası Kanunu Madde 46/A, fıkra 3

³⁷ Sermaye Piyasası Kanunu Madde 46/A, fıkra 5

Fonun tüm işlemelerinin düzenleyici otorite olan Kurul tarafından denetleniyor olması nedeniyle Sayıştay tarafından yapılacak denetimin SPKn. ve ilgili mevzuat çerçevesinde yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

3.1.5 Fonun İstisna ve Muafiyetleri

Fon, 2886 sayılı Devlet İhale Kanunu ile vize ve tescil açısından 1050 sayılı Muhasebe-i Umumiye Kanunu ve 832 sayılı Sayıştay Kanunu hükümlerine tabi değildir. Fon her türlü vergi, resim ve harçtan muaftır.³⁸

Fona Kanunda söz konusu istisnalar ve muafiyetler tanınmakla birlikte, tedrici tasfiyesi sürdürülen aracı kurumlar adına yapılan işlemlerde söz konusu muafiyetler kapsamında olduğu yönünde Kanunda açıklık bulunmamaktadır. Tedrici tasfiye kararı ile birlikte aracı kurumun yasal organlarının görev ve yetkileri Fon tarafından temsilen yerine getirildiğinden bu temsil görevi nedeniyle Fon tarafından yapılacak her türlü işlemin muafiyet kapsamında değerlendirilmesi SPKn'nun 46/A maddesinin ruhuna uygun olacaktır.

3.1.6 Fon'un Koruma Kapsamı

Yasa koyucu, Fon tarafından karşılanacak olan yükümlülükler açısından sınırsız bir koruma kapsamı getirmemiştir. Aracı kuruluşların, Fon tarafından bu Yönetmelik çerçevesinde karşılanacak yükümlülükleri;

- i) Sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemleri nedeniyle hisse senedi işlemlerinden doğan ve gerçek ve tüzel kişi yatırımcı tarafından satılmak, saklanmak, yönetilmek, virman edilmek, ödünç işlemlerine konu edilmek üzere veya diğer nedenlerle aracı kuruluşlara tevdi edilen veya müşteri emrine istinaden alınan hisse senetlerinden,
- ii) Yatırımcı tarafından hisse senedi satın alınmak üzere veya satın alınan hisse senetleri karşılığında tevdi edilen nakit ya da gerçek ve tüzel kişi yatırımcıya ait hisse senedinin satılmasından sağlanan nakitten,

oluşur.³⁹

³⁸ Sermaye Piyasası Kanunu Madde 46/A, fıkra 5

³⁹ Sermaye Piyasası Kanunu Madde 46/A, fıkra 1, Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliği, Madde 4

Hisse senetlerinin sağladığı temettü, bedelsiz pay alma ve bedeli ödenen yeni pay alma gibi mali haklardan kaynaklanan hisse senedi ve nakit ile hisse senedini temsilen ihraccı ortaklıklar tarafından verilen belgeler de koruma kapsamındadır.

Koruma kapsamındaki nakitler, nemalandırma ve diğer amaçlarla hisse senedi işlemleri dışında herhangi bir işleme konu edilmeleri halinde koruma kapsamından çıkmaktadır.⁴⁰

3.1.7 Yararlanma Koşulları

Aracı kurumlar hakkında verilen tedrici tasfiye kararları Fon tarafından aracı kurumun alacaklılarının haklarını gösterir belgelerle Fona başvurmaları için ilan edilir.⁴¹

Fon, aracı kurumun tasfiye kapsamında yer alan gerçek hak sahiplerini, alacak ve borç tutarlarını; Kurul, MKK, Takasbank, aracı kurum ve ilgili diğer resmi ve özel kurumların kayıtları ile alacaklıların başvurularında sunulan belgeler ve güvenilir bulunan diğer bilgi ve belgelere dayanarak tespit eder.⁴²

Yapılacak nakit ödemelere ve sermaye piyasası aracı teslimlerine esas olmak üzere, tedrici tasfiye kararından itibaren en geç 6 ay içinde Fon tarafından alacaklılar ile alacak miktarını gösteren bir alacaklılar cetveli hazırlanır⁴³. Alacaklılar cetveli hazırlama süresi gerektiğinde Fonun önerisi ve Kurulun onayı ile uzatılabilir. Alacaklılar cetvelinde yer almayan alacaklar, tedrici tasfiyenin kapanmasına kadar dikkate alınır. Geç kalmadan kaynaklanan masraflar alacaklıya aittir.⁴⁴

Hesabında alacağını karşılamaya yetecek kadar ya da hiç hisse senedi bulunmayan saklama hesabı sahiplerinin nakit ve hisse senedi alacakları toplamının 48.203 YTL tasfiye sonucu beklenmeksizin Fon tarafından ödenir. Ancak aynı kurumdan alacaklı görünen ve birlikte hareket ettiklerine Fon yönetiminde kanaat getirilenlere, toplamı yukarıdaki tutarı aşmamak kaydıyla

⁴⁰ Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliği, Madde 4, Fıkra 2

⁴¹ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 23

⁴² Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 11, Fıkra 1

⁴³ 16.08.2002 tarihinde hakkında tedrici tasfiye kararı verilen Karon Menkul Kıymetler A.Ş'nin alacaklılar cetveli 29.11.2002 tarihinde, hakkında 13.03.2003 tarihinde tedrici tasfiye kararı verilen Data Menkul Kıymetler Ticareti A.Ş'nin alacaklılar cetveli 03.07.2003 tarihinde Fon tarafından hazırlanmıştır.

⁴⁴ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 13, Fıkra 3

alacakları oranında ödeme yapılır. Tedrici tasfiyeye tabi tutulan aracı kurumdan alacaklı görünen ortakları, yönetim kurulu ve denetleme kurulu üyeleri, imzaya yetkili personeli ile bunların eşlerine ve üçüncü derece dahil kan ve sıhri hısımlarına, fondan avans ödemesi yapılmaz.⁴⁵ Yapılacak ödemelerin tutarı, her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme kat sayısı oranında artırılır.⁴⁶

3.2 Tedrici Tasfiye

3.2.1 Genel olarak

Aracı kurumlar hakkında verilen tedrici tasfiye kararları, bu kararların alındığı gün Kurul tarafından aracı kuruma, MKK'ya, İMKB'ye, Takasbanka, Birliğe, Türkiye Bankalar Birliğine ve tasfiye işlemlerini yürütmek üzere Fona bildirilir.⁴⁷

Tedrici tasfiye kararı Fon tarafından, aracı kurumun alacaklılarının haklarını gösterir belgelerle Fona başvurmaları için ilan edilir. Alacaklıların Fona başvuru süresi ve esasları ile aracı kuruma yapılacak olan bütün ödemelerin sadece Fona yapılması gerektiği ilanda belirtilir.⁴⁸

Kurulca yetkileri sürekli olarak kaldırılan aracı kurumların malvarlıkları, yetkinin kaldırılmasına ilişkin Kurul kararının alındığı tarihten itibaren tedrici tasfiye işlemlerinin tamamlandığı ilan edilinceye; tedrici tasfiyeyi takiben iflas talebinde bulunulması halinde, iflas talebinin mahkemece esastan karara bağlanmasına kadar, tedrici tasfiye çerçevesinde Fon ve Kurul tarafından yapılacak işlemler hariç, üçüncü kişilere devredilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, haczedilemez, başlamış tüm icra takipleri de kendiliğinden durur.⁴⁹

Hakkında tedrici tasfiye kararı verilen aracı kurumların bütün ödemeleri durur⁵⁰ ve aracı kuruma yapılan tüm ödemeler sadece Fona yapılır. Fona yapılan

⁴⁵ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 15, Fıkra 2

⁴⁶ Sermaye Piyasası Kanunu Madde 46/B, Fıkra 9

⁴⁷ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 4, Fıkra 1

⁴⁸ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 4, Fıkra 2

⁴⁹ Sermaye Piyasası Kanunu Madde 46, Fıkra 2

⁵⁰ Türk hukukunda çoğunluk görüşüne göre tasfiyeye tabi tutulan ortaklığın hak ehliyetinde bir daralma meydana geldiği, daralma ehliyetinin sınırlarını tasfiye gayesini çizeceği, tasfiye gayesi dışında işlem yapılması halinde hak ehliyetinin bulunmaması itibarıyla bu işlemlerin yokluk müeyyidesi ile karşılaşacağı, yani bu işlemin ne yapanı ne de karşı tarafı bağlamayacağı kabul edilmektedir. (Karahana Sami , Anonim Şirketlerde Tasfiye Konya 1998 S.24)

ödemeler dışındaki ödemeler borcu sona erdirmez. Karar tarihi itibarıyla tüm malvarlığı üzerinde sadece Fon tarafından tasarruf edilebilir⁵¹.

Tedrici tasfiye karar ve işlemlerinde Türk Ticaret Kanunu, İcra ve İflas Kanunu ve diğer mevzuatın tasfiye ile ilgili hükümleri uygulanmaz.

Tedrici tasfiye kararı, Fon tarafından aracı kurumun malvarlığına dahil menkul ve gayrimenkul malların öğrenilmesini takiben derhal, bu malların kayıtlı bulunduğu tapu dairelerine, trafik şube müdürlüklerine, aracı kurumun hesabının bulunduğu bankalar ve diğer mali kuruluşlara, aracı kurum hakkında icra takibi varsa ilgili icra dairelerine ve ilgili diğer kuruluşlara yazılı olarak bildirilir.⁵²

Tedrici tasfiye kararı verildikten sonra, aracı kurumun genel kurul, yönetim kurulu ve denetim kurulu gibi yasal organlarının görev ve yetkileri, tasfiye sonuçlanıncaya kadar Fon tarafından temsilen yerine getirilir. Fon tarafından aracı kurumun yönetim ve denetim kurullarına üye ataması yapılmaz ve tedrici tasfiye süresince genel kurul toplanmaz. Tedrici tasfiyenin sonuçlandığının ilan edildiği tarihte başkaca bir merasime gerek kalmadan, aracı kurumun tedrici tasfiye kararı tarihinden önceki yasal organları görev ve yetkilerini yeniden üstlenirler.⁵³

Tedrici tasfiye kararının alındığı tarihte görevde bulunan yönetim kurulu, tedrici tasfiye kararının ilanı tarihinden itibaren 7 gün içinde, aracı kurumun mevcut aktif ve pasifini, taahhütlerini, taraf olduğu sözleşmeleri ve hukuki uyumsuzluklarını ve mevcut her türlü bilgiyi içerecek şekilde kayıtlarında yer alsın almasını son durumunu gösterir bir raporu eksiksiz olarak düzenleyip Fona vermekle yükümlüdür. Fon, gerekli görülen hallerde Kurul onayıyla rapor verme süresini uzatabilir.⁵⁴

Haklarında tedrici tasfiye kararı verilen aracı kurumların tedrici tasfiye işlemleri Fon tarafından yürütülür. İhtiyaç duyulması halinde, Fonun talebi üzerine, tedrici tasfiye işlemlerinde yardımcı olmak amacıyla Kurul, İMKB, Takasbank ve Birlik yeterli sayıda personel görevlendirebilir. Söz konusu

⁵¹ Tasfiye halinde şirketin gayesi değişir. Artık kar sağlamaya yönelik işlemler yapılması söz konusu değildir. Zira bu andan itibaren şirketin kar elde etmeye yönelik gayesi, tasfiye gayesine dönüşmüştür. 8 Karahan a.g.e S 22

⁵² Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 6

⁵³ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 8

⁵⁴ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 9

kuruluşlar tarafından görevlendirilecek kişiler tasfiye işlemleri dışında bir işle görevlendirilemezler. Bu kişilere Fon tarafından ayrıca ücret ödenmez.⁵⁵

Tedrici tasfiye işlemlerinin yürütülmesi nedeniyle yapılan giderler, sözleşmelerde aracı kurumun taraf olması şartı aranmaksızın doğrudan Fon varlığından yapılır ve tasfiye bakiyesinden Fona yapılacak ödemelerde Fon alacağının tespitinde tedrici tasfiye gideri olarak dikkate alınır.⁵⁶

Fon, aracı kurumun aktif ve pasifini kayıtlar üzerinde, merkez, şube, acenta ve irtibat büroları nezdinde yapacağı inceleme sonucunda tespit eder. Aracı kurumun, tasfiye kapsamında yer alan yükümlülüklerinden nakit borçları, tedrici tasfiye kararının verildiği tarihteki anapara ve işlemiş faizleri toplamı üzerinden; sermaye piyasası aracı teslim borçları ise, aynen teslimin yapılamayacağı hallerde, varsa teslimde temerrüde düşülen tarihteki, aksi halde tedrici tasfiye kararının verildiği gündeki piyasa değeri itibariyle bulunacak nakit değerleri üzerinden hesaplanır⁵⁷. Aracı kurumun tedrici tasfiye kararının verilmesinden sonra vadesi gelen sözleşmelerinden doğan hak ve borçları da, vadeleri itibariyle belirlenir. Aracı kurumun, vadeli borçlarına vadeden, diğer borçlarına ise tedrici tasfiye karar tarihinden itibaren 4489 sayılı Kanunla değişik 3095 sayılı Kanuni Faiz ve Temerrüt Faizine İlişkin Kanunun 2 nci maddesinin ikinci fıkrasında öngörülen oranda kanuni temerrüt faizi yürütülür.⁵⁸ Mevzuat uyarınca aracı kurum tarafından verilmiş teminatlar da, aktifin hesabında dikkate alınır.

Tedrici tasfiye kararını takiben mevzuat uyarınca verilmiş teminatlar Fonun talebi üzerine ilgili kuruluş tarafından 10 iş günü içinde nakde çevrilerek Fona ödenir. Ancak tedrici tasfiye kararı ile sonuçlanan faaliyet durdurma kararı tarihinde Borsa mevzuatı kapsamında incelemesi devam eden uyuşmazlıklar için, İMKB tarafından, sermaye piyasası faaliyetleri kapsamındaki müşteri alacakları ile sınırlı olarak uyuşmazlık konusu müşteri alacağının, Kanunun 46/B maddesinin aracı kurumların yükümlülüklerinin tespitine ilişkin hükümleri uyarınca belirlenmiş tutarı kadar teminat bloke edilerek kalan kısım Fona ödenir.

⁵⁵ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 10, Fıkra 2

⁵⁶ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 10, Fıkra 6

⁵⁷ Sermaye Piyasası araçlarının piyasa değerinin hesaplanmasında Kurulun Seri XI No 1 Sermaye piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğin 21. maddesi hükümleri uygulanır.

⁵⁸ Sermaye Piyasası Kanunu , Madde 46/B, Fıkra 5

Aracı Kurumun İMKB'de gerçekleştirdiği işlemler nedeniyle oluşan, diğer İMKB üyelerinin ve müşterilerinin teminat kapsamındaki alacakları da İMKB tarafından nezdindeki teminatlardan karşılanarak Takasbanka ödenir. Teminatların iadesinde, 19/2/1996 tarihli ve 22559 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliğinin bu düzenlemeye aykırı hükümleri uygulanmaz. Bu madde uyarınca İMKB tarafından nezdindeki teminatlardan yapılan ödemeler Yönetmeliğin 5 inci maddesinin ikinci fıkrasına aykırılık teşkil etmez.⁵⁹

Alacaklılar cetvelinin hazırlanmasından önce, incelemenin sürdürülmesinde yarar görülmediği durumlarda Fon tarafından alacaklı oldukları tespit edilen sermaye piyasası araçları kendi adlarına mevcut saklama hesaplarında saklanmakta olan ve Fona yaptıkları başvuruda Fon tarafından belirlenen alacak miktarı ile tamamen veya kısmen uyumlu talepte bulunan alacaklılara ilişkin olarak kısmi bir alacaklılar listesi hazırlanabilir⁶⁰. Bu liste Yönetmeliğin 23 üncü maddesi çerçevesinde ilan edilir. Söz konusu sermaye piyasası araçları, ilanı izleyen 30 gün süresince alacaklılara dağıtılır. Aracı kuruma borçlu olanlara bu şekilde ödeme yapılmaz. Bu cetvele yapılacak itirazlar 13 üncü madde uyarınca hazırlanacak alacaklılar cetveline itirazlar ile birlikte değerlendirilir.

Fon, aracı kurumun tasfiye kapsamında yer alan gerçek hak sahiplerini, alacak ve borç tutarlarını; Kurul, MKK, Takasbank, aracı kurum ve ilgili diğer resmi ve özel kurumların kayıtları ile alacaklıların başvurularında sunulan belgeler ve güvenilir bulunan diğer bilgi ve belgelere dayanarak tespit eder. İcra ve İflas Kanununun 278, 279 ve 280 inci maddelerinde yazılı hallerin varlığı halinde, Fon tarafından iptal davası açılabilir.⁶¹

Aynı kişiye ait tasfiye kapsamındaki alacak ve borçlar, Tasfiye Yönetmeliğin 11/A maddesi saklı kalmak kaydıyla mahsup edilir. Ödenecek avans tutarlarının hesabında mahsuptan sonraki net alacak tutarı esas alınır.

Yapılacak nakit ödemelere ve sermaye piyasası aracı teslimlerine esas olmak üzere, tedrici tasfiye kararından itibaren en geç 6 ay içinde Fon tarafından alacaklılar ile alacak miktarını gösteren bir alacaklılar cetveli hazırlanır. Bu cetvelde aracı kuruma sermaye piyasası işlemleri nedeniyle borçlu olanlar ile borç

⁵⁹ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 11, Fıkra 3

⁶⁰ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 11/A

⁶¹ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 12

miktarları da yer alır. Alacaklılar cetveli hazırlama süresi gerektiğinde Fonun önerisi ve Kurulun onayı ile uzatılabilir. Alacaklılar cetvelinin veya içerdiği bilgilerin temin edilebileceği yerlere, itiraz süresine ve usullerine, saklama hesaplarındaki sermaye piyasası araçlarının dağıtımı ile fon kapsamındaki nakit ödemelerin esaslarına ve başlangıç tarihlerine, borçlu müşterilerin bu borçlarını ödeme esaslarına ilişkin bilgiler Fon tarafından bu Yönetmeliğin 23 üncü maddesi çerçevesinde ilan edilir.⁶²

İlgililer tarafından alacaklılar cetveline kendi alacakları için ilan tarihinden itibaren 30 gün içinde Fona itiraz edilebilir.⁶³

Alacaklılar cetvelinde yer almayan alacaklar, tedrici tasfiyenin kapanmasına kadar dikkate alınır. Geç kalmadan kaynaklanan masraflar alacaklıya aittir. Alacaklıların bu masrafları peşin olarak ödemeleri istenebilir. Fon, alacağı kabul ederse alacaklılar cetvelini düzeltir ve bunu alacaklılara bildirir.⁶⁴

Tasfiye Yönetmeliğin 11/A maddesi saklı kalmak üzere, alacaklılar cetvelinin ilanı tarihini takip eden 30 uncu günden itibaren müşteri hesabına saklanan sermaye piyasası araçlarının dağıtımına başlanır. Bu amaçla müşteri hesabına saklanan sermaye piyasası araçları, münferit hesaplar itibariyle karşılaştırılır ve münhasıran bu hesap sahiplerine olan yükümlülüklerin karşılanması amacıyla hak sahiplerine verilir ya da talepleri doğrultusunda virman edilir.⁶⁵

Kaynağına bakılmaksızın, aracı kurumun havuz hesabı ve gerçek hak sahibi adına olmayan saklama hesaplarında bulunan sermaye piyasası araçları hakkında Tasfiye Yönetmeliğin 16⁶⁶ ncı maddesi hükümleri uygulanır.

⁶² Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 13, Fıkra 1

⁶³ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 13, Fıkra 2

⁶⁴ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 13, Fıkra 3

⁶⁵ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 14, Fıkra 1

⁶⁶ Madde 16- Aracı kurumun malvarlığına dahil sermaye piyasası araçlarından, bu Yönetmeliğin 14 üncü maddesi saklı kalmak üzere, borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görenler ilgili borsa ya da teşkilatlanmış piyasada, borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmeyenler ise rayiç bedel üzerinden satılır.

Sermaye piyasası aracı dışında kalan menkul ve gayrimenkuller, işin niteliği göz önüne alınarak yapılacak değerlendirmeye göre kapalı zarf, açık artırma veya pazarlık yöntemleri ile Fon tarafından satılır. Söz konusu satış esaslarına ilişkin olarak Fon tarafından hazırlanacak yönetmelik Kurul onayı ile yürürlüğe girer.

Aynen teslimi yapılacak hisse senetlerinin, tedrici tasfiye kararından sonra dağıtım tarihine kadar gerçekleşen bedelsiz sermaye artırım işlemlerinden kaynaklanan hisse senedi ve temettü işlemlerinden kaynaklanan nakitler de aynen teslim edilir.⁶⁷

Alacaklılar cetveline kendi alacakları için itiraz eden müşterilerin itirazlarının Fon tarafından uygun görülmemesi halinde, itiraza konu olup kendi saklama hesaplarında saklanmakta olan sermaye piyasası araçları, alacaklılar cetvelinin ilanını takip eden dördüncü ayın sonuna kadar aynı hesapta bloke tutulur. Bu süre içinde bloke sermaye piyasası araçlarına ilişkin yargı yoluna başvurulduğu yönünde Fona bir bilgi ulaşmadığı takdirde, sözkonusu sermaye piyasası araçları hakkında Tasfiye Yönetmeliğinin 16 ncı maddesi uygulanır. Yargıya başvurulduğu yönünde Fona bilgi ulaşması halinde blokaj yargı kararının kesinleşmesine kadar devam eder.⁶⁸

Dağıtıma başlama süresi gerektiğinde Fonun önerisi ve Kurulun onayı ile uzatılabilir. Aracı kuruma borçlu olanlara dağıtım yapılmaz. Yönetmeliğin 13 üncü maddesi çerçevesinde yapılan ilanda belirtilen sürede borcunu ödemeyen müşterilere ait sermaye piyasası araçlarının borca yetecek kadar kısmı, başkaca bir işleme gerek kalmaksızın Fon tarafından belirlenecek öncelik sırasına göre satılır. Satılacak sermaye piyasası araçlarını belirten bir talimatın süresi içinde borçlu tarafından Fona iletilmesi halinde, satış bu talimat doğrultusunda yapılır. Bakiye sermaye piyasası araçları ilgiliye verilir veya talepleri doğrultusunda virman edilir.⁶⁹

Fon tarafından, hesaplarında sermaye piyasası aracı bulunan ve alacaklılar cetvelinde yer alan, fakat dağıtımın başlamasını müteakip 30 gün içerisinde

Fon, satışında fayda görülmeyen her türlü kıymetin satışından sarfinazar edebilir.

Kurul, Fon, MKK İMKB ve Takasbank'ın personeli ile bunların eşleri, üçüncü derece dahil kan ve sıhri hisimleri ve bunlarla doğrudan veya dolaylı ilişkide bulunan kişiler, ilgili mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla, borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda yapılan satışlar hariç, diğer satışlardan alım yapamazlar.

⁶⁷ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 14, Fıkra 2

⁶⁸ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 14, Fıkra 3

⁶⁹ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 14, Fıkra 5

başvurmamış alacaklıların Fona başvurmalarını sağlamak amacıyla, söz konusu alacaklılara iadeli taahhütlü mektupla bildirimde bulunulur.⁷⁰

3.2.2 Fon Kapsamındaki Alacakların Ödenmesi

Hesabında alacağını karşılamaya yetecek kadar ya da hiç hisse senedi bulunmayan saklama hesabı sahiplerinin nakit ve hisse senedi alacakları toplamının 48.203 YTL ye kadar olan kısmı tasfiye sonucu beklenmeksizin Fon tarafından avans olarak ödenir. Ancak aynı kurumdan alacaklı görünen ve birlikte hareket ettiklerine Fon yönetimince kanaat getirilenlere, toplamı yukarıdaki tutarı aşmamak kaydıyla alacakları oranında ödeme yapılır. Aynı kişinin aynı aracı kurumda birden fazla hesabı bulunması halinde verilecek avans 48.203 YTL yi geçemez. Müşterek hesaplar da tek hesap kabul edilir ve bu şekilde ödeme yapılır.⁷¹

Tedrici tasfiyeye tabi tutulan aracı kurumdan alacaklı görünen ortakları, yönetim kurulu ve denetleme kurulu üyeleri, imzaya yetkili personeli ile bunların eşlerine ve üçüncü derece dahil kan ve sıhri hısımlarına, Fondan avans ödemesi yapılmaz. Aracı Kuruma tedrici tasfiye kapsamı dışında herhangi bir nedenle borcu bulunan müşterilerin bu borçları tahakkuk eden avans alacaklarından mahsup edilir ve avansın borca tekabül eden kısmı alacaklısına ödenmeksizin aracı kurum malvarlığına dahil edilir.⁷²

Alacaklılar cetvelinin ilanı tarihini takibeden 30 uncu günden itibaren ödemelere başlanır. Ödemeye başlama süresi gerektiğinde Fonun önerisi ve Kurulun onayı ile uzatılabilir⁷³. Avans limitinin hesabında Fonun ödemeye hazır olduğu tarih esas alınır.⁷⁴

Fon tarafından, alacaklılar cetvelinde yer alan ve Fonun koruma kapsamında alacağı bulunan, fakat ödemelere başlanmasını müteakip 30 gün içerisinde başvurmamış yatırımcıların Fona başvurmalarını sağlamak amacıyla, söz konusu alacaklılara iadeli taahhütlü mektupla bildirimde bulunulur.

⁷⁰ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 14, Fıkra 6

⁷¹ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 15, Fıkra 1

⁷² Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 15, Fıkra 2

⁷³ Gerek Karon gerek Data Menkul ödemelerinde Fon tarafından Kurula süre uzatımı talebinde bulunulmamıştır.

⁷⁴ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 15, Fıkra 4

Aracı kurumun malvarlığına dahil sermaye piyasası araçlarından, Yönetmeliğin 14⁷⁵ üncü maddesi saklı kalmak üzere, borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görenler ilgili borsa ya da teşkilatlanmış piyasada, borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmeyenler ise rayiç bedel üzerinden satılır.

Sermaye piyasası aracı dışında kalan menkul ve gayrimenkuller, işin niteliği göz önüne alınarak yapılacak değerlendirmeye göre kapalı zarf, açık artırma veya pazarlık yöntemleri ile Fon tarafından satılır.⁷⁶ Söz konusu satış esaslarına ilişkin olarak Fon tarafından hazırlanacak yönetmelik Kurul onayı ile yürürlüğe girer. Aracı Kurumların Tedricen Tasfiyelerinde Sermaye Piyasası Araçları Dışında Kalan Menkul ve Gayrimenkullerin Satış Esasları Hakkında Yönetmelik Kurul tarafından 24.01.2003 tarihinde onaylanarak aynı tarihte

⁷⁵ Madde 14 - Bu Yönetmeliğin 11/A maddesi saklı kalmak üzere, alacaklılar cetvelinin ilanı tarihini takip eden 30 uncu günden itibaren müşteri hesabına saklanan sermaye piyasası araçlarının dağıtımına başlanır. Bu amaçla müşteri hesabına saklanan sermaye piyasası araçları, münferit hesaplar itibariyle karşılaştırılır ve münhasıran bu hesap sahiplerine olan yükümlülüklerin karşılanması amacıyla hak sahiplerine verilir ya da talepleri doğrultusunda virman edilir. Bu dağıtım sırasında aracı kurumun faaliyette olduğu dönemde operasyonel maddi hata ve eksiklikler nedeniyle müşteri saklama hesaplarında oluşan hata ve eksiklikler düzeltilir.

Kaynağına bakılmaksızın, aracı kurumun havuz hesabı ve gerçek hak sahibi adına olmayan saklama hesaplarında bulunan sermaye piyasası araçları hakkında bu Yönetmeliğin 16 ncı maddesi hükümleri uygulanır.

Bu madde uyarınca aynen teslimi yapılacak hisse senetlerinin, tedrici tasfiye kararından sonra dağıtım tarihine kadar gerçekleşen bedelsiz sermaye artırımını işlemlerinden kaynaklanan hisse senedi ve temettü işlemlerinden kaynaklanan nakitler de aynen teslim edilir.

Alacaklılar cetveline kendi alacakları için itiraz eden müşterilerin itirazlarının Fon tarafından uygun görülmemesi halinde, itiraza konu olup kendi saklama hesaplarında saklanmakta olan sermaye piyasası araçları, alacaklılar cetvelinin ilanını takip eden dördüncü ayın sonuna kadar aynı hesapta bloke tutulur. Bu süre içinde bloke sermaye piyasası araçlarına ilişkin yargı yoluna başvurulduğu yönünde Fona bir bilgi ulaşmadığı takdirde, sözkonusu sermaye piyasası araçları hakkında bu Yönetmeliğin 16 ncı maddesi uygulanır. Yargıya başvurulduğu yönünde Fona bilgi ulaşması halinde blokaj yargı kararının kesinleşmesine kadar devam eder.

Dağıtıma başlama süresi gerektiğinde Fonun önerisi ve Kurulun onayı ile uzatılabilir. Aracı kuruma borçlu olanlara dağıtım yapılmaz. Bu Yönetmeliğin 13 üncü maddesi çerçevesinde yapılan ilanda belirtilen sürede borcunu ödemeyen müşterilere ait sermaye piyasası araçlarının borca yetecek kadar kısmı, başkaca bir işleme gerek kalmaksızın Fon tarafından belirlenecek öncelik sırasına göre satılır. Satılacak sermaye piyasası araçlarının belirten bir talimatın süresi içinde borçlu tarafından Fona iletilmesi halinde, satış bu talimat doğrultusunda yapılır. Bakiye sermaye piyasası araçları ilgiliye verilir veya talepleri doğrultusunda virman edilir.

Fon tarafından, hesaplarında sermaye piyasası aracı bulunan ve alacaklılar cetvelinde yer alan, fakat dağıtımın başlamasını müteakip 30 gün içerisinde başvurmamış alacaklıların Fona başvurularını sağlamak amacıyla, söz konusu alacaklılara iadeli taahhütlü mektupla bildirimde bulunulur.

⁷⁶ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 16, Fıkra 1

yürürlüğe girmiştir. Paraya çevirmede kural açık artırma yönteminin kullanılmasıdır⁷⁷.

Vadesi geçmiş alacakların tahsili ve varsa ipoteklerin paraya çevrilmesi için yasal işlemler Fon tarafından yapılır. Vadesi gelmemiş alacaklar için kural olarak vade beklenir. Ancak karşılıklı anlaşma yoluyla vadeden önce tahsil mümkündür.

Aracı kurumun tedrici tasfiyesine karar verilmesini takiben gerçekleştirilen mevcutlarına el koyma, paraya çevirme ve alacakların tahsil edilmesi gibi tasfiye aşmaları aracı kurumun mali durumunun bozulması nedeniyle ödenemeyen borçların artık ödenebilmesini sağlamaya yönelik ön işlemlerdir.⁷⁸

3.2.3 Tasfiye Bakiyesinin Dağıtım Esasları

Fon, avans ödemelerini yaptıktan sonra aracı kurumun tedrici tasfiyesine devam eder. Tasfiye bakiyesi, tasfiyenin amacı kapsamında yer alan hak sahiplerinden alacağıın tamamı karşılanamayanların alacağıın ödenmesinde kullanılır. Ancak, tasfiye bakiyesi bu alacakların tamamının karşılanmasına yetmezse; ödemeler, tasfiye bakiyesinin söz konusu alacaklar toplamına bölünmesi suretiyle bulunacak oran dikkate alınarak garameten yapılır. Yapılacak ödemelerde ihtilaf konusu alacaklara ilişkin olarak sadece kesinleşmiş yargı kararları dikkate alınır. Şu kadar ki, alacak cetveline itiraz etmiş olup, itirazı Fon tarafından uygun görülmeyenler için alacaklılar cetvelinin ilanını takip eden dördüncü ayın sonuna kadar, garameten yapılacak ödemelerden itiraz konusu alacağa isabet eden miktar bloke edilir. Bu süre içinde sözkonusu alacağa ilişkin yargı yoluna başvurulduğuna dair Fona bilgi ulaşmaması halinde bloke edilen tutar aracı kurum malvarlığına dahil edilir. Fona yargı yoluna başvurulduğuna ilişkin bilgi ulaştığı durumda blokaj yargı kararının kesinleşmesine kadar tutulur.⁷⁹

İMKB nezdinde devam eden uyuşmazlıklara ilişkin olarak Tasfiye Yönetmeliğin 11 inci maddesi çerçevesinde bloke edilen teminatların yetersiz kalması halinde, garameten yapılacak ödemelerden alacağın teminatları aşan tutarına isabet eden miktar ihtilafın çözümüne kadar bloke edilir. Bu alacaklar tamamen karşılandıktan sonra artan kısımdan, öncelikle kamu alacakları ve kalandan Fonun yaptığı avans ve tasfiye giderleri nedeniyle doğan alacağı ödenir.

⁷⁷ Postacıoğlu İlhan, İflas hukukunun İlkeleri, C.1 İflas, İstanbul 1978, S 170

⁷⁸ Menekşe Ayhan, Türk Hukukunda Tedrici Tasfiye, Ankara 1983 S 41

⁷⁹ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 18

Fon alacağına ödemenin yapıldığı günden itibaren, 4/12/1984 tarihli ve 3095 sayılı Kanuni Faiz ve Temerrüt Faizine İlişkin Kanunun değişik 2 nci maddesinin ikinci fıkrasında öngörülen oranda kanuni temerrüt faizi yürütülür. Bakiye, diğer alacaklılara tahsis edilir.⁸⁰

Aynı kişiye ait alacak ve borçlar bulunması halinde borcunu ödemeyenlere alacakları ödenmez.

Aracı kurumun malvarlığının nakde çevrilmesi ve alacaklılar cetvelinin kesinleşmesi üzerine Fon tarafından, ödenecek alacak miktarını gösteren bir ödeme cetveli hazırlanır. Ödeme cetvelinin temin edilebileceği yerler, yapılacak ödemelerin esasları ile ödemelerin yapılacağı tarih ve yerler bu Yönetmeliğin 23 üncü maddesi çerçevesinde ilan edilir. Ödeme cetvelinde yer alıp ödenecek olan borçlar aracı kurumun çekişmesiz borçlarıdır⁸¹.

Aracı kurumun aktifleri, tasfiyenin amacı kapsamındaki hak sahiplerinin alacaklarını, Fondan yapılan ödemeleri ve tasfiye giderlerini karşılamaya yetmezse; Fon, Kurulun uygun görüşüyle aracı kurumun iflasını isteyebilir.

Tedrici tasfiyeye ilişkin yapılacak bir işlem kalmadığı tespit edilince, Fonun bildirim üzerine Kurul tarafından tedrici tasfiyenin kapanmasına karar verilir. Keyfiyet Yönetmeliğin 23 üncü maddesi çerçevesinde ilan edilir ve Yönetmeliğin 6 ncı maddesinde sayılan kuruluşlara bildirilir.

Kurul tarafından Kanunun 46 ncı maddesinin birinci fıkrasının (k) bendi uyarınca aracı kurumun %10 dan fazla paya sahip ortaklarının, görevden ayrılmış olan veya halen görevde bulunan yönetim kurulu başkan ve üyelerinin ve imzaya yetkili yöneticilerinin şahsi iflaslarının istenmesi durumunda tedrici tasfiye, iflas davası sonuçlanana kadar kapanmaz.

İflası istenmeyen aracı kurumlar, tedrici tasfiyenin kapanmasına ilişkin ilan yapıldığı tarihten itibaren üç ay içinde esas sözleşmelerinin bütün hükümlerini sermaye piyasası faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirmek zorundadırlar. Bu değişiklikler yapılmadığı takdirde, Türk Ticaret Kanununun 434 üncü maddesinin birinci fıkrasının (2) ve (6) numaralı bentleri hükümleri gereğince münfesihi addolunurlar.

⁸⁰ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 18, Fıkra 2

⁸¹ Menekşe S 42

Tedrici tasfiyeye tabi tutulmayan ve haklarında iflas kararı verilen aracı kurumların, sıra cetvelinde yer alan hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ve hisse senedi alacaklılarına, Fondan, Fon yönetiminin onayı ile bu cetvelde görünen alacak tutarları gözetilerek ödeme yapılır.⁸² İlgili mevzuat uyarınca faaliyetleri durdurulan bankaların, hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ve hisse senedi alacaklısı gerçek hak sahipleri ve alacak tutarları ise, bankanın yönetiminin ilgili mevzuat uyarınca devredildiği kuruluş tarafından tespit edilir ve Fon yönetiminin onayı ile Fondan yapılacak ödemelerde esas alınır. Yapılacak ödemelerdeki, avans limitinin hesabında Fonun ödeme yapmaya hazır olduğu tarih esas alınır. Sıra cetvelinin Fona iletilmesini müteakip Fon tarafından avans ödeme cetveli hazırlanarak bu cetvel Tasfiye Yönetmeliğın 23 üncü madde hükümleri çerçevesinde ilan edilir. İlanı takip eden otuzuncu günden itibaren avans ödemelerine başlanır. İflas idaresince Fondan ödeme yapılmasından evvel yapılmış ödemeler öncelikle alacaklıların Fon kapsamı dışında kalan alacaklarına karşılık yapılmış kabul edilir. Bu madde uyarınca yapılacak ödemelerde tedrici tasfiyeye tabi tutulan aracı kurumların alacaklılarına Yönetmelik uyarınca ödeme yapılması esasları uygulanır.⁸³

⁸² Sermaye Piyasası Kanunu madde 46/B, Fıkra 7

⁸³ Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 25

IV) AB STANDARTLARI VE YURTDIŞI UYGULAMALARI

4.1 Yatırımcı Tazmin Sistemlerine İlişkin AB Düzenlemeleri

Yatırımcı tazmin sistemlerine ilişkin AB temel düzenlemeleri Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetlerine İlişkin 10 Mayıs 1993 tarih ve 93/22/EEC sayılı Konsey Yönergesi, Yatırımcı Tazmin Sistemleri hakkında 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/AT Sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Direktifi (Directive 97/9/EC on Investor Compensation Schemes), 2004/39/EC sayılı Direktif ile düzenlenmiştir.

2004/39/EC sayılı Avrupa Birliği'nin Finansal Ürün Piyasaları Direktifi (MiFID-Markets in Financial Instruments Directive) 1 Kasım 2007 tarihinde yürürlüğe girecektir. Bu tarihten itibaren mevcut Yatırım Hizmetleri Direktifi (ISD-Directive 93/22/EEC on Investment Services in the Securities Field) uygulamadan kalkacaktır. AB ülkeleri ilgili direktifi 31 Ocak 2007 tarihine kadar kendi kanunlarına ve düzenlemelerine uyarlamakla ve bu düzenlemeleri de 1 Kasım 2007 tarihinden itibaren uygulamakla yükümlüdürler.

Buna göre, üye devlet yatırım Şirketlerinin yatırımcılara yönelik yükümlölüklerini yerine getirmemesi durumunda, en azından küçük yatırımcıyı koruyacak ve asgari bir koruma miktarını garanti eden bir yatırımcı tazmin sistemi oluşturulması gerekmektedir.

Anılan düzenlemelerde birlik ülkelerinin yatırımcıların korunmasına ilişkin olarak asgari olarak sağlamaları gereken standartlar düzenlenmiştir. Bu bağlamda birlik üyelerinin anılan düzenlemelerin üzerinde bir koruma sağlamaları mümkündür.

'Yatırım Şirketi' 97/9 sayılı direktifte;

- 93/22/AET sayılı Direktif'in 3. Maddesi'ne göre yetkilendirilmiş,

veya

- yetkisi, 93/22/AET sayılı Direktif'in Ek'inin Bölüm A'sında sayılan yatırım hizmetlerinden bir ya da daha fazlasını kapsamak üzere, 77/780/AET sayılı

Konsey Direktifi'ne ve 89/646/AET sayılı Konsey Direktifi'ne göre bir kredi kuruluşu olarak yetkilendirilmiş;

yatırım şirketi olarak tanımlanmaktadır.⁸⁴

97/9 direktifte 'yatırım işi' 93/22/AET sayılı Direktif'in 1(1) Maddesi'nde tanımlanan her türlü yatırım hizmeti ve o Direktif'in Ek'inin Bölüm C'sinin 1. noktasında atıfta bulunulan hizmet anlamındadır.⁸⁵

Yatırımcı anılan direktifte yatırım işi ile bağlantılı olarak bir yatırım firmasına para veya araçlar yatırmış herhangi kişi olarak tanımlanmaktadır.

4.1.1 Koruma Kapsamı

Tazmin sistemi;

1. Yetkili makamlar kendi görüşlerince o an için bir yatırım aracı şirketinin doğrudan kendi mali durumuyla ilgili sebeplerden, yatırımcıların taleplerinden kaynaklanan yüklenimlerini yerine getiremediğine ve yakın zamanda da getiremeyecek gibi gözüktüğüne karar vermiş olduğunda,
2. Bir kanun mercii doğrudan yatırım şirketinin mali durumuyla ilgili sebeplerden, yatırımcıların ondan talepte bulunmasını askıya alma sonucu doğuran bir karar almış olduğunda,

yatırımcılar için güvence sağlamaktadır⁸⁶.

Koruma, bir yatırım şirketinin, kanuni veya sözleşmeden kaynaklanan şartlara göre aşağıdakileri gerçekleştirememesinden doğan talepleri karşılamak üzere sunulmaktadır;

1. Yatırım işi ile bağlantılı olarak, borçlanılan veya yatırımcılara ait olan ve onların hesabına tutulan paranın geri ödenmesi.
2. Yatırımcılara, onlara ait olan ve yatırım işi ile bağlantılı olarak onların hesabına elde tutulan, yönetilen veya işletilen yatırım araçlarının iade edilmesi

⁸⁴ Yatırımcı tazmin sistemleri hakkında 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/AT Sayılı Avrupa Parlamentosu Ve Konsey Direktifi Madde 1

⁸⁵ Yatırımcı tazmin sistemleri hakkında 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/AT Sayılı Avrupa Parlamentosu Ve Konsey Direktifi, Madde 1/2

⁸⁶ Yatırımcı tazmin sistemleri hakkında 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/AT Sayılı Avrupa Parlamentosu Ve Konsey Direktifi, Madde 2/2

Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetlerine İlişkin 10 Mayıs 1993 tarih ve 93/22/EEC sayılı Konsey Yönergesi'nin 32. maddesine göre koruma kapsamındaki araçlar aşağıda yer almaktadır;

A-Finansal Araçlar

I. (a) Devredilebilir hisse senetleri

Devredilebilir menkul kıymetler aşağıdaki finansal araçları kapsamaktadır;

- i) Şirketlerin sermaye piyasasında devredilebilir pay senetleri ve bu paylara eşdeğer diğer menkul kıymetler.
- ii) Tahvil veya diğer menkul kıymetleştirmiş borç.

Diğer yandan, bu tip menkul kıymetleri kayıt, değişim ve ödeme yapmak suretiyle sahip olma hakkını vermek için kullanılan bütün menkul kıymet ödeme araçları bunların dışında tutulmaktadır.

(b) Kollektif yatırım ortaklık veya fonları

2. Para piyasası araçları

Para piyasası araçları; hazine bonusu, mevduat sertifikaları ve finansman bonoları gibi para piyasasında normal olarak satılan enstrümanlardır.

3. Parasal eşdeğerdeki finansal araçları içeren finansal futures (vadeli işlem söz.) anlaşmalar.

4. Forward faiz anlaşmaları

5. Faiz, döviz ve hisse senedi swapları

6. Bu bölüm kapsamında olan, özellikle döviz kuru ve faiz oranı gibi finansal araçların, parasal eşdeğerdeki anlaşmaları da içeren, sahip olma veya elde tutma amaçlı opsiyon anlaşmaları

B- Temel Olmayan Hizmetler

1.- Bölüm A'da yer alan finansal araçların yönetimi ve saklanmasına ilişkin hizmetler

2.- Saklama hizmetleri

3.- Bölüm A kapsamındaki finansal araçlara ilişkin işlem yapmak amacı ile verilen ve kredi ve/veya borcu veren şirketin de dahil olduğu kredi hizmetleri

4.- Sermaye yapısı, endüstriyel strateji ve şirket birleşmeleri ve satın alımları konularında danışmanlık hizmetleri

5.- Yüklenim hizmetleri

6.- Bölüm A'daki finansal araçlar hakkında yatırım danışmanlığı hizmetleri

7.- Yatırım Hizmetleri bağlamında döviz alım satım hizmetleri

4.1.2 Tazmin Sistemine Katılım

Birlik üyesi devletler, bir yada birden fazla yatırımcı tazmin sistemini uygulamaya koymakla yükümlüdürler⁸⁷. Direktifte tanınan istisnalar⁸⁸ dışında ilgili üye devlette yetkilendirilmiş hiç bir yatırım şirketi⁸⁹ tazmin sistemine dahil olmadan faaliyetlerini sürdüremez. Aşağıda sayılan hizmetlerin bir yada birden fazlasını gerçekleştirmek üzere üye devlet yetkili otoritesinden faaliyet izni alan tüzel kişilikler yatırım şirketi olarak kabul edilmektedir.

1. Direktifte yer alan araçlara ilişkin emirlerin müşteri adına alınması ve iletilmesi
2. Söz konusu emirler üzerine müşteri hesabına işlem yapılması
3. Bu araçlar için yatırım şirketi hesabına işlem yapılması
4. Finansal araçlardan oluşan portföyleri müşteri bazında ayırım yaparak yöneten yatırımcılar
5. Söz konusu araçların ihracı ve satışı sırasında aracılık yüklenimi yapılması

⁸⁷ Yatırımcı tazmin sistemleri hakkında 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/AT Sayılı Avrupa Parlamentosu Ve Konsey Direktifi Madde 2, fıkra 1

⁸⁸ Birlik üyesi devletlerde faaliyet gösteren kredi kuruluşları, yatırım firmaları v.b mevduat sigorta sistemine üye olanların, ayrıca yatırım tazmin sistemine üye olmayabilirler.

⁸⁹ Yatırım şirketi, üçüncü şahıslara profesyonel düzeyde düzenli yatırım hizmetleri sunan tüzel kişilerdir. (93/22/EEC Sayılı Konsey Yönergesi, madde 2)

Koruma kapsamındaki araçlarla yukarıda sayılan hizmetlerin bir yada birkaçını yerine getirmekle yetkilendirilmiş kuruluşlar 97/9/EEC sayılı Yatırımcı Tazmin Sistemleri Hakkında Direktif kapsamında bir tazmin sistemine dahil olmakla yükümlüdür.

4.1.3 Tazmin Süreci

AB düzenlemeleri uyarınca; Tazmin sistemi, yatırımcıları karardan haberdar etmek için uygun önlemleri alacak, ve tazmin edilmeleri gerekiyorsa, onları mümkün olan en kısa zamanda tazmin edecektir. Sistem, yatırımcıların taleplerini sunmaları için bir süre belirleyebilir. Bu süre, yukarıda belirlenen belirleme veya karardan itibaren veya belirleme veya kararın kamuoyuna açıklandığı tarihten itibaren beş aydan kısa olamaz⁹⁰. Ancak, bu sürenin bitmiş olması gerçeği, sistem tarafından, tazminat alma hakkını öne sürememiş olan bir yatırımcıya koruma sağlamaktan kaçınmak için kullanılamaz⁹¹. Sistem bir yatırımcının talebini mümkün olan en kısa sürede ve en geç, talebin geçerliliğinin ve meblağının belirlenmesini izleyen üç ay içinde ödemek durumunda olacaktır.

4.1.4 Tazmin Sistemi Dışında Bırakılabilecek Yatırımcılar

97/9 sayılı direktifin 4. maddesi uyarınca bir üye devlet belli yatırımcıların sistemin koruması dışında tutulmasını ya da kendilerine daha düşük bir koruma düzeyi verilmesini hükme bağlayabilir. Bu şekilde hariç tutulması mümkün olan yatırımcı grupları anılan direktifin ekinde;

1. Aşağıdakileri içeren, profesyonel ve kurumsal yatırımcılar:

- 93/22/AET sayılı Direktif'in Madde 1(2)'sinde tanımlanan yatırım şirketleri,
- 77/780/AET sayılı Konsey Direktifi'nin 1. Madde'sinin ilk satırbaşında tanımlanan kredi kuruluşları.
- 89/646/AET sayılı Konsey Direktifi'nin Madde 1(6)'sında tanımlanan finans kuruluşları.
- Sigorta kuruluşları.
- Kollektif yatırım kuruluşları.

⁹⁰ Yatırımcı tazmin sistemleri hakkında 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/AT Sayılı Avrupa Parlamentosu Ve Konsey Direktifi Madde 9, fıkra 1

⁹¹ Yatırımcı tazmin sistemleri hakkında 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/AT Sayılı Avrupa Parlamentosu Ve Konsey Direktifi Yatırımcı tazmin sistemleri hakkında 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/AT Sayılı Avrupa Parlamentosu Ve Konsey Direktifi Madde 9, fıkra 2

- Emeklilik fonları.
 - Diğer profesyonel veya kurumsal yatırımcılar.
2. Uluslarüstü kurumlar, hükümet ve merkezi idare mercileri.
 3. İl mercileri, bölge mercileri, yerel merciler ve belediye mercileri.
 4. Yatırım şirketinin yöneticileri, müdürleri ve kişisel olarak sorumlu üyeleri, böyle yatırım şirketlerinin sermayesinin % 5'inden fazlasını elinde bulunduranlar, yatırım şirketlerinin muhasebe belgelerinin yasal denetimini yapmakla sorumlu kişiler ve böyle bir firma olarak aynı grup içinde diğer firmalardaki benzer statüde yatırımcılar.
 5. 4. noktada atıfta bulunulan yatırımcıların yakın akrabaları veya onların hesabına hareket eden üçüncü taraflar.
 6. Aynı gruptaki diğer firmalar.
 7. Bir yatırım şirketiyle ilgili, şirketin finansal zorluklarına yol açmış veya onun finansal durumunun kötüleşmesine katkıda bulunmuş belli gerçeklerde sorumluluğu olan veya bunlardan çıkar sağlamış yatırımcılar.
 8. Antlaşma'nın belli şirket tiplerinin yıllık hesapları hakkındaki 54(3)(g) Maddesi'ne dayanan 25 Temmuz 1978 tarih ve 78/ 660/AET sayılı Dördüncü Konsey Direktifi'nin⁹² 11. Maddesi altında kısaltılmış bilançolar yayınlamalarına izin verilmeyecek büyüklükteki şirketler.

olarak belirlenmiştir.

4.1.5 Diğer Üye Ülke Koruma Sisteminden Yararlanma

Üye ülkelerden birinde şube olarak faaliyet gösteren ve kendi ülkesinde yatırımcıyı koruma sistemi kapsamında bulunan yatırım şirketleri şubelerinin, faaliyet gösterdikleri ülkedeki yatırımcıyı koruma sisteminin yatırımcılara daha yüksek tutarda bir koruma sağlıyor olması halinde, bu sisteme katılmak üzere, gönüllü olarak başvurabileceklerdir.⁹³ İlgili ülkenin bu başvuruyu kabul etmesi zorunludur. Aksi takdirde, müşterileri daha düşük düzeyde bir koruma kapsamında olacağı için şubenin o ülke yatırım şirketleri ile eşit koşullarda rekabet etmesi mümkün olmayacaktır.

⁹² RG No L 222, 14.8.1978, s.11. Son olarak 94/8/AT sayılı Direktif (RG No L 82, 25.3.1994, s.33) ile değiştirilen Direktif.

⁹³ Yatırımcı tazmin sistemleri hakkında 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/AT Sayılı Avrupa Parlamentosu Ve Konsey Direktifi Madde 7

Topluluk içinde, uyumlaştırılmış asgari tutardan daha yüksek koruma değerleri sunan sistemlerin muhafaza edilmesi, aynı bölgede ulusal yatırım şirketleri ile diğer Üye Devletler'in şirketlerinin şubeleri arasında tazminat farklarına ve eşit olmayan rekabet şartlarına yol açabileceğinden; bu tür mahzurları ortadan kaldırmak için şubelerin evsahibi ülkelerin sistemlerine katılmaya yetkili kılınmışlardır.

Bu bağlamda her bir üye devlet, merkez ofisi Topluluk dışında olan bir yatırım şirketi tarafından kurulan şubelerin Direktif'te belirtilene eş bir korumaya sahip olup olmadığını kontrol edecektir. Böyle bir korumanın olmaması durumunda bir üye devlet 93/22/AET sayılı Direktif'in 5. Maddesi'ne tabi olarak, merkez ofisi Topluluk dışında olan bir yatırım şirketince kurulan şubelerin, topraklarında faaliyette olan yatırımcı tazmin sistemlerine dahil olmasını hükme bağlayabilir.

4.1.6 Yatırımcı Tazmin Planı Konusunda Yatırımcıların Bilgilendirilmesi

Üye ülkelerin yapacakları düzenlemelerde, yatırım firmalarına, gerek kendilerinin ve gerekse şubelerinin kapsamında buldukları "yatırımcı tazmin planı" ve bu planın koruma kapsamı hakkında mevcut veya potansiyel yatırımcıları bilgilendirmelerini sağlayacak tedbirleri alması zorunludur. Ayrıca, yatırımcıların plandan yararlanmak için yerine getirmesi gereken formaliteler ve plan kapsamından çıkarılan yatırım şirketleri hakkında da bilgilendirilmeleri gerekmektedir.⁹⁴

Bu kapsamda yatırımcılara verilecek bilgilerin, yatırımcıların bulunduğu ülke resmi dili ile açık ve yeterli bir biçimde sağlanması gerekmektedir.

Bir yatırım şirketinin kayıtlı bulunduğu ülke dışında faaliyet gösteren bu şirket şubesinin mevcut ve potansiyel yatırımcılarına, söz konusu şirket tarafından yatırımlarının kapsamında bulunduğu koruma planı ile ilgili bütün bilgilerin, o ülkenin resmi dili ile açık ve yeterli bir biçimde verilmesinin zorunlu olduğu da hükme bağlanmaktadır.

⁹⁴ Yatırımcı tazmin sistemleri hakkında 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/AT Sayılı Avrupa Parlamentosu Ve Konsey Direktifi Madde 10

4.1.7 Yatırım Firmaları ve Şubelerinin Tazmin Planına Dahil Olmalarından Kaynaklanan Yükümlülükleri

Direktif, yatırımcıyı koruma sistemi kapsamındaki yatırım firmaları ve diğer ülkelerdeki şubelerinin, üyelikten kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmemeleri durumunda uygulanacak yaptırımları da belirlemektedir. Buna göre, ülkesindeki veya şubenin faaliyet gösterdiği birlik üyesi ülkedeki "yatırımcı tazmin planı" ile ilgili üyelikten kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmeyen yatırım şirketlerine, ilgili ülke yetkili otoritelerinin, planın yöneticileri ile işbirliği halinde, yükümlülüklerin yerine getirilmesini teminen ceza hükümleri dahil her türlü önlemi almaları gerektiği hüküm altına alınmıştır.

Yükümlülüklerini yerine getirmeyen yatırım şirketleri ile şubelerinin mevzuat uyarınca ihraç edilmesi mümkünse, ihraç edileceği yatırım şirketine bildirilerek 12 ay süre verilmektedir. Bu süre sonunda da yükümlülüklerini yerine getirmeyen yatırım şirketleri ve şubeleri, ilgili ülkedeki "yatırımcı tazmin planı" yöneticileri tarafından, ulusal yasa hükümleri çerçevesinde ve yetkili otoritenin açık onayını da alarak plan kapsamından çıkarılabilmekte ve yetkileri iptal edilmektedir⁹⁵.

Üyelikten çıkarılan ve yetki belgeleri iptal edilen yatırım firmasının yatırımcıları yatırımcı tazmin planı kapsamında kalmaya devam edecektir.

4.1.8 Halefiyet

Yatırımcıları tazmin sistemi kapsamında ödemede bulunan kuruluşlar, yatırım şirketinin tasfiye işlemlerinde, yaptıkları ödemeye eşit miktarda, ödeme yaptıkları yatırımcının haklarına halef olacaklardır⁹⁶.

⁹⁵ Yatırımcı tazmin sistemleri hakkında 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/AT Sayılı Avrupa Parlamentosu Ve Konsey Direktifi Madde 5

⁹⁶ Yatırımcı tazmin sistemleri hakkında 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/AT Sayılı Avrupa Parlamentosu Ve Konsey Direktifi Madde 12

4.1.9 Avrupa Birliği'nin Finansal Ürün Piyasaları Direktifinin Getireceği Yenilikler⁹⁷

Avrupa Birliği'nin Finansal Ürün Piyasaları Direktifi (MiFID-Markets in Financial Instruments Directive) 1 Kasım 2007 tarihinde yürürlüğe girecektir. Bu tarihten itibaren mevcut Yatırım Hizmetleri Direktifi (ISD- Investment Services Directive) uygulamadan kalkacaktır. AB ülkeleri ilgili direktifi 31 Ocak 2007 tarihine kadar kendi kanunlarına ve düzenlemelerine uyarlamakla ve bu düzenlemeleri de 1 Kasım 2007 tarihinden itibaren uygulamakla yükümlüdürler.

Mevcut Yatırım Hizmetleri Direktifinin amacı, kurumların faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında ve organizasyonel konularda uymaları gereken temel ve öncelikli kuralları ortaya koymaktır. Bunun yanında, organize piyasaların işleyişı ile ilgili belirli şartları da AB çapında uyumlu hale getirmeyi amaçlamıştır.

MiFID'in de amacı aynı olmakla beraber, Yatırım Hizmetleri Direktifinin uygulamaya geçmesinden itibaren finansal hizmetlerde ve piyasalarda yaşanan global gelişmeleri hukuki çerçeveye yansıtmayı amaçlamaktadır. MiFID, mevzuatı güncel gelişmelerle uyumlu hale getirme ihtiyacından doğmuştur.

MiFID, mevcut Yatırım Hizmetleri Direktifinin içeriğini genişletmekte, finansal kurumların özellikle faaliyetlerinde ve organizasyon yapılarında uymak zorunda olduğu yeni ve daha kapsamlı kurallar getirmektedir. 30 Nisan 2004 tarihinde kabul edilen bu düzenleme ile (Direktif 2004/39/EC), yatırım şirketleri kendi ülkelerindeki yetkili otoritelerinin izniyle AB ülkeleri içerisinde minimum bürokratik koşullarla hizmet verebileceklerdir. Böylece yatırım şirketleri için "tek pasaport" (single passport) yaratılmıştır. Direktif, yatırımcıların korunmasını arttırmakta ve yatırım şirketlerinin müşteri emirlerini organize olmayan piyasalarda da gerçekleştirebilmesine imkan tanımaktadır.

⁹⁷ Bu başlık altında yapılan açıklamalar için bakınız Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Gündem Şubat 2007

4.1.9.1 MiFID'in getirdiği başlıca yenilikler

MiFID'in getirdiği başlıca yenilikler dört başlık altında incelenebilir.

4.1.9.1.1 Geniş Kapsam

MiFID, kurumların sunduğu yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin kapsamını genişletmiştir. Alternatif işlem kanalları (MTF-Multilateral Trading Facility) yeni bir yatırım hizmeti olarak tanımlanmıştır. Alternatif işlem kanalları tanımına alternatif işlem sistemleri ve elektronik iletişim ağları girmektedir. Alternatif işlem sistemleri (Alternative Trading Systems-ATS) elektronik ortamda alıcı ve satıcıları bir araya getiren sistemlerin genel adıdır. ATS'ler, eşleştirme sistemlerini, emir iletim sistemlerini ve elektronik iletişim ağlarını (Electronic Communication Networks-ECN) kapsamaktadır. ECN'ler ise ATS'lerin bir alt kümesi olup yatırımcıların elektronik ortamda emir girebilmelerini ve başka bir aracıya gerek olmaksızın işlem yapmalarını sağlamaktadır.

Düzenlemenin kapsadığı finansal ürünlere, emtiaya dayalı türev ürünler ve kredi türev ürünleri de eklenmiştir.

4.1.9.1.2 Büyük Ölçüde Uyumlaştırma

MiFID, yatırım kuruluşlarının organizasyon yapıları, faaliyetlerinin yürütülmesi, organize piyasalarla organize olmayan piyasaların ve alternatif işlem kanallarının faaliyetleri ile ilgili detaylı kurallar koymaktadır.

Bunun yanında, hisse senedi piyasalarında işlem öncesi ve sonrası için yeni şeffaflık koşulları getirilmiş, likit hisse senetlerindeki sistematik içselleştiricilerin emir akışları ile ilgili yeni bir sistem yaratılmış ve işlemleri daha kapsamlı raporlama zorunluluğu getirilmiştir.

MiFID sistematik içselleştirmeyi yeni bir kavram olarak getirmektedir. Düzenleme, sistematik içselleştirmeyi, müşteri emirlerini organize piyasa veya alternatif işlem kanalları dışında kendi portföyünden sıklıkla, organize ve sistematik bir biçimde işlem yaparak gerçekleştiren yatırım kuruluşları olarak tanımlamaktadır.

Kısacası, müşteri emirlerini organize piyasa dışında kendi portföyünden karşılayan kurumları ifade etmektedir.

MiFID, kendi portföyüne işlem yapmayı, bir veya daha fazla finansal araçta kendi özsermayesine karşılık işlem yapmak olarak tanımlamaktadır. Ülkemizde buna örnek olarak bankaların yatırımcılarla yaptıkları hazine bonosu/devlet tahvili işlemleri gösterilebilir.

4.1.9.1.3 Ülkelerarası İşlemlerin Kolaylaştırılması

MiFID, "tek pasaport" sistemi ile yatırım kuruluşlarının AB çapında faaliyet göstermesini kolaylaştırmaktadır. Yatırım kuruluşunun ülkesi ile evsahipliği yapan ülkeler arasındaki sorumluluk dağılımını açıkça belirlemiştir. Özellikle ISD'nin tam olarak tanımlayamadığı hukuki belirsizlikleri açığa kavuşturmuştur.

4.1.9.1.4 Sermaye Koşulları

MiFID kapsamındaki yatırım kuruluşları, yeni Sermaye Koşulları Direktifine (Capital Requirements Directive) de uymak zorundadırlar. MiFID ile ilk defa düzenlemesi yapılan kurumlar, direktifin zorunlu kıldığı sermaye koşullarına da ilk defa tabi olacaklardır.

4.1.9.1.5 Mifid'in Kapsamı

MiFID'in temel yapısı mevcut ISD ile benzerlik göstermektedir. ISD gibi, MiFID de faaliyetlerin ayırımını esas ve esas olmayan faaliyetler olarak yapmaktadır. Ancak, bunları yatırım faaliyetleri ve yardımcı faaliyetler olarak tanımlamaktadır. Buna göre, yardımcı hizmetleri veren kuruluşlar MiFID kapsamında olmayıp ileride açıklanacak olan MiFID pasaportundan yararlanamayacaklardır. Ancak hem yatırım hizmeti hem de yardımcı hizmetleri veren kurumlar, yatırım hizmeti ve faaliyetlerinden dolayı MiFID pasaport sistemine dahil olacaklar ve diğer üye ülkelerde hem yatırım hem de yardımcı hizmetleri verebileceklerdir.

MiFID kapsamındaki hizmetler özetle şöyledir:

4.1.9.1.6 Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri

Bir veya daha fazla finansal ürüne ait emirlerin alınması ve iletilmesi,

Müşteri adına emirlerin gerçekleştirilmesi,

Aracı kurumun kendi hesabına işlem yapması,

Portföy yönetimi,

Yatırım danışmanlığı,

Sermaye piyasası araçlarının halka arzına bakiyeyi yüklenim yoluyla aracılık etmek,

Sermaye piyasası araçlarının halka arzına en iyi gayret yöntemiyle aracılık etmek,

Alternatif işlem kanallarının işletilmesi ve bunların üzerinden işlemlerin yapılması,

4.1.9.1.7 Yardımcı Hizmetler

Finansal ürünlerin saklaması ve bununla ilgili diğer hizmetler,

Finansal kuruluşun aracılık ettiği bir veya daha fazla finansal üründe işlem yapması için yatırımcıya kredi vermesi,

Sektörel strateji, sermaye yapılanması ve ilgili diğer konularda danışmanlık yapmak, şirket satın alma ve birleşme projelerinde danışmanlık yapmak ve hizmet vermek,

Araştırma ve finansal analiz,

Yüklenim hizmetleri,

Türev ürünlerin yüklenim hizmetleri,

4.1.9.1.8 Düzenlemenin Kapsamındaki Değişiklikler

MiFID kapsamındaki yatırım-yardımcı hizmetler ile ISD kapsamındaki esas-esas olmayan hizmetler kategorileri genel hatlarıyla aynı olmakla beraber, MiFID daha çeşitli hizmetleri kapsamaktadır. Bu konudaki önemli değişiklikler şöyledir:

- Yatırım danışmanlığı, yatırım hizmeti olarak tanımlanmaktadır. Halbuki ISD direktifine göre yatırım danışmanlığı, esas olmayan faaliyetler arasında yer almaktaydı. Böylece, sadece yatırım danışmanlığı hizmeti veren kurumlar, ilk defa buldukları ülkenin izniyle Avrupa Birliği içerisinde faaliyet gösterebilecek ve MiFID'in faaliyetlerin yürütülmesi ile ilgili kurallarının tümü yatırım danışmanlığı için de geçerli olacaktır.
- Yeni bir yatırım hizmeti olarak, alternatif işlem kanallarının işletilmesi düzenleme kapsamına alınmıştır.
- Araştırma ve finansal analiz hizmetleri, yeni bir yardımcı hizmet olarak tanımlanmıştır.

Yardımcı hizmet olarak tanımlandığı için araştırma ve finansal analiz hizmeti sunan kurumlar aynı zamanda yatırım hizmeti sunuyorsa MiFID'e tabi olacaklardır.

4.1.9.1.9 MiFID Kapsamındaki Finansal Ürünler

MiFID kapsamındaki belirli finansal ürünler özetle şöyledir:

- Devredilebilir menkul kıymetler,
- Para piyasası araçları,
- UCITS (Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşları)
- Dayanak varlığı menkul kıymet, döviz, faiz oranı/getirisi olan türev ürünler ile takası gerçekleşen diğer türev ürünler,
- Organize piyasalarda ve/veya alternatif işlem kanallarında işlem gören emtiaya dayalı türev ürünler,
- Tezgâhüstü piyasada işlem gören, nakden takası gerçekleşen, emtiaya dayalı türev ürünler,
- Tezgâhüstü piyasada işlem gören ve fiziki takası gerçekleşen emtiaya dayalı diğer türev ürünler. Bu türev ürünlerin ticari amaçlı olmaması ve mutabakat, teminat gibi özelliklerinin diğer türev ürünlerle aynı olması gerekmektedir.
- Kredi türev ürünleri
- Fiyat farkına dayalı finansal kontratlar (Financial contracts for differences),
- İklim koşullarına, taşıma ücretlerine, emisyon ölçümlerinde kabul edilebilir farklılıklara, enflasyon oranına veya diğer istatistiklere dayalı türev ürünler.

MiFID ile emtiaya dayalı türev ürünler ilk defa finansal ürün olarak tanımlanmıştır. Ayrıca MiFID'in mevcut düzenleme olan ISD'nin kapsamını genişlettiği en önemli alan türev ürünlerdir. ISD ile kapsanmayan emtiaya dayalı türev ürünler, kredi türevleri, iklim koşullarına, taşıma ücretlerine veya ekonomik istatistiklere dayalı türev ürünler yeni düzenlemenin kapsamına alınmıştır.

4.1.9.2 İstisnalar

Sigorta şirketleri, reasürans şirketleri, çalışanların pay sahibi olması planları, kendi portföyünü yöneten gerçek kişiler, kendi portföyünü yöneten ancak yatırım hizmeti vermeyen ve yatırım faaliyetinde bulunamayan tüzel kişiler MiFID kapsamı dışında kalmaktadır.

4.1.9.3 Yetkilendirme Ve Pasaport

Esas faaliyet ve iş alanı yatırım hizmetleri ve faaliyetleri olan kurumların, şirketin kurulduğu ülkenin (home member state) merkezi düzenleyicisi tarafından yetkilendirilmesi gerekmektedir.

MiFID'in getirdiği ana ülke (home member state) kavramı şöyle açıklanabilir:

- Yatırım kuruluşları için;

Yatırım şirketinin tüzel kişi olması durumunda kayıtlı ofisinin olduğu ülkedir. Eğer tüzel kişinin ulusal kanunlarına göre kayıtlı ofis şartı yoksa bu durumda şirket merkezinin olduğu ülkedir. Yatırım şirketinin tüzel kişi olmaması durumunda (adi ortaklık, vb.) genel merkezin olduğu ülkedir.

- Organize piyasalar için;

Organize piyasalar için de tüzel kişiler gibi ana ülke, kayıtlı ofisinin olduğu ülkedir. Eğer organize piyasanın bulunduğu üye ülkenin ulusal kanunlarına göre kayıtlı ofis şartı yoksa, bu durumda ana ülke, genel merkezin olduğu ülkedir.

Evsahibi ülke (host member state) ise ana ülke dışında, yatırım kuruluşunun şubesinin olduğu veya hizmet verdiği ülkedir. Ayrıca, uzaktan erişimli üyeler veya katılımcılar için gerekli ayarlamaları yaparak, bu katılımcıların işlem yapmalarını kolaylaştıran organize piyasanın bulunduğu ülke de evsahibi ülke olarak tanımlanmaktadır.

Mevcut ISD direktifine göre bir yatırım şirketi kendi ülkesinde yetkilendirildikten sonra, Avrupa Ekonomik Alanı (1996 yılında AB'ne üye 15 ülke ve Avrupa Serbest Ticaret Alanına üye üç ülke) ülkelerinde şube açabilmekte ve uluslararası hizmet sunabilmektedir. Ancak kendi ülkesi dışında sunduğu hizmetlerle ilgili evsahibi ülkenin düzenlemelerine uymakla yükümlüdür.

MiFID'e göre ise yatırım kuruluşları, öncelikle kurulduğu veya merkezinin olduğu ülkedeki düzenlemelere uymaya devam edeceklerdir. Ancak MiFID, üye ülkelerin yatırım hizmetleri konusundaki işleyiş kurallarını uyumlu hale getirerek uluslararası yatırım faaliyetlerini kolaylaştırmayı amaçlamaktadır. Uluslararası faaliyetlerde, yatırım kuruluşu kendi ülkesinin ilgili hizmete dair uyulması gereken işleyiş kurallarına uymakla yükümlüdür.

4.1.9.4 Mevzuattaki Önemli Değişiklikler

Yatırım kuruluşları mevcut yerel düzenlemeler ve ISD'den MiFID'e geçiş esnasında önemli değişiklikler yaşayacaklardır.

4.1.9.4.1 Yeni İşleyiş Kuralları

Mevcut ISD sisteminde, Avrupa çapında uygulanması gereken çerçeve ilkeler belirlenmiş, yatırım hizmetlerine ait detaylı işleyiş kurallarının belirlenmesi ise yerel uygulamaya bırakılmıştır. Ancak yeni MiFID direktifinde hem çerçeve ilkeler hem de detaylı işleyiş kuralları Avrupa çapında belirlenmektedir.

4.1.9.4.2 Müşterilerin Sınıflandırılması

Müşteri, yatırım kuruluşunun yatırımı ve/veya yardımcı hizmetleri sunduğu gerçek veya tüzel kişidir. Yeni düzenlemeye göre müşteriler üç katmanlı bir sisteme göre sınıflandırılmaktadır. Bunlar profesyonel müşteriler, bireysel müşteriler ve kurumun sermaye piyasasında işlem yapabileceği karşı taraf (eligible counterparty) olarak adlandırılan kurumlardır.

Profesyonel müşteriler genel tanımıyla, kendi yatırım kararlarını alarak, bunların risklerini değerlendirebilecek bilgi, deneyim ve uzmanlığa sahip müşterilerdir. Profesyonel müşteri olarak adlandırılmak için gerekli kriterler şöyledir:

- Finansal piyasalarda faaliyet göstermeye yetkili kurumlar,
- Kredi kuruluşları,
- Yatırım şirketleri,
- Faaliyet göstermeye yetkili diğer finansal kurumlar,
- Sigorta şirketleri,
- Kolektif yatırım fonları ve bu fonları yöneten şirketler,
- Emeklilik yatırım fonları ve bu fonları yöneten şirketler,
- Emtia ve emtia türev işlemi yapan aracılar,
- Diğer kurumsal yatırımcılar,
- Aşağıdaki üç kriterden ikisini karşılayan büyük kurumlar,
- Aktif büyüklüğü ≥ 20 milyon €
- Satışlar ≥ 40 milyon €

- Ödenmiş sermaye \geq 2 milyon €
- Ulusal ve yerel hükümetler, kamu borcunu yöneten devlet kurumları, Merkez Bankaları ve Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu
- (IMF) gibi uluslararası kuruluşlar,
- Esas faaliyet alanı menkul kıymetlere yatırım yapmak olan diğer kurumsal yatırımcılar.

Bu kriterlere uyan müşteriler profesyonel müşteri olarak kabul edilmektedir. Profesyonel müşteri tanımı dışında kalan müşteriler bireysel müşteridir.

Düzenleme bireysel müşterilere en yüksek korumayı sağlamakta ve bu müşterilerle ilgili ilave kurallara uyulmasını istemektedir. Profesyonel müşteriler için daha esnek kurallara uyulması gerekirken, uygun karşı taraf için uyulması gereken kurallar asgari düzeydedir.

Profesyonel müşteri, riski değerlendirip yönetemeyeceğini düşündüğü zamanlarda yatırım kuruluşuyla anlaşarak kendisine daha yüksek seviyede koruma isteyebilir. Profesyonel müşteri, yüksek korumayı yazılı bir anlaşma yaparak tüm ürün ve hizmetler için isteyebileceği gibi, spesifik bir ürün veya hizmet için de talep edebilir. Bireysel müşteriler de en az 500.000 € tutarında nakit ve menkul kıymetleri olması ve finans sektöründe en az 1 yıl yönetici olarak çalışmaları durumunda, düzenlemenin getirdiği bazı koruma hükümlerinden vazgeçebilirler.

Ancak MiFID, çoğu ülkenin mevcut müşteri sınıflandırmasını kompleks bir hale getirmektedir. Örneğin, İngiltere mevzuatına göre orta seviyede bulunan müşteriler yeni düzenlemede profesyonel değil, bireysel müşteri olarak adlandırılacaktır. Bu da yatırım kuruluşlarına düzenlemedeki koruma hükümlerinden kaynaklanan daha büyük bir sorumluluk yükleyecektir. Ayrıca, profesyonel müşteriler ve uygun karşı tarafın işlem bazlı veya genel olarak daha yüksek korumalı müşteri kategorisine geçme talepleri de uygulamaları karmaşık hale getirebilecektir.

4.1.9.4.3 Yatırımcıların Korunması

Yeni düzenleme, özellikle bireysel müşteriler için yüksek düzeyde yatırımcıyı koruma tedbirleri getirmektedir. Yatırım kuruluşları, müşterinin menfaatine uyacak şekilde, kurallara uygun, dürüstçe ve profesyonel olarak faaliyetlerini gerçekleştirmekle yükümlüdürler. Özellikle, yatırım kuruluşlarının müşteri veya

potansiyel müşterilere sundukları bilginin açık, kurallara uygun olması ve yanıltıcı olmaması gereklidir.

4.1.9.4.4 Müşteriyi Tanıma

Portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmeti veren yatırım kuruluşları, müşterilerine uygun finansal ürün ve hizmetlerle ilgili tavsiyede bulunabilmek için bu müşterilerle ilgili yeterli bilgiyi almak zorundadırlar. Alınması gereken bilgiler ise, müşterinin ilgili yatırım alanında sahip olduğu bilgi ve tecrübesi, finansal durumu ve yatırım hedefleridir.

Yatırım kuruluşu, alım-satım aracılığı işlemleri (execution-only business) hariç olmak üzere, diğer bireysel yatırım ürünleri ve hizmetlerinin de müşteriye uygunluğunu sağlamakla yükümlüdür. Bu uygulama, çoğu üye ülkedeki yatırım kuruluşları için yeni bir kavram olup, ilgili ürün veya hizmetin müşteriye uygunluğunu değerlendirebilmek için ilave bilgiler almak durumunda olacaklardır. Alınacak bilgi, daha önce danışmanlık hizmetlerinde belirtildiği üzere, müşterinin ilgili yatırım alanında sahip olduğu bilgi ve tecrübesidir. Eğer değerlendirme sonucunda şirket, ürünün müşteriye uygun olmadığına karar verirse, veya müşteriden yeterli bilgi alınmadığından dolayı gerekli değerlendirme yapılamazsa, müşteriyi uyarmak zorundadır.

4.1.9.4.5 Alım-Satım Aracılığı İşlemleri (Execution-only business)

Yeni düzenleme, alım-satım işlemleri ile danışmanlık faaliyetleri arasında ayırımı getirmektedir. Yatırım kuruluşları da iş modellerinin bu ayırımı uygun olarak işlemlerini temin etmekle yükümlüdür. Alım-satım işlemleri, başka bir deyişle tavsiye vermeden müşteri adına yapılan işlemler, düzenlemede Avrupa Ekonomik Alanı bünyesindeki organize piyasalarda veya bu topluluk dışındaki eşdeğer piyasalarda işlem gören hisse senetleri, para piyasası araçları, sabit getirili menkul kıymetler, UCITS ve diğer kompleks olmayan finansal ürünlerle sınırlandırılmıştır. Alım-satım işlemleri müşterinin girişimi üzerine yapılmak zorundadır. Bunun anlamı ise, bu işlemler müşteriyi davet eden veya bu işlemi yapmak üzere müşteriyi etkileyen kişisel görüşmelerden sonra yapılamaz. Ancak, yatırım kuruluşu alım-satım işlemleri ile ilgili genel reklamlar yapabilir. Bu reklamlar tüm halka yapılabileceği gibi, geniş bir müşteri veya potansiyel müşteri grubuna da yapılabilir. Alım-satım işlemleri gerçekleşmeden önce kurum, müşterisine uygunluk testinin uygulanmadığını söylemek zorundadır. Yatırım hizmeti, müşterinin girişimi üzerine sunulmadıysa veya kompleks bir finansal

ürüne aitse, yatırım kuruluşunun işlemden önce uygunluk testini yapması gereklidir.

4.1.9.4.6 İşlemlerin Müşterinin Menfaatine Gerçekleşmesi (Best execution)

MiFID, işlemlerin müşteri için en iyi olacak şekilde gerçekleşmesi kuralı ile ilgili bazı değişiklikler getirmektedir. Yeni düzenleme, müşterinin menfaatine gerçekleştirilecek işlemde sadece en iyi fiyat yerine, müşteri için genel olarak en iyi sonuca ulaşılmasına daha büyük önem vermektedir. Mevcut ISD'de olmayan bu uygulama, kurumlara ağır bir sorumluluk yükleyecektir. Yatırım kuruluşlarının, müşterileri için mümkün olan en iyi sonucu alabilmek için işlem gerçekleştirme politikası oluşturması, uygulaması, kontrol etmesi ve yılda en az bir kez yeniden gözden geçirip değerlendirmesi gerekmektedir. Böylece, yeni düzenleme kurumların müşterileriyle en üst düzeyde ilgilenmesini, konu hakkında tedbirler almasını isteyerek kurumların sorumluluğunu arttırmaktadır. İşlem gerçekleştirme politikası oluşturulurken, kurumların fiyat, maliyet, hız ve miktar faktörlerini dikkate almaları gerekmektedir. Müşterilere bu politika hakkında yeterli bilgi verilmelidir. Ayrıca müşterilerden bu politikanın uygulaması ile ilgili izin almaları ve müşterinin talep etmesi halinde emirlerin politikaya uygun gerçekleştiğini ispatlamaları gereklidir. Müşterilerin tezgâhüstü piyasalarda veya alternatif işlem sistemlerinde verdikleri emirlerle ilgili olarak da açıkça anlaşılır bir şekilde izin vermeleri gereklidir.

4.1.9.5 Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık

Düzenlemeye göre, piyasaya yapılması gereken açıklamaların çeşitli şartları vardır. İşlem öncesi açıklama yapma zorunluluğu organize piyasalar ve alternatif işlem sistemleri için geçerli iken, işlem sonrası açıklama yapma zorunluluğu tüm kurumlar için geçerlidir. Bu uygulamanın amacı, piyasadaki şeffaflığı arttırırken rekabeti de geliştirmektir. Şu anda bu uygulama, üye ülkelerin organize piyasalarında işlem gören menkul kıymetler için geçerlidir.

Ancak MiFID, uygulama alanını organize piyasalar dışında tüm katılımcıları kapsayacak şekilde genişletmiştir.

Sürekli müzayede sistemine göre sürekli emir eşleştiren piyasalarda, piyasa operatörü hem alış hem de satış tarafında en iyi beş fiyatı kamuya açıklamakla yükümlüdür. Piyasa yapıcılığı sisteminin olduğu piyasalarda ise, sistem

operatörünün, yetkili tüm piyasa yapımcılarının vermiş olduğu teklifler arasında en iyi alış ve satış fiyatlarını ve hacimlerini açıklaması gereklidir.

4.1.9.6 Tezgâhüstü İşlemler (Sistemik içselleştirme)

MiFID, organize piyasalar ve borsalar dışında gerçekleştirilen diğer işlemler için ilk defa kapsamlı bir hukuki çerçeve oluşturmuştur. Böylece, alternatif işlem sistemleri ve tezgâhüstü işlem yapan yatırım kuruluşları üzerinden yapılan işlemler de organize işlemler olarak gerçekleşecektir. Düzenleme, sistemik içselleştiricileri, müşteri emirlerini organize piyasa veya alternatif işlem kanalları dışında, sıklıkla kendi portföyünden, organize ve sistemik bir biçimde işlem yaparak gerçekleştiren yatırım kuruluşları olarak tanımlamaktadır.

4.1.9.7 İşlem Sonrası Şeffaflık

Yeni düzenlemeye göre, işlem sonrası şeffaflık hükümleri çerçevesinde yatırım kuruluşları, alternatif işlem sistemleri veya organize piyasa dışında gerçekleştirdikleri işlemlere ait fiyat, hacim bilgilerini ve işlemin tamamlandığı zamanı açıklamakla yükümlüdürler. Yatırım kuruluşlarına böyle bir zorunluluk ilk defa getirilmektedir. Tamamlanmış olan işlemlerin fiyat ve hacim bilgileri gerçek zamana mümkün olan en yakın zamanda açıklanmalıdır. Ancak üye ülkelerin düzenleyici kurumları, işlemlerin niteliği ve büyüklüğüne göre gecikmeli açıklama yapılmasına izin verebilirler.

4.1.9.8 Müşteri Varlıkları ve Saklama

Yatırım kuruluşları, saklamacı kuruluşları seçer, görevlendirir, değerlendirirken ve buna ek olarak finansal araçların saklamasında ve korunmasında gerekli özen, dikkat ve beceriyi göstermekle yükümlüdür.

Bu konuda sorumluluk yatırım kuruluşundadır. Yeni düzenlemeye göre müşteri varlıkları ile kurumun varlıkları birbirinden ayrı tutulmalıdır. Yatırım kuruluşu müşteriye ait finansal araçları saklarken müşterinin sahiplik hakkını, özellikle de kurumun iflası halinde, koruyacak gerekli düzenlemeleri yapmalıdır. Ayrıca, müşterinin açık onayı olmadan müşterinin finansal araçlarını kendi portföyü ve hesabı için kullanamaz. Aynı şekilde müşteri fonları da yatırım kuruluşu tarafından saklanıyorsa, müşterilerin haklarını koruyacak önlemler alınmalıdır. Kredi kuruluşları (bankalar, vb.) dışındaki diğer yatırım kuruluşları bu fonları kendi hesapları için kullanamazlar.

4.1.9.9 Değerlendirme

AB ülkeleri Finansal Ürün Piyasaları Direktifini (MiFID-Markets in Financial Instruments Directive) 31 Ocak 2007 tarihine kadar kendi kanunlarına ve düzenlemelerine uyarlamakla ve bu düzenlemeleri de 1 Kasım 2007 tarihinden itibaren uygulamakla yükümlüdürler. Mevcut Yatırım Hizmetleri Direktifinin (ISDIvestment Services Directive) amacı, kurumların faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında ve organizasyonel konularda uymaları gereken temel ve öncelikli kuralları ortaya koymaktı. Ancak, finansal hizmetlerde ve piyasalarda yaşanan global gelişmeler sonucunda mevzuatı bu gelişmelerle uyumlu hale getirme ihtiyacı doğmuş ve yeni düzenleme olan MiFID Nisan 2004'te kabul edilmiştir. MiFID, mevcut Yatırım Hizmetleri Direktifinin içeriğini genişletmekte, finansal kurumların faaliyetlerinde ve organizasyon yapılarında uymak zorunda oldukları yeni ve daha kapsamlı kurallar getirmektedir. Yatırım şirketleri, kendi ülkelerindeki yetkili otoritelerin izniyle AB ülkeleri içerisinde minimum bürokratik koşullarla hizmet verebileceklerdir. Böylece yatırım şirketleri için "tek pasaport" (single passport) yaratılmıştır. Direktif, yatırımcıların korunmasını arttırmakta ve yatırım şirketlerinin müşteri emirlerini organize olmayan piyasalarda gerçekleştirebilmesini düzenlemektedir. Tezgâhüstü piyasada yapılan işlemlerin de daha şeffaf olması için kurallar getirmektedir.

4.2 Yurtdışı Uygulama Örnekleri

4.2.1 Danimarka

Danimarka'da mevduat sahiplerinin ve sermaye piyasası yatırımcılarının sigorta edildiği tazmin sistemi⁹⁸ "The Guarantee Fund for Depositors and Investors" adlı özel ve bağımsız bir kuruluş tarafından yürütülmektedir. Söz konusu kuruluş aynı zamanda mevduat garanti sistemini de temsil ve idare etmektedir. Söz konusu kuruluş tüm sermaye piyasası araçlarını koruma kapsamına almıştır.

Tazmin sistemi esas itibariyle 3 ayı bölümde toplanmaktadır.

1- Bankalar ile ilgili olan tazmin bölümü

⁹⁸ Guarantee Fund for Depositors and Investors Act

2- Mortgage Bankaları ile ilgili olan tazmin bölümü

3- Yatırım Şirketleri Bölümü.

Yukarıda belirtilen üç bölüm her ne kadar Fon tarafından ortaklaşa (müştereken) idare edilse de her bir bölümün ayrı bir fonlama sistemi mevcuttur.

Danimarka'da faaliyet gösteren tüm bankalar, mortgage bankaları, yatırım şirketleri, portföy yönetim şirketleri, kredi kuruluşları, merkez ofisleri Avrupa Birliği dışında kalan aracı kurumlar tazmin sisteminin üyeleridir.

Fon, yatırımcıların tazmin talebinde buldukları tutarların 20.000 EUR'ya kadar olan kısımlarını tazmin etmektedir. Fon'a üye bir bankanın olası tazmin durumunda, her bir yatırımcı, gerek sermaye piyasası araçlarından, gerekse mevduattan kaynaklanan taleplerini ayrı ayrı olmak üzere toplam 40.000 EUR'ya talep edebilmektedir.

Üyelerden alınan ödenti toplam olarak koruma kapsamı altındaki tüm para ve sermaye piyasası araçları üzerinden belli bir yüzde oranı uygulanarak hesaplanmaktadır. Şöyle ki, müşterilerin yatırım şirketi nezdinde sahip oldukları menkul kıymetler ve yatırım şirketinin çalışanlarının sayısı ile orantılı bir şekilde hesaplamalar yapılmaktadır.

4.2.2 İrlanda

Yatırımcı Tazmin Şirketi, tazmin sistemini yürütmek amacıyla kurulan bir şirket (The Investor Compensation Company Limited /ICCL) niteliğindedir. Şirket ortakları, İrlanda Finansal Hizmetler Düzenleyici Otoritesi (The Irish Financial Services Regulatory Authority), İrlanda Borsası ve İrlanda Yatırım Yöneticileri Birliğidir. (Irish Association of Investment Managers) ICCL her ne kadar operasyonel anlamda işlerini bağımsız yürütmekte ise de İrlanda Finansal Hizmetler Düzenleyici Otoritesi'nin onayına tâbidir.

İrlanda'da bulunan yatırımcı tazmin sistemi⁹⁹, Avrupa Birliği'nin 97/9/EC sayılı direktifi doğrultusunda yapılanmıştır. Yatırımcı tazmin sistemi "The Investor Compensation Company Limited" adlı kuruluş tarafından yürütülmektedir. Söz

⁹⁹ the Investor Compensation Act 1998

konusu kuruluş, İrlanda Merkez Bankası, İrlanda Menkul Kıymetler Borsası ve İrlanda Yatırım Şirketleri Birliği tarafından yönetilmektedir.

Adı geçen kuruluş tarafından, Avrupa Birliği'nin 97/9/EC sayılı direktifinde tanımlanan para ve sermaye piyasası araçları koruma kapsamına alınmıştır.

İrlanda'da faaliyet gösteren kredi kuruluşları, sigorta şirketleri, aracı kuruluşlar, yatırım firmaları v.b., tazmin sisteminin üyeleri olup, üyelere alınan ödenti, yıllık işlem hacimleri, ciro, gelir seviyesi v.b. üzerinden belli sınıflandırmalar yapılmak suretiyle hesaplanmaktadır. Fon, üyelere alınan ödentiler ile finanse edilmektedir.

Yatırımcıların sermaye piyasası araçlarından kaynaklanan kayıplarının 20.000 EUR'ye kadar olan kısmı ICCL tarafından karşılanmaktadır.

ICCL'nin kuruluşu olan 1998 yılından bu yana 3 adet firmanın tazmin işlemleri gerçekleştirilmiştir.

4.2.3 İngiltere

Finansal Hizmetler Tazminat Fonu (Financial Services Compensation Scheme / The FSCS), İngiltere kanunları¹⁰⁰ uyarınca garanti ile sınırlı (company limited by guarantee) bir şirkettir. Garanti ile sınırlı şirketlerin ortağı bulunmayıp, kurumsal bir statüye ve belirgin bir tüzel kişiliğe sahip olması gereken kar amacı olmayan sınırlı sorumlu özel hukuk şirketleridir. Şirkette ortaklar yerine şirketin garantörleri niteliğinde olan üyeler bulunmaktadır. Söz konusu kuruluş mevduat, sigorta poliçeleri ve yatırım araçlarını koruma kapsamına almıştır.

The FSCS operasyonel anlamda bağımsız olmakla birlikte, yaptığı işlemlerden dolayı İngiltere Finansal Hizmetler Düzenleyici Otoritesi'ne (The Financial Services Authority) karşı sorumludur.

¹⁰⁰ Financial Services and Markets Act 2000

Plan'ın sağladığı korumadan yararlanabilmek için belli şartların gerçekleşmesi gerekir. Öncelikle, yatırımcı adına işlem yapan yatırım firmasının SIB veya bir öz-düzenleyici kuruluş tarafından yetkilendirilmiş olması gerekir. Ayrıca, yetkili yatırım firmasının müşteriye olan nakit ve hisse senedi borcunu ödeyemeyecek durumda olması veya iflas etmesi veya eşdeğer işlemlere maruz kalması ve durumun Plan Yönetimi tarafından uygun görülmesi gerekmektedir.

Bütün yatırımcılar Yatırımcıları Tazmin Planı kapsamında bulunmamaktadır. Koruma kapsamı dışında tutulan yatırımcılar şunlardır:

(i) Plan dışında sözleşme yapan, SIB'in koyduğu kurallarda tanımlanan yatırım işini meslek edinmiş kişiler (business and experienced investors),

(ii) Yönetici gibi işlem yapan profesyonel yatırımcılar,

(iii) İflas etmiş veya ödeme güçlüğüne düşmüş yatırım firmasıyla mutlak olarak birlikte hareket etmiş olanlar (certain close associates),

İngiltere'de faaliyet gösteren bankalar, sigorta şirketleri, aracı kuruluşlar, yatırım firmaları, mortgage kuruluşları tazmin sisteminin üyeleri olup, üyelere alınan ödenti, üyelere göre sınıflandırmalara ayrılmıştır. Bu sınıflandırmalar yönetim harcamaları ve koruma maliyetlerine göre yapılandırılmıştır.¹⁰¹

4.2.4 Portekiz

Yatırımcı tazmin fonu, kamu hukuku kurallarına tabi bir halka açık şirket olup, idari ve mali özerkliğe sahiptir. Fon, Portekiz Menkul Kıymetler Borsası Komisyonunun (Portuguese Securities Market Commission) idari ve teknik işbirliği altında çalışmaktadır.

Portekiz'de bulunan yatırımcı tazmin sistemi, Avrupa Birliği'nin 97/9/EC sayılı direktifi doğrultusunda yapılmıştır¹⁰². Yatırımcı tazmin sistemi "Portuguese Investors Compensation Scheme" adlı bağımsız bir kuruluş tarafından yürütülmektedir. Adı geçen kuruluş tarafından, Avrupa Birliği'nin

¹⁰¹ Bu başlık altında yapılan açıklamalar için bakınız Securities and Investments Board (SIB), *The Background to Investor Protection*, HMSO London Print Services, 1996; TAŞKIRAN ve UYSAL, a.g.e., s.2-5

¹⁰² Decree-Law no. 222/99

97/9/EC sayılı direktifinde tanımlanan para ve sermaye piyasası araçları koruma kapsamına alınmıştır.

Para ve Sermaye Piyasasında bulunan yatırım şirketleri, kredi kuruluşları, varlık yönetim şirketleri ve aracı kuruluşlar tazmin sisteminin üyeleri olup, üyelere alinan ödentiler yıllık sabit belirli bir miktar olarak düzenlenmiştir. Tüzel kişiler koruma kapsamı dışında bırakılmıştır.

Fon, yatırımcıların tazmin talebinde buldukları tutarların birçok AB ülkesinden farklı olarak 25.000 EUR'ya kadar olan kısımlarının tazmin garantisini sağlamaktadır.

Fon, tazmin kapsamında yapılacak ödemeler için önceden (ex-ante) ödenti toplamamaktadır. Bunun yerine, ileride meydana gelebilecek tazmin ödemeleri için üyelerinden bağlayıcı şekilde taahhüt almaktadır. Bu çerçevede fonlama sistemi olay sonrası (ex-post) sağlanması şeklinde düzenlenmiştir.

4.2.5 Avusturya

Avusturya'da yatırımcı tazmin sistemi altı ayrı Tazmin Fonu tarafından yürütülmektedir¹⁰³. Tazmin Fonlarının biri yatırım şirketleri -banka dışı aracı kurumlar- için, kalan beşi ise bankalar için kurulmuştur. Tüm Fonlar özel hukuk tüzel kişiliğini haiz olup, denetleyici otorite Financial Markets Authority (FMA)'dan bağımsız olarak faaliyetlerini yürütmektedir. Bu Fonların tümü FMA'ya mali yönden sorumlu olup, her biri yıllık raporlarını düzenli olarak denetleyici otoriteye göndermekle yükümlüdürler.

Avusturya Yatırımcı Tazmin Fonu AeW ise sınırlı sorumlu şirket olarak kurulmuş bir özel hukuk tüzel kişisidir. Fonun yönetimi ve ortaklık yapısı özel hukuk hükümlerine tabidir.

Tazmin fonu her bir yatırımcıya maksimum tutar olan 20.000 EUR ödemeyi garanti etmektedir. Gerçek kişilerin tazmin taleplerinin tamamı belirtilen limit dahilinde karşılanırken, tüzel kişilerin taleplerinin % 90'ı karşılanmaktadır.

Yıllık aidatlar, ex-post sisteme göre, tazmine konu olayın gerçekleşmesi halinde yapılacak ödeme tutarının belirlenmesi üzerine söz konusu tutar kadar

¹⁰³ WAG, the Securities Supervision Act 1996; BWG, the Banking Act 1993

aidat tahsil edilmesi şeklinde Fonlara üye olan kuruluşlardan toplanmaktadır. Bu nedenle birikmiş bir Fon varlığı bulunmamaktadır.

4.2.6 Belçika

Yatırımcı Koruma Fonu bağımsız idari otorite olup, 6 tanesi Fon katılımcısı finansal kurumları temsil eden diğer 6 tanesi ise yetkili otoriteleri temsil eden 12 kişilik bir yönetim kurulu tarafından yönetilmektedir¹⁰⁴. Fon kamu hukuku tüzel kişiliğini haizdir. Fon bünyesinde, para piyasaları (Mevduat garanti sistemi) ve sermaye piyasaları yatırımcılarının her ikisini de içeren garanti sistemi birleştirilmiştir.

Fon'un yapısı ile Fon'a üye yatırım şirketleri ve bankalar ile ilgili yasal düzenlemeler, *Commission for the Banking, Finance and Insurance Sector (CBFA)* tarafından yapılmaktadır.

Sermaye piyasasında işlemde bulunan tüm yatırım şirketleri ve bankaların Fon'a katılmaları kanunla zorunlu tutulmuştur.

Fon, yatırımcıların tazmin talebinde buldukları tutarların maksimum 20.000 EUR'ya kadar olan kısımlarını tazmin garantisi sağlamaktadır. Yatırımcıların, Fon'a üye bir kurumda olası tazmin durumunda; sermaye piyasası araçlarından kaynaklanan talepleri ve mevduat garanti sisteminden kaynaklanan talepleri ayrı ayrı olmak üzere toplam 40.000 EUR'ya kadar karşılanmaktadır.

Fon, sisteme üye olan kuruluşlar tarafından ödenen yıllık aidatlar ile finanse edilmektedir. Yıllık aidatlar, ex-ante sisteme göre alınmaktadır.

4.2.7 Finlandiya

Fon üyelerinin ortaklığı ile kurulmuş bir tröst niteliğindedir¹⁰⁵. Fon, düzenleyici otorite olan Financial Supervisory Authority (FSA, Rahoitustarkastus) ve Maliye Bakanlığı'ndan bağımsız olarak idare edilmektedir. Bununla birlikte FSA tarafından denetlenmektedir. Ayrıca, Fon'a ait yasal düzenlemeler, FSA ve Bank

¹⁰⁴ Act on the Protection Fund

¹⁰⁵ Chapter 6 of the Act on Investment Firms (579/1996)

of Finland ile istişare edildikten sonra Maliye Bakanlığı'nın onayından geçerek yürürlüğe girmektedir.

Fon'un tam zamanlı olarak kendi çalışanı bulunmamakta olup, Bankalar Birliği (Finnish Bankers' Association) tarafından operasyonel işlemleri yürütülmektedir.

Ülkede sermaye piyasası alanında işlemde bulunan ve FSA tarafından lisans verilen yatırım şirketleri, bankalar, portföy yönetim şirketleri yasal olarak Fon'a üye olmakla zorunlu tutulmuşlardır.

Yatırımcıların taleplerinin % 90'ına kadar olan kısmı Fon tarafından tazmin edilmekte olup, bir yatırımcı için bu miktar her halükarda 20.000 EUR'yi geçmemektedir.

Üyelerden, sabit ve değişken bileşenler üzerinden ex-ante sistemi doğrultusunda yıllık olarak ödenti tahsil edilmektedir.

Finlandiya Yatırımcı Tazmin Fonu, kuruluşundan bu yana, herhangi bir yatırımcı talebiyle karşılaşmadığı gibi tazmin ödemesi de olmamıştır.

4.2.8 Fransa

Yatırımcı Garanti Fonu'nun ayrı bir tüzel kişiliği bulunmamakta olup; özel hukuk tüzel kişisi sıfatını haiz ve devlet tüzel kişiliğinden bağımsız Mevduat Garanti Fonu (The French Fonds de Garantie des Depots / FGD) tarafından yönetilmektedir¹⁰⁶.

Fransa'da, yatırımcıların korunması amacıyla 1988 yılında 88-70 sayılı yasa ile yapılan değişiklikle bir *Garanti Fonu* (Fonds de Garantie) kurulmuştur. Garanti Fonunun çalışma ve işleyiş koşulları ile kaynakları "Conseil des Bourses de Valeur" tarafından belirlenmekte ve menkul kıymet borsalarına üye tüm aracı kuruluşlar bu fona üye olmak zorunda bulunmaktadır. Garanti Fonu, menkul kıymet borsalarına üye aracı kuruluşların tüm müşterilerini ve bu müşterilerin

¹⁰⁶ Act n°99-532 dated June 25th 1999 on savings and financial security (Loi sur l'Épargne et la Sécurité Financière)

yatırım şirketlerindeki yatırım fonu katılma belgeleri dahil tüm menkul kıymetler ve nakit şeklindeki alacaklarını koruma kapsamına almaktadır.¹⁰⁷

Fon'a katılım 2003 yılından önce yatırım şirketleri ile sınırlı iken 1.8.2003 tarihinde yapılan bir değişiklikle sermaye piyasasında işlem yapmakla yetkilendirilmiş bankalar ve yatırım şirketleri Fon'a üye olarak katılmaktadırlar.

Fransa'da uygulanan 70.000 EUR'lik tazmin limiti, AB 97/9 Direktifi'nin öngördüğü minimum limit olan 20.000 EUR'yi oldukça aşmaktadır. Söz konusu limit aynı zamanda AB üye ülkelerin uyguladıkları tazmin limitlerinden de oldukça fazladır.

4.2.9 Almanya

Almanya'da tüm finansal işlemler ve sermaye piyasası işlemleri Federal Finansal Denetleme Otoritesi (BaFin) tarafından düzenlenmektedir¹⁰⁸.

Sermaye piyasası –yatırım- işlemlerinden kaynaklanan tazmin işlemleri için 3 adet zorunlu Fon bulunmaktadır. Ayrıca, zorunlu Fon'ların dışında gönüllü katılımın sağlandığı özel Fon'lar da bulunmaktadır.

1- EdW, The Compensatory Fund for Securities Trading Companies: Menkul kıymet şirketleri için kurulan tazminat fonu olan EdW, KfW bünyesinde tüzel kişiliği olmayan özel bir federal fon olarak kurulmuştur. Fon, bankacılık faaliyeti dışındaki faaliyetlerden alacaklı olan bütün yatırımcıları ve bu yatırımcıların kanıtlayabildikleri tüm menkul kıymet ve nakit alacaklarını koruma kapsamına almaktadır. KfW kamu hukuku hükümlerine tabi bir devlet bankasıdır. Fon, düzenleyici otorite BaFin'den bağımsız olarak yönetilmekle birlikte BaFin'in gözetimi altındadır. Fon'un kendi çalışanı bulunmamakta olup, KfW bünyesinde çalışan kişiler tarafından oluşturulan bir Müdürlük şeklinde faaliyette bulunmaktadır.

¹⁰⁷ Ayrıca bakınız Thierry SCHOEN, *The French Stock Exchange (A Practical Guide For Investors and Advisers)*, Commercial Law Services, 1995, s.219-220

¹⁰⁸ Act on Deposit Guarantee and Investor Compensation (Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz, or ESAEG)

2- EdB, The Compensatory Fund of German Banks: Bu Fon, Alman özel ticari ve kalkınma bankalarındaki mevduat ile yatırım/sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan risklere karşı bir tazmin garantisi sağlamaktadır.

3- The Compensatory Fund of the Association of German Public Sector Banks: Bu Fon, Alman kamu bankalarındaki mevduat ile sermaye piyasası/yatırım işlemlerinden kaynaklanan risklere karşı bir tazmin garantisi sağlamaktadır.

Bunlara ilave olarak üyelerine kurumsal koruma sağlayan iki ayrı Fon daha bulunmaktadır. Almanya'da faaliyette bulunan 1267 adet yerel kooperatif bankasına kurumsal koruma sağlayan BVR / National Association of German Cooperative Banks ve yaklaşık 650 adet üyesi (12 yerel bölgede faaliyette bulunan 457 adet bankadan oluşan Sparkassen grubu ve diğer finansal kuruluşlar) bulunan German Savings Banks Association üyelerine kurumsal koruma sağlamaktadırlar.

Yukarıda açıklanan ve kurumsal koruma sağlayan iki grubun üyelerinin aynı zamanda zorunlu Fon'lara üye olmalarına gerek yoktur.

4.2.10 Yunanistan

Yunanistan'da yatırımcı tazmini konusunda, Atina Borsası Üyeleri Garanti Fonu kurumu tarafından hizmet verilmektedir¹⁰⁹. Fon ilk olarak 1954 yılında kurulmakla birlikte, esas itibariyle 1997 yılında yapılan düzenlemeler ile bugünkü halini almıştır.

Atina Borsası Üyeleri Garanti Fonu (Athens Stock Exchange Members Guarantee Fund), kamu hukuku tüzel kişiliği sıfatını haiz olup, bir yönetim kurulu aracılığıyla yönetilmekte ve üyelerinin aidatları gelirlerini teşkil etmektedir.

Fon'un yasal düzenlemeleri, sermaye piyasası ve yatırım işlemlerini denetlemekle yükümlü HCMC (Hellenic Capital Market Commission) tarafından yapılmakta olup, Fon'un HCMC ile Ekonomi ve Maliye Bakanlığı'na karşı hesap verme yükümlülüğü bulunmaktadır.

¹⁰⁹ Law No. 2533/1997 on Derivative Exchanges and Other Provisions

Sermaye piyasası/yatırım işlemleri yapmak amacıyla Yunanistan'da faaliyet gösteren/kurulan finansal kuruluşlar, Atina Borsası'na üye olup olmadıklarına bakılmaksızın Fon'a üye olmak zorundadırlar.

Fon'un koruma limiti 30.000 EUR'dir. Ancak bu tutar HCMC ile yapılan istişare sonrasında Bakanlar Kurulu kararı ile daha da yükseltme ihtimali bulunmaktadır. Bu durum ile yatırımcı tasarruflarının % 100 oranında garanti altına alınması amaçlanmaktadır.

Fon üyelerinden, her takvim yılı sonunda olmak üzere yasal zorunluluk gereği yıllık ödenti toplanmaktadır. Fon tarafından, HCMC'nin onayı alınarak her yıl Fon sabit toplam varlığı belirlenmektedir. Toplanan aidatlar söz konusu rezervi oluşturmaktadır. Üyelerden alınan yıllık aidatlar, 2/3'ü nakit, kalan 1/3 teminat mektubu şeklinde tahsil edilmektedir. Fon'un toplam sabit varlığı her yıl yeniden hesaplanmakta olup, gerektiği durumlarda, toplanan aidatların üyelere yeniden dağıtımı şeklinde bir mekanizma da mevcuttur.

Fon, direkt ya da dolaylı olarak devletten herhangi bir katkı sağlamamaktadır.

4.2.11 İtalya

İtalya'da 1992 yılında kurulan "The Fondo Nazionale di Granzia", 1996 yılından itibaren yatırım hizmetleri ile ilgili tazmin sistemi görevini yürütmektedir¹¹⁰.

Yatırım şirketleri ve bankaların Fon'a katılımları ile ilgili yasal düzenlemeler Ekonomi ve Maliye Bakanlığı, The Bank of Italy ve Consob tarafından yapılmaktadır.

Fon finansal aracı kuruluşlar birliği niteliğinde özel hukuk tüzel kişiliğini haiz bir kuruluş olup, malvarlığı kurucularının malvarlığından özerktir.

¹¹⁰ Legislative Decree 415 of July 23rd 1996, which transposes the European Investment Services Directive;27

– Legislative Decree 58 of February 24th 1998, which is the consolidated law on financial intermediation;28

– Decree of the Minister of the Treasury 485 of November 14th 1997, which establishes the regulations of the investor compensation scheme.29

(Patrimonial Autonomy) Düzenleyici otoritelerden bağımsız olmakla birlikte, Ekonomi ve Maliye Bakanlığının onayına tabidir.

Fon'un organları 5'e ayrılmıştır.

- 1- Genel Kurul (l'Assemblea)
- 2- Yönetim Kurulu (il Comitato di gestione)
- 3- Başkan (il Presidente)
- 4- Denetim Kurulu (il Collegio Sindacale)
- 5- Yönetmen (il Direttore)

Fon'a üye herhangi bir kuruluşun yatırımcılara karşı olan yükümlülüklerini yerine getirmediği durumlarda, maksimum koruma tutarı olan 20.000 EUR ile sınırlı olmak kaydıyla, yatırımcı taleplerinin tamamı tazmin edilmektedir.

Üyelerden alınan yıllık aidatlar ex-post sistemi esas alınarak, tazmine konu herhangi bir vak'a olduğu taktirde toplanmaktadır. Bu nedenle, Fon'un gelecekte muhtemel tazmin giderleri için oluşturulan birikmiş bir malvarlığı da bulunmamaktadır. Diğer yandan, Fon'un bir sonraki yıldaki tahmini idari giderleri esas alınarak, her yıl üyelerden eşit tutarlarda belirlenen miktarlarda aidat alınmaktadır.

4.2.12 Lüksemburg

Lüksemburg'da sermaye piyasası yatırımcısının tazmin edilmesine yönelik faaliyetler AGDL (The Deposit Guarantee Association Luxembourg) kuruluşu tarafından yerine getirilmektedir¹¹¹. AGDL, 1989 yılında mevduat garanti sistemini sağlamak üzere kurulmuş olmakla birlikte, bu görevi yanında AB mevzuat uyumu çerçevesinde sermaye piyasası yatırım tazmin sistemi görevini de yapmak üzere yapılandırılmıştır.

AGDL, Lüksemburg'da merkezi bulunan ve kar amacı gütmeyen (non-profit) bir kuruluştur. Finansal Sektör Gözetleme Komisyonu'ndan (The

¹¹¹ law dated July 27th 2000, which amended the 1993 Law on the Financial Services

Commission for the Supervision of the Financial Sector/ CSSF) bağımsız bir şekilde yönetilip faaliyetlerini sürdürmektedir.

AGDL'nin üyeleri, bankalar, banka dışı yatırım şirketleri ve The Financial Services of the Post Office kurumu bulunmaktadır. AGDL, üye kuruluşun müşterilerine karşı olan yükümlülüklerini yerine getirmediği hallerde, toplamda 20.000 EUR'ye kadar ödeme yapmayı taahhüt etmektedir.

Üyeler Fon'un idari ve yönetim giderlerini karşılamak amacıyla yıllar itibariyle değişkenlik gösteren miktarda ve eşit şekilde yıllık aidat ödemekle yükümlüdürler. Diğer yandan, tazmin giderleri için alınan aidatlar, ex-post sistemine göre, tazmin olayı meydana geldikten sonra hesaplanarak tahsil edilmektedir.

Fon'un kuruluşundan itibaren herhangi bir tazmin olayı meydana gelmemiştir.

4.2.13 Hollanda

Hollanda'da yatırımcı tazmin sistemi; CGS (The Collective Guarantee Scheme of Credit Institutions for Repayable Funds and Portfolio Investments) ve ICS (The Investor Compensation Scheme of Securities Institutions for Claims of Investors) olmak üzere iki scheme'den/Fon'dan oluşmaktadır.

Bu Fon'lardan CGS, bankaların sermaye piyasası/yatırım işlemlerinden kaynaklanan risklere karşı yatırımcıları korumakta, ICS ise bankalar dışındaki tüm yatırım şirketlerinin sermaye piyasası/yatırım işlemlerinden kaynaklanan risklere karşı yatırımcıları korumaktadır.

Her iki scheme/Fon de/da Hollanda Merkez Bankası tarafından yönetilmektedir. AB direktifleri doğrultusunda 1998 yılında uyumlaştırma çerçevesinde ICS kurulmuş olup, bu tarihe kadar bankaların mevduat işlemlerinden kaynaklanan riskleri tazmin eden CGS, aynı zamanda yatırım işlemlerinden kaynaklanan riskleri de tazmin etmeye başlamıştır.

Tazmin sistemleri olan CGS ve ICS'nin yasal düzenlemeleri Hollanda Merkez Bankası ve AFM (Hollanda Finansal Piyasaları Düzenleme Mercı)

tarafından sektörün çeşitli temsilci örgütlerinin de katkılarıyla yapılmış olup, yürürlüğe girmeden önce Maliye Bakanlığı'nın onayına sunulmaktadır.

ICS üyelerinden ex-ante esasında yıllık ödenti tahsil etmektedir. Toplanan aidatlarla biriken fonun yönetim ve gözetimi için ayrı bir fon kurulmuştur. Fon, LCS tarafından yönetilmektedir. CGS tarafından buna benzer bir Fon kurulmamıştır. Çünkü CGS üyelerinden ex-post sistemi temelinde aidat tahsil etmektedir.

Hollanda'da kurulan ve menkul kıymetler alanında işlem yapmak üzere lisans alan yatırım şirketlerinin tümü ICS'ye katılmakla yükümlüdür. Yatırım işlemleri yapmak üzere yetkilendirilmiş bankalar ICS'ye katılmakla yükümlü olmayıp CGS'ye katılmak zorundadırlar.

Yatırımcılar, her iki Fon'da, maksimum 20.000 EUR olmak üzere taleplerinin tamamına kadar tazmin hakkına sahiptirler.

ICS için Hollanda Merkez Bankası tarafından hedef düzey belirlenmiş olup, bu tutar 11,3 Milyon EUR'dir. Fon varlığının Merkez Bankası tarafından belirlenen hedef düzeyi aşması halinde, gerekli istişari çalışmalar sonucunda Merkez Bankası tarafından alınacak kararla, Fon hedef düzeyini aşan kısmın üyelere oransal olarak geri dağıtılma ihtimali bulunmaktadır.

4.2.14 İspanya

İspanya'da banka dışı yatırım şirketlerini ve bankaları kapsamak üzere iki ayrı yatırımcı tazmin sistemi bulunmaktadır.¹¹²

FOGAIN (The compensation scheme for non-bank investment firms-Fondo General de Garantia de Inversiones), bankaların haricindeki yatırım şirketlerinin üye olduğu tazmin sistemi olup 2001 yılında kurulmuştur. FOGAIN, özel bir şirket statüsünde yapılandırılmış olup, düzenleyici otorite olan CNMV'den (The Comision Nacional del Mercado de Valores) özerk fakat CNMV'nin denetimi altında faaliyet sürdürmektedir. FOGAIN'in sermayesi, üye yatırım şirketlerinin tamamı arasında Fon'a ödenen aidatlar oranında paylaştırılmıştır.

¹¹² Law 37/1998 modifying the Law 24/1988 of July 28th (the Securities Market Law)

Diğer bir tazmin sistemi olan FGD's (Three Deposit Guarantee Funds) üç ayrı fondan oluşmaktadır.

1- Deposit Guarantee Fund of Banks Institutions

2- Deposit Guarantee Fund of Savings Banks

3- Deposit Guarantee Fund of Credit Cooperatives

Yukarıda belirtilen üç fon, bir yan kuruluş olan "The Society" tarafından merkezi olarak yönetilmektedir.

Menkul Kıymet Piyasaları Kanunu'nda tanımlanmış olan yatırım şirketleri ve diğer kuruluşlar FOGAIN'e üye olmak zorundadırlar.

FOGAIN ve FGD's yatırımcı başına 20.000 EUR koruma sağlamaktadır. Yatırımcı taleplerinin tamamı maksimum 20.000 EUR'ye kadar karşılanmaktadır.

FOGAIN üyelerinden ex-ante sisteme göre, çeşitli unsurlar üzerinden yıllık olarak ödenti tahsil etmektedir. Zaman içerisinde üyelerden toplanan aidatlar ile birikmiş bir Fon varlığı oluşmuştur. Ancak belirtilmiş kesin bir olması gereken hedef düzey bulunmamaktadır.

4.2.15 İsveç

Yatırımcı tazmini konusundaki AB düzenlemelerinin 1999 yılında İsveç yasalarına uyarlanması ile İsveç Yatırımcı Tazmin Sistemi (Investerskyddet) kurulmuştur¹¹³.

İsveç Yatırımcı Tazmin Sistemi, Mevduat Garanti Kurulu tarafından yönetilmektedir. Kurul, Maliye Bakanlığı'nın denetimi altında bir kamu otoritesi olup, aynı zamanda İsveç Mevduat Garanti Fonu'nun yönetiminden de sorumludur.

Yatırım şirketleri ve bankaların Yatırımcı Tazmin Sistemi'ne katılımı, İsveç Finansal Denetim Otoritesi (The Swedish Financial Supervisory Authority-FSA-Finansinspektionen) tarafından düzenlenmiştir.

¹¹³ Act on Investor Compensations Scheme (Lag (1999:158) om investerarskydd),

FSA tarafından menkul kıymet işlemleri konusunda lisans verilen tüm şirketler otomatik olarak Yatırımcı Tazmin Sistemi'nin üyesi olurlar ve aidat öderler. Mevduat kabul eden bankalardan da menkul kıymet işlemi yapmak üzere yetkilendirilenler Yatırımcı Tazmin Sistemi'ne katılırlar.

Fon, yatırımcı taleplerinin tamamını maksimum koruma limiti olan 250.000 SEK'e kadar (Yaklaşık 27.000 EUR) tazmin etmektedir.

Fon'a üye kuruluşlar, her yıl Fon'un idari giderleri için aidat ödemekle yükümlüdürler. Tazmin giderleri için ise ex-post sistemi temelinde aidat toplanmaktadır. Dolayısıyla Fon'un birikmiş bir varlığı bulunmamaktadır.

İsveç Yatırımcı Tazmin Sistemi'nin 1999 yılından itibaren 2006 yılına kadar tazmine konu herhangi bir olay vuku bulmamış olup, 2006 yılında ilk defa iflas eden bir menkul kıymetler şirketinin yatırımcılarına yaklaşık olarak 100 milyon İsveç Kronu ödemedede bulunulmuştur.

AB ülkelerinin yatırımcı tazmin sistemlerine ilişkin karşılaştırmalı tablo bir sonraki sayfada yer almaktadır.

AB ÜLKELERİ	KRİTERLER			
	KANUNİ YAPI	KATILIM	KORUMA KAPSAMI	TAZMİN TUTARI
AVUSTURYA	Özel Hukuk Tüzel Kişisi	En az bir Fona katılım zorunlu	%100 ve %90 koruma sağlıyor	20.000 € 18.000 €
BELÇİKA	Bağımsız İdari Otorite	Zorunlu	%100 koruma sağlıyor.	20.000 €
DANİMARKA	Özel Hukuk Tüzel Kişisi	Zorunlu	%100 koruma sağlıyor.	20.000 €
FİNLANDİYA	Üyeler tarafından kurulan konsorsiyum	Zorunlu	% 90 koruma sağlıyor.	20.000 € 70.000 €
FRANSA	Özel Hukuk Tüzel Kişisi	Zorunlu	%100 koruma sağlıyor.	140.000 €
ALMANYA	Özel Federal Fon	Zorunlu	% 90 koruma sağlıyor.	20.000 €
YUNANİSTAN	Kamu Hukuk Tüzel Kişisi	Zorunlu	%100 koruma sağlıyor.	30.000 €
İRLANDA	Limited Şirket	Zorunlu	% 90 koruma sağlıyor.	20.000 €
İTALYA	Özel Hukuk Tüzel Kişisi	Zorunlu	%100 koruma sağlıyor.	20.000 €
LUXEMBURG	Kar amacı gütmeyen bir kuruluş	Zorunlu	%100 koruma sağlıyor.	20.000 €
HOLLANDA	Merkez Bankası tarafından yönetilir.	Zorunlu	%100 koruma sağlıyor.	20.000 €
PORTEKİZ	Halka açık idari ve mali özerkliğe sahip	Zorunlu	%100 koruma sağlıyor.	25.000 €
İSPANYA	Özel Hukuk Şirketi	Zorunlu	%100 koruma sağlıyor.	20.000 €
İSVEÇ	Kamu Hukuk Tüzel Kişisi	Zorunlu	%100 koruma sağlıyor.	27.500 €
İNGİLTERE	Özel Hukuk Şirketi	Zorunlu	%100 ve %90 koruma sağlıyor	72.000 €

Kaynak:

Description and assessment of the national investor compensation schemes established in accordance with Directive 97/9 EC

January/2005 Oxera

**V) YATIRIMCI KORUMA FONU MEVZUATININ AVRUPA BİRLİĞİ
İLE UYUMLU HALE GETİRİLMESİ ÇERÇEVESİNDE
YAPILMASI GEREKEN DEĞİŞİKLİKLER**

5.1 Koruma Kapsamı Genişletilmelidir

Mevcut düzenlemelerimiz çerçevesinde Fon tarafından karşılanacak yükümlülükler;

- i) Sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemleri nedeniyle hisse senedi işlemlerinden doğan ve gerçek ve tüzel kişi yatırımcı tarafından satılmak, saklanmak, yönetilmek, virman edilmek, ödünç işlemlerine konu edilmek üzere veya diğer nedenlerle aracı kuruluşlara tevdi edilen veya müşteri emrine istinaden alınan *hisse senetlerinden*,
- ii) Yatırımcı tarafından hisse senedi satın alınmak üzere veya satın alınan hisse senetleri karşılığında tevdi edilen nakit ya da gerçek ve tüzel kişi yatırımcıya ait hisse senedinin satılmasından sağlanan nakitten,

oluşmaktadır. Buna karşı AB düzenlemeleri çerçevesinde koruma kapsamı yatırımcılara ait olan ve onların hesabına tutulan paranın geri ödenmesi veya yatırımcılara, onlara ait olan ve yatırım işi ile bağlantılı olarak onların hesabına elde tutulan, yönetilen veya işletilen yatırım araçlarının iade edilmesini kapsayacak şekilde genişletilmelidir.

Bu bağlamda;

- (a) Devredilebilir menkul kıymetler,
- (b) Para piyasası araçları,
- (c) Kolektif yatırım kuruluşlarının katılma belgeleri,
- (d) Menkul kıymet, yabancı para, faiz oranı ya da getiriye veya diğer türev araçlar, finansal göstergeler veya finansal ölçülere dayalı, fiziksel (fiziki teslimatı)veya nakdi olarak uzlaşması yapılabilen, opsiyonlar, vadeli işlem

sözleşmeleri, swap (swap sözleşmeleri), vadeli oran/fiyat anlaşmaları ve diğer türev araç sözleşmeleri,

(e) (Temerrüt sebebinden ya da diğer fesih halleri dışında) nakdi olarak uzlaşma yapılması gereken veya taraflardan birinin seçimi üzerine nakdi olarak uzlaşması yapılabilen, mala dayalı, opsiyonlar, vadeli işlem sözleşmeleri, swap (swap sözleşmeleri), vadeli oran/fiyat anlaşmaları ve diğer türev araç sözleşmeleri,

(f) Düzenlenmiş bir piyasada ve/veya MTF'de işlem görmesi kaydıyla, fiziki uzlaşması (sözleşmeleri) yapılabilen, mala dayalı, opsiyonlar, vadeli işlem sözleşmeleri, swap (swap sözleşmeleri), ve diğer türev araç sözleşmeleri,

(g) Yukarıda (vi) kapsamında belirtilmeyen fiziki teslimatı yapılabilen ve ticari amaçlı olmayan, diğer hususlar yanında resmi olarak onaylanmış takas kurumlarınca takas edildiği ya da düzenli teminat tamamlama çağrılarında tabi olduğu hususları dikkate alınarak diğer finansal türev araçların özelliklerine sahip olan, mala dayalı, opsiyonlar, vadeli işlem sözleşmeleri, swap (swap sözleşmeleri), vadeli işlemler ve diğer türev araç sözleşmeleri,

(h) Kredi riskinin transferine yönelik türev araçlar,

(i) Farklılıklar üzerine finansal sözleşmeler,

(j) (Temerrüt sebebinden ya da diğer fesih halleri dışında) nakdi olarak uzlaşma yapılması gereken veya taraflardan birinin seçimi üzerine nakdi olarak uzlaşması yapılabilen, iklim değişkenleri, nakliye ücretleri, emisyon ödenekleri veya enflasyon oranları veya diğer resmi ekonomik istatistiklere dayalı, opsiyonlar, vadeli işlem sözleşmeleri, swap (swap sözleşmeleri), vadeli oran/fiyat anlaşmaları ve diğer türev araç sözleşmeleri ile diğer hususlar yanında düzenlenmiş bir piyasada veya Alternatif İşlem Kanallarında¹¹⁴ (Multilateral Trading Facilities) işlem gördüğü, resmi olarak onaylanmış takas kurumlarınca takas edildiği ya da düzenli teminat tamamlama çağrılarında tabi olduğu hususları dikkate alınarak diğer finansal türev araçların özelliklerine sahip olan, bu Bölümde belirtilmeyen varlığa, haklara, yükümlülöklere, göstergelere veya ölçölere dayalı diğer türev araç sözleşmeleri,

¹¹⁴ Alternatif işlem sistemleri (Alternative Trading Systems-ATS) elektronik ortamda alıcı ve satıcıları bir araya getiren sistemlerin genel adıdır. ATS'ler, eşleştirme sistemlerini, emir iletim sistemlerini ve elektronik iletişim ağlarını (Electronic Communication Networks-ECN) kapsamaktadır. ECN'ler ise ATS'lerin bir alt kümesi olup yatırımcıların elektronik ortamda emir girebilmelerini ve başka bir aracıya gerek olmaksızın işlem yapmalarını sağlamaktadır (bkz. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Gündem sayı 18).

Fonun koruma kapsamına dahil edilmelidir. Söz konusu araçlara ilişkin açıklamalar aşağıdadır.

5.1.1 Devlet Tahvili/Hazine Bonosu:

Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) işlemleri, Devlet tarafından ihraç edilmelerinden dolayı, diğer sermaye piyasası araçlarından farklı bir düzenlemeye tâbi tutulmuştur. DİBS piyasasına ilişkin esaslar temel hatlarıyla Hazine Müsteşarlığı ve T.C Merkez Bankası tarafından belirlenmiştir.

5.1.1.1 Tahvil ve Bono Piyasasına İlişkin Esaslar

Tahvil ve Bono Piyasası'nda T.C. Merkez Bankası ile banka ve aracı kurumlar işlem yapabilmektedirler. Banka ve aracı kurumlar müşterileri ile gerçekleştirdikleri işlemleri kendi portföylerinden borsa dışında karşılamakta olup, İMKB'de gerçekleştirilen işlemler banka ve aracı kurumların kendi nam ve hesabına gerçekleştirdikleri işlemlerden oluşmaktadır.

5.1.1.2 Piyasa İşlemleri

i) Birinci El Piyasa İşlemleri

DİBS'lerin birinci el piyasa işlemleri borsa dışında gerçekleştirilmektedir. İkinci el piyasa işlemleri ise, borsa dışında gerçekleştirilebileceği gibi İMKB bünyesinde bulunan Tahvil ve Bono Piyasasında da gerçekleştirilmektedir. Devlet İç Borçlanma Senetleri, Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmekte olup, ihraca ilişkin işlemler ise, Hazine Müsteşarlığı adına T.C. Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilmektedir. DİBS'ler fiziki olarak basılmamakta, işlemler TCMB tarafından kaydi olarak yürütülmektedir. İhalede alınan DİBS'ler EMKT sistemi kullanılarak Bankaların depo hesaplarına aktarılmaktadır. Bankalar bu DİBS'leri başka bankalara satmaları halinde yine EMKT sistemini kullanarak alıcı hesabına aktarmaktadırlar.

Bu çerçevede, DİBS'lere ilişkin birinci el piyasa işlemleri İMKB bünyesinde yapılmamakta olup, borsa dışında ve TCMB sistemleri kullanılarak yürütülmektedir. İhraç edilen DİBS'ler, İMKB Kotasyon Yönetmeliğindeki istisnadan¹¹⁵ yararlanarak ücretsiz olarak İMKB kotuna alınmakta olup, bu şekilde DİBS'lerin İMKB bünyesindeki ikinci el işlemleri başlamış olmaktadır.

¹¹⁵ İMKB Kotasyon Yönetmeliği Madde 21

ii) İkinci El Piyasa İşlemleri

Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen DİBS'lerin, ihraç sonrasında ikinci el işlemleri, TC Merkez Bankası, bankalar ve aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilmekte olup, söz konusu işlemler, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası ile Tezgah Üstü Piyasa olarak nitelendirilen bankalar ile aracı kurumların kendi aralarında ve/veya müşterileriyle yaptıkları işlemleri ifade eden borsa dışı piyasada yapılmaktadır. Aracı kurumların borsa dışı işlemleri daha çok müşterileri ile yaptıkları işlemleri kapsadığı halde, bankalar hem birbirleri hem de müşterileri ile borsa dışı alım satım işlemleri yapmaktadırlar. Diğer taraftan, banka ve aracı kurumlar tarafından İMKB'de işlem gören veya İMKB kaydında olan menkul kıymetler ile ilgili olarak İMKB dışında yapılan alım satım işlemlerinin İMKB'ye tescil ettirilmesi gerekmektedir¹¹⁶.

DİBS'ler ikinci el piyasada, kesin alım satım ve repo-ters repo işlemlerine konu olmaktadır. Kesin alım satım işlemlerinde DİBS'lerin mülkiyeti, bedeli karşılığında kesin olarak alıcı tarafa geçmektedir. Ayrıca, kesin alım satım ve/veya repo-ters repo işlemlerinde menkul kıymet teslimi yapılmamakta, banka ve aracı kurumlar makbuz niteliğindeki belgeler vermektedirler.

5.1.1.3 Takas İşlemleri

i-İMKB Tahvil ve Bono Piyasası İşlemlerinin Takası

Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem gören menkul kıymetlerin takası Takasbank tarafından gerçekleştirilmektedir. Piyasada işlem yapmak isteyen banka ve aracı kurumların Takasbank nezdinde hesap açtırmaları gerekmektedir. Piyasada gerçekleştirilen işlemlere ilişkin nakit borçlar Tahvil Takas Borcu Hesabı, DİBS yükümlülükleri ise Menkul Kıymetler Depo Hesabı kullanılarak yerine getirilmektedir¹¹⁷.

ii-Borsa Dışı İşlemlerin Takası

Borsa dışında gerçekleştirilen DİBS kesin alım satımlarının takası ile ilgili olarak özel bir düzenleme bulunmamakla birlikte repo işlemlerinin takası

¹¹⁶ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Tahvil Ve Bono Piyasası Yönetmeliği Madde 26

¹¹⁷ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Tahvil Ve Bono Piyasası Yönetmeliği Madde 21

konusunda özel düzenlemeler mevcuttur. Bankalar kendi aralarındaki işlemlerin takasında EFT ve EMKT sistemlerini kullanmaktadırlar.

5.1.1.4 Saklama İşlemleri

DİBS işlemlerinin saklama sisteminde çeşitli sorunlar bulunmakta olup, en önemli sorun yeterli hukuki altyapı oluşturulmadan DİBS'lerin fiilen kaydi sistemde izlenmesidir. Diğer bir sorun, hisse senetlerinde olduğu gibi bir saklama kuruluşu bulunmayışıdır. Ayrıca, T.C. Merkez Bankası nezdinde DİBS'lerin nasıl saklanacağı konusunda bir düzenleme bulunmamakta olup, müşterilere ait DİBS'lerin nasıl saklanacağı da belirsizdir.

Mevcut saklama sisteminde, kesin alım-satım ve repo işlemlerine konu olan DİBS'ler T.C. Merkez Bankası nezdinde toplu olarak izlenmektedir. DİBS'lere ilişkin olarak gerek İMKB nezdinde gerekse borsa dışında yapılan işlemlerde, işleme konu menkul kıymetlerin fiziken basılı olmaması ve bu nedenle yatırımcıya fiziken teslimi mümkün olmadığından, DİBS'ler işlemi yapan aracı kurum veya banka adına T.C. Merkez Bankası ya da Takasbank nezdinde kaydi olarak izlenmektedir.

Aracı kurumlar adına saklanan menkul kıymetler, Takasbank'ın T.C. Merkez Bankası nezdindeki depo hesabında izlenmekte olup, her bir aracı kuruma ait tutarlar ancak Takasbank kayıtlarından görülebilmektedir. Bankaların depo hesapları ise doğrudan doğruya T.C. Merkez Bankası nezdinde tutulmaktadır. Dolayısıyla aracı kurum ve bankaların müşterilerine ait DİBS'ler, Takasbank ve T.C. Merkez Bankası nezdindeki depo hesaplarında toplu olarak izlendiğinden, söz konusu menkul kıymetlerin var olup olmadığının tespiti ancak banka veya aracı kurum nezdinde yapılacak yerinde inceleme ile yapılabilecektir.

5.1.2 Tahvil ve Bono Piyasasında Karşılaşılan Riskler ve Sorunlar

5.1.2.1 Saklama İşlemleri ile İlgili Karşılaşılan Sorunlar

DİBS'lerin saklaması ile ilgili en önemli sorun, aracı kurum ve bankaların gerek kendilerine gerekse müşterilerine ait DİBS'lerin T.C. Merkez Bankası nezdindeki hesaplarda kurumlar itibariyle kayden izlenmekte olduğu, bununla birlikte hesaplarda müşteri detayı bulunmamasıdır. Dolayısıyla bir banka veya aracı kurumun kendi portföyünden müşterilerine Devlet İç Borçlanma Senedi

satması halinde T.C. Merkez Bankası nezdindeki depo hesaplarında herhangi bir değişiklik gerekmemekte, DİBS'lerin sahipliği ile ilgili kayıtlar banka veya aracı kurumun kendi muhasebe sisteminde yapılan değişikliklerle oluşturulmaktadır. Dolayısıyla, aracı kurum ya da banka tarafından yapılan işlemler T.C. Merkez Bankası'na bildirilmediği takdirde, izinsiz DİBS satışlarının tespit edilmesi mümkün değildir.

Mevcut sistemde aracı kurumların ve bankaların müşterileri ile yaptıkları kesin alım-satım işlemleri, müşteri detayında izlenememektedir. Diğer taraftan, ilgili aracı kurum ya da bankanın kayıtlarının doğru olmaması durumunda yerinde incelemeden dahi sonuç alınamayacaktır. Bu durumda kesin bir tespit yapabilmek için aracı kurum ya da bankanın işlem yaptığı bütün müşterilere ulaşılması gerekmektedir.

Bir yatırımcı, aracı kurum ya da banka ile DİBS alım-satım işlemi yaptığı takdirde, DİBS'lerin fiziki olarak basılmaması nedeniyle, söz konusu kurumlar tarafından kendisine verilen ve yapılan işlemi gösteren bir makbuza sahip olacaktır. Bu durumda yatırımcı tarafından, yapılan işlemin doğruluğu kontrol edilemeyecektir. Devlet İç Borçlanma Senetlerinde de hisse senetlerinde olduğu gibi müşteri ismine saklama yöntemi uygulanması, saklamadan kaynaklanan sorunların giderilmesinde önemli bir adım olacaktır.

5.1.2.2 Denetim ve Gözetim Sorunları

Devlet İç Borçlanma Senetlerinin, Hazine Müsteşarlığı, T.C. Merkez Bankası, Sermaye Piyasası Kurulu ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu tarafından denetim ve gözetiminde ortaya çıkan karmaşık yapı, bankalar tarafından yapılan DİBS işlemlerinde sorun ortaya çıkarmaktadır. Bu sorun, DİBS işlemlerinin yatırımcı bazında izlenememesi ile birleşince karşılıksız DİBS işlemlerinin yapılması ve bunun denetiminin güçlüğü bir sistem sorunu olarak ortaya çıkmaktadır.

Herhangi bir aracı kurum ya da banka tarafından karşılıksız DİBS işlemi gerçekleştirildiği takdirde, bu işlemler T.C. Merkez Bankası'na bildirilmeyeceğinden dolayı, T.C. Merkez Bankası nezdindeki depo hesaplarında herhangi bir hareket görülmeyeceğinden dolayı söz konusu suiistimalli işlemin tespiti ancak yerinde denetimle mümkün olabilecektir.

DİBS işlemlerinin müşteri bazında izlenmemesi; toplu izlemenin yapıldığı TCMB depo hesaplarıyla, müşteri bazında kayıtların tutulduğu Banka kayıtlarının karşılıklı kontrolünü sağlayan bir mekanizmanın bulunmaması; denetim ve gözetim yapısındaki karmaşık yapı özellikle bankaların gerçekleştirdiği DİBS işlemlerinin izlenmesi bakımından güvenli olmayan bir yapıyı ortaya çıkarmaktadır.

5.1.2.3 Kaydileştirme Sorunu

SPK'nun 10/A maddesine dayanılarak kurulan MKK'nın görev ve yetkileri arasında "Sermaye piyasası araçlarını ve bunlara bağlı hakları, bilgisayar ortamında üyeler ve hak sahipleri itibarıyla kayden izlemek" yer almaktadır.

Bu çerçevede, hisse senetleri İMKB de işlem gören ortaklıklara ilişkin paylar 28.11.2005 tarihinden itibaren MKK tarafından kayden izlenmeye başlanılmıştır. Bu tarihten sonra halka açılmalar, yeni ihraçlar ve sermaye artırımlarının tamamı kaydi olarak yapılmıştır.

Yatırım Fonlarında ise 25.04.2005 tarihinde iki pilot fona ait katılma belgelerinin hak sahibi bazında Merkezi Kaydi Sistem (MKS)'de kaydileştirilmesiyle başlayan süreç, Kurul'un almış olduğu kararlar doğrultusunda öncelikle likit harici fonlar ve ardından likit fonlar için olmak üzere her bir fonun ayrı ayrı kaydileştirilmesi sonucunda 31.03.2006 tarihinde tamamlanmıştır.

Devlet iç borçlanma senetlerinde de, hisse senetlerinde olduğu gibi müşteri ismine saklama sistemine geçilerek kaydileştirme gerçekleştiği takdirde, fiilen uygulanan kaydi sistemin eksiklikleri giderilecek ve DİBS'lerin aracı kurum ve bankalardan kaynaklanan risklere karşı korunması ve yatırımcıların koruma altına alınabilmesi gerçekleştirilecektir.

5.1.3 AB Düzenlemelerine Uyum Çerçevesinde Yapılması Gerekenler

Devlet tahvili ve hazine bonosu, para ve sermaye piyasası araçları olup, Yatırımcıları Koruma Fonu'nun mevcut uygulamasında koruma kapsamı dışındadır. Avrupa Birliği'nin 10 Mayıs 1993 tarihli, 93/22/EEC sayılı Yatırım Hizmetleri Hakkındaki Direktif'inde ise her türlü devredilebilir menkul kıymetler ve para piyasası araçları koruma kapsamındaki araçlar içerisinde belirtilmiştir. Avrupa Birliği'ne uyum çerçevesinde Fon'un koruma kapsamının, devlet tahvili ve

hazine bonosunu da içerecek şekilde genişletilmesi gerekmektedir. Bu durumda, kaynak oluşturmak üzere, aracı kurum ve bankalardan yıllık ödenti alınması için düzenleme yapılması gerekecektir.

Banka ve aracı kurumlar, İMKB bünyesi dışında yaptıkları kesin alım-satım işlemlerini İMKB'ye tescil ettirmekle yükümlüdürler. Söz konusu kuruluşlar, müşteri ve portföy bazında bildirimde bulunmaktadırlar. Müşteri bazında yapılan bildirimler "M" kodu ile yapılan bildirimler olup, işlemlerin muhatabı gerçek kişiler olabileceği gibi, tüzel kişiler (şirketler, leasing, factoring kuruluşları v.b.) de olmaktadır.

Ayrıca, banka ve aracı kurumlar tarafından İMKB dışında yapılan işlemlerin, İMKB'nin belirlediği şartlarla İMKB'ye tescil ettirilmesi zorunlu olmakla birlikte, söz konusu husus kurumların inisiyatifine bırakılmıştır. Banka ve aracı kurumların İMKB dışında yaptıkları işlemlerden herhangi bir nedenle İMKB'ye bildirilmeyen işlemler hesaplamaların dışında kalabilecektir.

Diğer yandan, AB ile uyumlu mevzuat ile bu mevzuatın uygulanmasına imkan veren gerekli alt yapının oluşturulması amacıyla 2005-2007 döneminde öngörülen çalışmalar arasında, hisse senetleri ve yatırım fonları ile birlikte Devlet İç Borçlanma Senetlerinin de MKK bünyesinde kaydileştirilerek müşteri bazında saklanacağı ve izleneceği yer almaktadır. Söz konusu uygulama gerçekleştirildiği takdirde, işlem hacmi verileri sağlıklı bir şekilde elde edilebilecektir.

Yıllık ödentilerin hesaplanması ile ilgili olarak, aracı kurum ve bankaların yıllık işlem hacimleri/ciroları üzerinden belli bir yüzde uygulanmak suretiyle, yıllık kâr tutarı üzerinden belli bir yüzde uygulanmak suretiyle yada koruma kapsamında bulunan para ve sermaye piyasası araçları üzerinden aracı kuruluşun toplam portföy değeri üzerinden ödenti belirlenebilecektir. Bu uygulamada, riskli kurumlardan daha fazla ödenti alınmasını sağlayacak şekilde, bankalar için sermaye yeterlilik rasyosu, aracı kurumlar için sermaye yeterliliği tabanı gibi oranlar kullanılarak risklilik düzeylerine göre sınıflandırmalar yapılabilir.

5.1.2 Repo / Ters Repo

5.1.2.1 Repo ve Ters Repo Pazarına İlişkin Esaslar

Repo, sermaye piyasası araçlarının belli bir vadede geri alma taahhüdüyle satımıdır. Ters repo ise menkul kıymetlerin belli bir vadede geri satım taahhüdüyle alımı işlemlerini ifade etmektedir.

Ülkemizde repo işlemleri, devlet iç borçlanma senetleri üzerinden yapılmaktadır. Repo işlemlerini Sermaye Piyasası Kurulu'ndan yetki belgesi almış banka ve aracı kurumlar yapabilmektedir.

İMKB'de faaliyet gösteren aracı kuruluşlar, Mayıs/2007 tarihi itibarıyla aşağıya çıkarılmıştır¹¹⁸.

İMKB'DE FAALİYET GÖSTEREN ARACI KURULUŞLAR					
Yıl	Piyasa Adı	Aracı Kurum	Yatırım ve Kalkınma Bankası	Ticari Banka	Toplam
2007/05	Hisse Senetleri Piyasası	104	0	0	104
	Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı	91	11	29	131
	Tahvil ve Bono Piyasası Repo-Ters Repo Pazarı	64	11	28	103
	Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası Uluslararası Tahvil Pazarı	91	11	29	131

Repo işlemlerinde vade, menkul kıymetin itfa tarihini aşmamak koşuluyla, serbestçe belirlenmektedir. Repo işlemlerinde vade sonu işgünü olarak seçilip faiz oranı taraflarca belirlenmektedir.

Portföy yöneten mali aracı kuruluşlar menkul kıymet stoklarını finanse etmek için gerekli fonların önemli bir bölümünü repo işlemlerinden sağlarken; mali olmayan ekonomik birimler de (ticari işletmeler, şahıslar vb.) bu yöntemle kısa süreli nakit fazlalarını değerlendirebilme imkanı bulmaktadırlar. Anlaşma ile taraflar arasında el değiştiren ve repo konusu olan menkul kıymetlerin başlıca

¹¹⁸ Veriler İMKB web sayfasından alınmıştır. <http://www.imkb.gov.tr/uyeler/uyeler.htm>

özelliği, borç veren açısından güvence taşınması ve genelde Devlet İç Borçlanma Senetleri'nden oluşması nedeniyle risk unsuru taşınmamasıdır.

İMKB üzerinden yapılan işlemlerde karşılık gösterme zorunluluğundan dolayı yapılan repo işleminde teminat riski söz konusu olmazken; bankalarda bu garanti bankanın güvenilirliğine bağlı olmaktadır.

Repo-Ters Repo Pazarı, sabit getirili menkul kıymetlerin geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alımını organize piyasa koşulları içinde güvenli bir şekilde gerçekleştirmek amacıyla açılmıştır.

Aracı kuruluşlar repo işlemlerini daha çok İMKB bünyesindeki Repo-Ters Repo Pazarı'nda yapmalarına rağmen İMKB'nin kendilerine tanınan limitleri yetersiz geldiğinde işlemleri özel bir düzenlemeye tabi olmaksızın kendi aralarında yapmayı tercih etmektedirler.

Tüm ikincil piyasalarda olduğu gibi bu piyasada da ancak "line"ı olan bankalarla ve "line" limitleri dahilinde işlem yapılabilmektedir. Bu piyasada işlemler telefonla pazarlık ya da bilgi dağıtım firmalarının dialing imkanlarından faydalanılarak yapılmaktadır.

Banka ve aracı kurumlar tarafından İMKB'de işlem gören veya İMKB kaydında olan menkul kıymetler ile ilgili olarak İMKB dışında yapılan alım-satım işlemlerinin İMKB'nin belirlediği şartlarla İMKB'ye tescil ettirilmesi zorunludur. Repo satışlarında başlangıç valörü, ters repo satışlarında ise bitiş valöründen itibaren 31 gün içerisinde bildirim yapılmaktadır. Repo işlemlerindeki borsa payı, repo tutarı üzerinden hesaplanır. Söz konusu hesaplamada her bir üye, bir alış ve satış yapmış sayılır ve borsa payı hesabı buna göre yapılır.

5.1.2.2 Pazarlarda İşlem Görecek Menkul Kıymetler

Repo Ters Repo Pazarı'nda devlet tahvilleri ile hazine bonolarının geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri yapılır¹¹⁹.

Repo-Ters Repo Pazarı'nda özelliklerine göre gruplandırılmış menkul kıymetler üzerinde işlem yapılır. Emir girişi sırasında repo karşılığı teslim edilmek istenen ya da ters repo işlemi karşılığı teslim alınmak istenen menkul kıymet grubu belirtilir ancak menkul kıymet belirtme imkanı yoktur.

Bu menkul kıymet grupları ve içerecekleri menkul kıymetler aşağıdaki gibi belirlenmiştir:

¹¹⁹ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Tahvil Ve Bono Piyasası Yönetmeliği Madde 5

S: YTL ödemeli devlet iç borçlanma senetleri

K: Döviz ödemeli devlet iç borçlanma senetleri

5.1.2.3 Bankalararası Repo Piyasası

Aracı kuruluşların işlemlerini genelde İMKB Repo-Ters Repo Piyasasında gerçekleştirmelerine rağmen, kendilerine tanınan limitlerin yetersiz olması durumunda veya para transferinde saat sorunu yaşandığında, kendi aralarında özel bir düzenlemeye tabi olmadan işlem yapabildikleri piyasadır. Bu piyasada oranlar genelde İMKB Repo-Ters Repo pazarında gerçekleşen oranlar baz alınarak tespit edilir.

Ülkemizde sabit getirili menkul kıymetler ikincil piyasalarında, hem tahvil ve bonolarda kesin alım-satım işlemleri, hem de repo-ters repo işlemleri yapılabilmektedir.

Kesin alım-satımlar ile repo-ters repo işlemleri organize İMKB piyasalarında yapılabildiği gibi, aracı kuruluşlarla müşteriler veya aracı kuruluşlar arasında da yapılabilmektedir. Ancak, bu işlemlerin de İMKB'ye tescil ettirilmesi, diğer bir deyişle kayda alınması, gerekmektedir.

5.1.2.4 Repo ve Ters Repo İşlemleriyle İlgili Sorunlar

Repo işleminde, aracı kurum ya da banka, kısa vadeli fon ihtiyacını karşılayabilmek için, portföyünde bulundurduğu DİBS'leri geçici bir süre için süre sonunda geri almak taahhüdüyle satmaktadır. Vade sonunda müşteriye anapara ve faizi ödenerek, DİBS'ler geri alınmaktadır. Bununla birlikte, Devlet İç Borçlanma Senetlerinin fiziki olarak basımı yapılmadığından, repo-ters repo işlemlerinde herhangi bir menkul kıymet teslimi yapılmamakta, banka ve aracı kurum muhasebe sistemlerinin ürettikleri makbuz niteliğindeki belgeler verilmektedir.

DİBS'lere ilişkin mevcut saklama sisteminde, repo işlemlerine konu olan DİBS'ler T.C. Merkez Bankası nezdinde toplu olarak izlenmektedir. T.C. Merkez Bankası mali tablolarında nazım hesaplar içerisinde gösterilen "Repo Bloke Hesabı" ile DİBS depo hesapları bu işlemlere konu DİBS'lerin izlendiği temel hesaplar olup, bu hesaplarda ilgili banka ve onun altında ISIN kodları ile sıralanmış DİBS'ler görülmektedir. Repo Bloke Hesabı müşteriler ile yapılan repo

işlemine konu DİBS'lerin izlendiği bir hesaptır ancak bu hesapta hangi müşteri ile ne tutarda repo yapıldığı görülememektedir. Bankaların müşterileri ile yaptıkları repo işlemlerine konu menkul kıymetler T.C. Merkez Bankası nezdinde toplu olarak ayrı bir depo hesabında izlenmektedir. Aracı kurumların müşterileri ile yaptıkları repo-ters repo işlemlerine konu menkul kıymetler ise, işlemin vadesi boyunca Takasbank nezdinde aracı kurumun kendi portföyünden ayrı bir hesapta toplu olarak izlenebilmektedir.

Dolayısıyla aracı kurum ve bankaların müşterilerine ait DİBS'ler, Takasbank ve T.C. Merkez Bankası nezdindeki depo hesaplarında toplu olarak izlendiğinden, bu menkul kıymetlerin varlığının tespiti, bir aracı kurum ya da bankanın müşterilerine karşılıksız repo yapıp yapmadığı ancak yerinde denetimle mümkün olabilecektir.

5.1.2.5 AB Düzenlemelerine Uyum Çerçevesinde Yapılması Gerekenler

Ters repo işlemleri, para piyasası araçlarından biri olup, Yatırımcıları Koruma Fonu'nun koruma kapsamı dışındadır. Avrupa Birliği'nin 10 Mayıs 1993 tarihli, 93/22/EEC sayılı Yatırım Hizmetleri Hakkındaki Direktif'inde ise para piyasası işlemleri koruma kapsamındaki araçlar içerisinde belirtilmiştir.

Avrupa Birliği'ne uyum çerçevesinde Fon'un koruma kapsamının, para piyasası araçlarından biri olan ters repo işlemini de içerecek şekilde genişletilmesi gerekmektedir.

Fon'un koruma kapsamı, ters repo işlemlerini de içerecek şekilde genişletildiği zaman, Fon'un gelirlerinin de artırılması, dolayısıyla ters repo işlemi yapan aracı kurum ve bankalardan yıllık ödenti alınması için düzenleme yapılması gerekecektir.

Ters repo işlem hacimleri üzerinden yıllık ödenti hesaplanabilmesi için, aracı kurum ve bankaların ters repo işlem hacmi verileri gerekmektedir. Banka ve aracı kurumlar, İMKB bünyesi dışında yaptıkları repo işlemlerini İMKB'ye tescil ettirmekle yükümlüdürler. Söz konusu kuruluşlar, müşteri ve portföy bazında bildirimde bulunmaktadırlar. Müşteri bazında yapılan bildirimler "M" kodu ile yapılan bildirimler olup, işlemlerin muhatabı gerçek kişiler olabileceği gibi, tüzel kişiler (şirketler, leasing, factoring kuruluşları v.b.) de olmaktadır.

Ayrıca, banka ve aracı kurumlar tarafından İMKB dışında yapılan işlemlerin, İMKB'nin belirlediği şartlarla İMKB'ye tescil ettirilmesi zorunlu olmakla birlikte,

söz konusu husus bankaların inisiyatifine bırakılmıştır. Banka ve aracı kurumların İMKB dışında yaptıkları işlemlerden herhangi bir nedenle İMKB'ye bildirilmeyen işlemler hesaplamaların dışında kalabilecektir.

Yukarıda açıklandığı üzere, banka ve aracı kurumların gerçek kişi müşterileri (küçük yatırımcı) ile yaptıkları repo işlem hacimlerinin elde edilmesine olanak bulunmamaktadır.

AB ile uyumlu mevzuat ile bu mevzuatın uygulanmasına imkan veren gerekli alt yapının oluşturulması amacıyla 2005-2007 döneminde öngörülen çalışmalar arasında, hisse senetleri ve yatırım fonları ile birlikte Devlet İç Borçlanma Senetlerinin de Merkezi Kayıt Kuruluşu bünyesinde kaydileştirilerek müşteri bazında saklanacağı ve izleneceği yer almaktadır. Söz konusu uygulama gerçekleştirildiği takdirde, işlem hacmi verileri sağlıklı bir şekilde elde edilebilecektir.

Yıllık ödentilerin hesaplanması ile ilgili olarak, aracı kurum ve bankaların yıllık işlem hacimleri/ciroları üzerinden belli bir yüzde uygulanmak suretiyle, yıllık kâr tutarı üzerinden belli bir yüzde uygulanmak suretiyle yada koruma kapsamında bulunan para ve sermaye piyasası araçları üzerinden aracı kuruluşun toplam portföy değeri üzerinden ödenti belirlenebilecektir. Bu uygulamada, riskli kurumlardan daha fazla ödenti alınmasını sağlayacak şekilde, bankalar için sermaye yeterlilik rasyosu, aracı kurumlar için sermaye yeterliliği tabanı gibi oranlar kullanılarak risklilik düzeylerine göre sınıflandırmalar yapılabilir.

5.1.3 Yatırım Fonu

5.1.3.1 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar

Yetkili kuruluşlarca, katılma belgesi karşılığında tasarruf sahiplerinden toplanan kaynakların, çeşitli sermaye piyasası araçlarına dengeli şekilde dağıtılarak verimlendirilmesini sağlayan kurumlara "Yatırım Fonu" denmektedir.

Fonlar, Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanuna dayanılarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkartılan Seri No: VII/10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği esaslarına göre kurulur ve işletilir. Fonların kuruluş ve işleyişine ilişkin tüm hususlar fon içtüzüğü'nde ayrıntılı şekilde yer alır. Tasarruf sahipleri isterlerse, incelemek üzere fon içtüzüğünü kurucudan talep edebilirler.

Yatırım fonları halktan topladıkları paralar karşılığı, hisse senedi, tahvil gibi sermaye piyasası araçlarından ve kıymetli madenlerden oluşan portföyleri

yönetirler. Her bir yatırımcı fonun sahip olduğu portföyün bir kısmını temsil eden katılma belgesini alarak fona ortak olurlar.

Yatırım fonları iki tipte kurulabilir. A Tipi ve B Tipi. A Tipi yatırım fonlarının portföylerinin en az aylık ortalama bazda, % 25'i Türk şirketlerinin hisse senetlerinden oluşur. B Tiplerinin portföylerinde böyle bir sınırlama yoktur.

5.1.3.2 Fon Türleri

Portföyü en az % 25 oranında hisse senedi içeren (A) ve hisse senedi içermesi zorunlu olmayan (B) Tipi genel ayırımının altında, fonların ağırlıklı olarak yatırım yaptığı kıymet türleri ile adlandırılan bir çok çeşidi vardır. Belli başlı fon türleri¹²⁰ aşağıda yer almaktadır.

Hisse Senedi Fonu :En az % 51'i Türk Hisse senetlerinden oluşur.

İştirak Fonu: En az % 51'i kurcusunun iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlere yatırılır.

Grup Fonu: En az % 51'i belirli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatırılır.

Sektör Fonu: En az % 51'i belirli bir sektörü oluşturan ortaklık menkul kıymetlerine yatırılır

Tahvil ve Bono Fonu Senetleri: En az % 51'i kamu ve/veya özel sektör borçlanma senetlerine yatırılır.

Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonu: En az % 51'i yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırılır.

Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu: En az % 51'i ulusal ve uluslararası borsalarda işlem görmekte olan altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşur.

Karma Fon: Portföyünün tamamı hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşur.

Likit Fon: Portföyünün tamamı vadesine 90 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarından oluşur.

¹²⁰ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Madde 5

Değişken Fon: Yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen portföylerdir

Endeks Fon: Baz alınan ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından uygun görülen bir endeksin, fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde ve portföyünün en az % 80'i devamlı olarak endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısımdan oluşmuş olan fondur.

Özel Fon: Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fon türüdür. Belirtilen fon türlerinden Likit Fon hariç diğer tüm fonlar A Tipi veya B Tipi olarak kurulabilir. Ancak uygulamada Tahvil ve Bono ile Yabancı Menkul Kıymet Fonu B Tipi, Değişken ve Karma Fonlar A ve B Tipi, diğer fon türleri ise A Tipi Fon niteliğinde kurulmaktadır. Dolayısıyla, örneğin, tek başına "Karma Fon" deyimini yeterli olmayıp " A Tipi Karma Fon" mu yoksa "B Tipi Karma Fon" mu olduğunun alım/satım sırasında belirtilmesi gerekir.

Borsa Yatırım Fonları: Katılma belgeleri borsa pazarlarında işlem gören, fonun oluşturulma sürecine doğrudan katılan yetkilendirilmiş katılımcıların fon portföyünün kompozisyonunu yansıtacak şekilde, portföyde yer alan menkul kıymet ve nakdi bir araya getirerek karşılığında fon katılma belgesi alabildiği ya da söz konusu kurumların en az asgari işlem birimine tekabül eden fon katılma belgelerini saklamacı kuruluşa iade edip karşılığında fonun içindeki menkul kıymetlerin payına düşen kısmını alabildiği, riskin dağıtılması ilkesi ve inanlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla kurulan malvarlığıdır.

5.1.3.3 Yatırım Fonu Yönetiminde Uyulması Zorunlu Kurallar

Yatırım fonlarının yönetiminde yatırımcıları korumaya yönelik olarak mevzuatın getirdiği birçok kısıtlama mevcut olup, fon kurucu ve yöneticileri bu kısıtlamalara uymak zorundadırlar. Bu kısıtlamaların önemlileri aşağıda belirtilmiştir¹²¹.

* Fon portföyüne, hiçbir şekilde rayiç değerinin üzerinde varlık satın alınamaz ve bu değer altında satış yapılamaz.

* Borsada işlem gören tüm varlıkların alım / satımlarının borsada yapılması zorunludur.

¹²¹ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Madde 41

* Bir yatırım fonunun portföy değerinin % 10'undan fazlası bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılmaz.

* Bir fon, açığa satış ya da kredili menkul kıymet alımı işlemi yapamaz. Yatırım fonlarının malvarlıkları rehnedilemez ve/veya devredilemez.

5.1.3.4 Yatırım Fonu Kurabilecekler

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiş esaslara uyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve Kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları Kurul'dan izin almak koşuluyla fon kurup yönetebilirler¹²². Buna göre bankalar aracı kurumlar, sigorta şirketleri, SSK, Emekli Sandığı, Bağkur, OYAK ve özel emeklilik kuruluşları fon kurup yönetebilmektedirler.

Kurucu, tüzel kişiliği olmayan fonun, riskin dağıtılması ve inancılı mülkiyet esaslarına göre belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetim, temsil ve saklanmasından sorumludur. Portföyün kurucu tarafından yönetilmiyor olması bu sorumluluğu kaldırmaz.

5.1.3.5 Yatırım Fonlarının Hesaplarının Tutulması ve Malvarlığının Muhafaza Edilmesi

Yatırım Fonlarının tüzel kişiliği olmamakla birlikte fon mal varlığı kurucunun mal varlığından tümüyle ayrıdır. Bu nedenle fonlar, tıpkı bir şirket gibi, gerekli kanuni defterleri tutmak, bilanço çıkarmak zorundadırlar. Fon mal varlığını oluşturan kıymetlerden tahvil, bono ve repolar Takasbank nezdinde; varsa, yabancı kıymetler uluslararası saklama kuruluşlarında muhafaza edilir.

Yatırım fonlarının bir önceki yılla karşılaştırmalı olarak düzenlenmiş bilanço ve gelir tablosu, fon portföy değeri tablosu ve fon toplam değeri tablosu ile bu tablolara ilişkin bağımsız denetçi raporları Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilir ve katılma belgelerinin alınıp satıldığı yerlerde müşterilere açıklanır. Fonların 6 aylık (Ocak-Haziran dönemi) bilanço ve gelir tablosu, fon portföy değeri tablosu ve fon toplam değeri tablosu ile bu tablolara ilişkin bağımsız

¹²² Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Madde 9

denetçi raporunun özeti ise katılma belgelerinin alınıp satıldığı yerlerde müşterilere açıklanır.¹²³

5.1.3.6 Yatırım Fonlarında Denetim

Yatırım fonunun kurucusu, her fon için belirli nitelikleri taşıyan en az bir denetçi atamak zorundadır¹²⁴. Yatırım fonları ayrıca, yapılacak bir sözleşme kapsamında 6 aylık ve yıllık olarak Bağımsız Dış Denetim şirketleri tarafından denetlenir. Yıllık denetim raporunun Sermaye Piyasası Kurulu'na gönderilmesi zorunludur. Kurul, yatırım fonlarını her zaman denetleme yetkisine sahiptir.

5.1.3.7 Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin Alım Satımı ve Saklanması

Katılma belgesi, belge sahibinin, kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup, kaydi değer olarak tutulur. İktüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi fonların katılma belgeleri menkul kıymet sayılır. Katılma belgesi, temsil ettiği değer tam olarak nakden ödenmesi şartıyla satılabilir. Katılma belgelerinin itibari değeri yoktur. Fon pay değeri, fon toplam değerinin tedavüldeki katılma belgelerinin kapsadığı pay sayısına bölünmesiyle elde edilir.

A tipi fonlarda ve likit fonlar dışındaki B tipi fonlarda, katılma belgesi alım-satımlarında iktüzük hükümleri uyarınca verilen alım-satım emirleri, emrin verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İktüzüklerinde hüküm bulunmak kaydı ile aynı gün içinde iki fiyat açıklanabilir.

Fon iktüzüğünde belirlenen esaslara göre hesaplanan pay değerleri, katılma belgelerinin alım-satım yerlerinde açıkça görülebilecek şekilde asılan ilanlarla duyurulur.

Katılma belgesi sahipleri, belgelerini fon iktüzüklerinde belirlenen esaslara göre fona iade etmek suretiyle paraya çevirebilirler. Ayrıca iktüzüğünde hüküm

¹²³ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Madde 46

¹²⁴ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Madde 12

bulunmak şartı ile kurucunun talebi ve borsanın uygun görmesi üzerine menkul kıymet niteliği verilen fonların katılma belgeleri borsada işlem görebilir.

Özel fon katılma belgeleri borsada işlem göremezler, bu katılma belgelerinden fona geri dönenler ancak başlangıçta içtüzükte belirlenen kişi ve kuruluşlara satılabilir.

İçtüzüklerinde hüküm bulunmak ve kuralları belirlenmiş olmak koşuluyla, likit fonlar dışında kalan fonlarda, katılma belgelerinin tasarruf sahipleri tarafından fona geri satımında elde tutma süresine göre komisyon uygulanabilir. Elde edilecek komisyon tutarı fona veya kurucuya gelir olarak kaydedilir.

5.1.3.8 Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin Satın Alınabileceği Yerler

Yatırım fonu katılma belgeleri, peşin bedelle olmak kaydıyla, yatırım fonunun kurucusundan, ya da fonun içtüzüğünde belirtilen, alım/satıma aracılık yetkisi verilmiş diğer kuruluşlardan alınıp satılabilir¹²⁵. Yetkisiz kurumlardan fon katılma belgesi alım satımı yasal düzenlemelere uygun düşmediği gibi yatırımcı yönünden zararlı sonuçlar da doğurabilir.

Yatırımcılar diledikleri zaman katılma belgelerini fona iade ederek bedellerini tahsil hakkına sahiptirler. Ancak, fon içtüzüğünde belirtilmiş bulunmak koşuluyla, bazı fon kurucuları fonun nakit düzenlemesini yapabilmek için iadelerde 1 veya 2 iş günlük ihbar süresi uygulayabilmektedir. Yatırımcı bu durumda, nakde çevirme talebini belirlenen iş günü kadar önce kurucuya bildirmek yükümlülüğündedir.

5.1.3.9 Fonun Sona Ermesi

Kurucunun iflası veya tasfiyesi halinde Kurul, fonu uygun göreceği başka bir kuruluşa tasfiye amacıyla devreder. Saklayıcı kurumun iflası halinde, kurucu fon varlığını Kurul'ca uygun görülecek başka bir kuruluşa devreder. Bu durumdan başka aşağıdaki nedenler de fonun sona ermesine yol açar¹²⁶.

a) Fon içtüzüğünde bir süre öngörülmüş ise bu sürenin sona ermesi,

¹²⁵ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Madde 37

¹²⁶ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Madde 53

- b) Fon süresiz ise kurucunun Kurul'un uygun görüşünü aldıktan sonra 6 ay öncesinden feshi ihbar etmesi,
- c) Kurucunun fon kurma koşullarını kaybetmesi,
- d) Kurucunun mali durumunun zayıflaması, fonun kendi maliyetlerini karşılayamaz durumda olması ve benzer nedenlerle fonun devamının yatırımcıların yararına olmayacağını Kurulca tespit edilmiş olması.

Ayrıca endeks fonlarda, ay sonları itibarıyla son üç aylık dönemde endeks fonun birim pay değeri ile baz alınan endeksin değeri arasındaki korelasyon katsayısının, fon içtüzüğünde belirtilen korelasyon katsayısının altına düşmesi halinde Kurul, sözkonusu fonun tasfiyesini veya türünün değiştirilmesini isteyebilir.

Fon mal varlığı, fon içtüzüğündeki ilkelere göre tasfiye edilir ve tasfiye bakiyesi katılma belgesi sahiplerine payları oranında dağıtılır. Fesih anından itibaren hiçbir katılma belgesi ihraç edilemez ve geri alınamaz.

5.1.3.10 Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin Takası, Saklanması, İzlenmesi ve Karşılaşılan Sorunlar

Fon portföyünde yer alan kaydileştirilmiş hisse senetleri MKK nezdinde izlenmekte olup, portföyü oluşturan diğer menkul kıymetler ile varlıklar her gün Takasbank'a ve Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirilmektedir.

Yatırım fonu portföyünü oluşturan varlıkların kötüye kullanılması suretiyle katılma belgesi sahiplerinin zarara uğramasını önlemek amacıyla fonun kurulması ve portföydeki varlıkların saklanması işlerinin ayrı kurumlar tarafından yapılması zorunlu hale getirilmiştir.

Katılma belgesi alan yatırımcıların kurucudan ve ayrı bir portföy yöneticisi var ise bu portföy yöneticisinden kaynaklanabilecek başlıca risk fon portföyünün değerinin, dolayısıyla da katılma belgesinin fiyatının yanlış belirlenmesidir. Bir başka önemli risk satılan katılma belgelerinin bedelinin fon havuzuna aktarılmamasıdır. Aynı şekilde fon portföyünü oluşturan varlıkları elden çıkararak bedelini fon havuzuna aktarmamak da bir diğer riski oluşturmaktadır. Her iki durumda da katılma belgesinin fiyatında önemli sapmalar olacağından Takasbank/MKK üzerinden işleyen mevcut izleme sistemi ile bunun farkedilmesi mümkündür.

Yatırım fonları ile ilgili bir diğer önemli risk, portföyün saklanması ve Fon varlığının kurucunun alacaklılarının taleplerine konu olmasından kaynaklanabilmektedir. Bunu önlemek amacıyla Sermaye Piyasası Kanunu'nda kurucu-fon malvarlığı ayrımı yapılmış, uygulamada da kurucu-saklayıcı-yönetici ayrımı yapılarak, menfaat çatışmaları ortadan kaldırılmıştır. Diğer yandan katılma belgelerine ilişkin daha yetkin bir koruma katılma belgelerinin MKK tarafından kaydedilmesi ile sağlanmıştır. Bu şekilde mevcut sistemde sadece kurucuda olan müşteri bilgileri, MKK nezdinde de tutulmakta ve her türlü izlemenin müşteri bazında yapılması mümkündür.

Diğer yatırım fonlarından farklı olarak emeklilik yatırım fonlarında fon payları Takasbank nezdinde yatırımcı bazında tutulmakta ve yatırımcıların, fon hesaplarında yatırıma yönlendirilecek katkı payı tutarı ile bunlara karşılık gelen pay sayılarını fon bazında izleme imkanı bulunmaktadır.

5.1.3.11 AB Düzenlemelerine Uyum Çerçevesinde Yapılması Gerekenler

Avrupa Birliği'nin 10 Mayıs 1993 tarihli, 93/22/EEC sayılı Yatırım Hizmetleri Hakkındaki Direktif'inde finansal araçlar içerisinde yer alan yatırım fonları, koruma kapsamında olması gereken araçlar içerisinde sayılmıştır.

Avrupa Birliği'ne uyum çerçevesinde Fon'un koruma kapsamının, Finansal araçlardan biri olan yatırım fonu işlemlerini de içerecek şekilde genişletilmesi gerekmektedir. SPKn'nun ve ilgili düzenlemelerin AB direktiflerine uyumlu hale getirilmesi gerekmektedir.

5.1.3.12 Ödenti Tespiti Sorunu

Fon mal varlığını oluşturan kıymetlerden tahvil, bono ve repolar Takasbank nezdinde; varsa, yabancı kıymetler uluslararası saklama kuruluşlarında muhafaza edilmektedir. Kaydedilmiş hisse senetlerine ilişkin kayıtlar ise MKK nezdinde tutulmaktadır.

Yatırım fonlarının bir önceki yılla karşılaştırmalı olarak düzenlenmiş bilanço ve gelir tablosu, fon portföy değeri tablosu ve fon toplam değeri tablosu ile bu tablolara ilişkin bağımsız denetçi raporları Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilmektedir. Bu bağlamda yatırım fonlarından alınacak yıllık ödenti tutarının

TTSG'de ilan edilen fon toplam değeri baz alınarak oransal olarak belirlenmesi uygun olup, yıllık ödenti tutarının karşılanacak riskin büyüklüğüne göre belirlenmesi risk gerçekleştiği zaman Fon varlığının yetersiz kalması ihtimalini azaltacaktır.

5.1.4 Türev Araçlar

5.1.4.1 Türleri

5.1.4.1.1 Finansal Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Futures)

Vadeli işlem sözleşmesi (futures), ileri bir tarihte, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergesi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni veya döviz alma veya satma yükümlülüğü getiren sözleşmedir.

Her vadeli işlem sözleşmesinde uzun ve kısa olmak üzere iki taraf vardır. Vadeli işlem sözleşmesinde uzun taraf dayanak malı teslim alma hak ve yükümlülüğüne sahip olan, kısa taraf ise bunu teslim etmekle yükümlü olan taraftır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'de, yatırımcıların her türlü zirai, sınai ve finansal kurumun risklerini yönetmesinde ihtiyaç duyacağı sözleşmelerin kote edilmesi planlanmaktadır. Bu aşamada Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasına; Döviz (USD/YTL-EURO/YTL), faiz (365 ve 91 günlük DİBS), hisse senedi endeksi (İMKB 30 endeksi), emtia (pamuk, buğday) sözleşmeleri kote edilmektedir.

5.1.4.1.2 Forward Faiz Sözleşmeleri

Forward sözleşme, belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergesi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve döviz alma veya satma yükümlülüğünü getiren sözleşmedir. Ekonomik anlamda vadeli işlem sözleşmesine çok benzemekte olup, borsalarda işlem görmemektedirler.

5.1.4.1.3 Faiz, Döviz ve Hisse Senedi Swap Sözleşmeleri

Swap, önceden belirlenmiş bir formüle ve vadelere göre, iki veya daha fazla taraf arasında gerçekleşecek olan nakit akışının mübadelesini sağlayan, özel olarak hazırlanmış sözleşmedir. Günümüzde, borçlanma senetlerine ve dövizde dayalı swap sözleşmeleri yaygın olarak kullanılmaktadırlar.

5.1.4.1.4 Finansal Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyonlar, alım opsiyonu ve satım opsiyonu olarak ikiye ayrılmaktadır.

Alım opsiyonu, opsiyonu alan tarafa (lehdara, uzun pozisyon sahibine) belirli bir vadede veya belirli bir vadeye kadar, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergesi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve döviz alım hakkı veren, ancak almayı zorunlu tutmayan, satan tarafı (keşideci) ise alıcının talebi halinde satmaya yükümlü kılan sözleşmeyi, ifade eder.

Satım opsiyonu, opsiyonu alan tarafa (lehdara, uzun pozisyon sahibine) belirli bir vadede veya belirli bir vadeye kadar, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergesi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve döviz satım hakkı veren, ancak satmaya zorunlu tutmayan, satan tarafı ise opsiyon alıcısının talebi halinde satmaya yükümlü kılan sözleşmeyi ifade eder.

Avrupa tipi opsiyonda, opsiyondan doğan hakların ifası, opsiyonun keşidecisinden sadece opsiyonun vadesinde talep edilebilir. Amerikan tipi opsiyonda ise opsiyondan doğan hakların ifası vadeye kadar olan her hangi bir zamanda opsiyonun keşidecisinden istenebilir.

5.1.4.2 AB Düzenlemelerine Uyum Çerçevesinde Yapılması Gerekenler

Yukarıda belirtilen türev araçlardan emtia, döviz, faiz ve endeks vadeli işlem sözleşmeleri, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin faaliyete geçtiği 2005 yılından itibaren piyasalarda işlem görmeye başlamış olup, bir kısmı ise ileri tarihlerde işlem görebilecektir.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş, 2005 yılında faaliyete başladığından dolayı, söz konusu işlemlerle ilgili olarak geçmiş yıllara ait veri bulunmamaktadır.

Fon'un koruma kapsamına dahil olup, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'de işlem görecektir sözleşmelerden, sözleşme başına belli bir miktar belirlenerek yıllık ödenti hesaplanabilir. Sözleşme başına alınacak miktar, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. tarafından alınacak komisyon tutarına paralel bir miktar olabilir. Ancak, belirlenecek ödenti miktarı, yatırımcıların sermaye piyasasında işlem yapmalarını caydıracak şekilde belirlenmemelidir.

5.2 Fon'a Katılım Zorunlu Olmalıdır

Direktifte tanınan istisnalar dışında, yetkilendirilmiş hiç bir yatırım şirketi tazmin sistemine dahil olmadan faaliyetlerini sürdürememelidir.

5.3 Fon Kapsamındaki Alacakların Ödenmesi Süreci Kısaltılmalıdır.

AB düzenlemeleri uyarınca yatırımcıların taleplerini sunmaları için belirlenebilecek süre alacaklıların belirlenmesinden veya karardan itibaren veya belirleme veya kararın kamuoyuna açıklandığı tarihten itibaren beş aydan kısa olamaz. Sistem bir yatırımcının talebini mümkün olan en kısa sürede ve en geç, talebin geçerliliğinin ve meblağının belirlenmesini izleyen üç ay içinde ödemek durumundadır.

Mevzuatımızda ise Fon tarafından aracı kurumun alacaklılarının haklarını gösterir belgelerle Fon'a başvurmaları için tedrici tasfiye kararı ilan edilir ve alacak talepleri tedrici tasfiyenin kapanmasına kadar dikkate alınır. Yapılacak nakit ödemelere ve sermaye piyasası aracı teslimlerine esas olmak üzere, tedrici tasfiye kararından itibaren en geç 6 ay içinde Fon tarafından alacaklılar ile alacak miktarını gösteren bir alacaklılar cetveli hazırlanır. Alacaklılar cetveli hazırlama süresi gerektiğinde Fon'un önerisi ve Kurulun onayı ile uzatılabilir.

Bu çerçevede, Avrupa Birliği mevzuatı ile uyumun sağlanmasını teminen Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik'in 13. maddesinin ilk fıkrasındaki 6 aylık sürenin 3 ay olarak değiştirilmesi ve Kurul'a Fon'un önerisi ile en fazla 3 ay süre uzatma yetkisi verilmesi uygun olacaktır. Bu zaman sınırlaması kara para aklanması sebebiyle bir yetki durdurma durumu söz konusu ise uygulanmamalıdır.

5.4 Koruma Kapsamı Miktarı AB Standartları İle Uyumlu Olmalıdır.

Avrupa Birliği mevzuatında, koruma limiti, her bir yatırımcı için 20.000 Euro'dan az olmayacak şekilde belirlenmiş olup, üye devletler tarafından daha geniş bir koruma limiti sağlanabilmesi mümkündür.

SPKn 46/B maddesinin 9.fıkrasında, "*Hesabında alacağını karşılamaya yetecek kadar ya da hiç hisse senedi bulunmayan saklama hesabı sahiplerinin nakit ve hisse senedi alacakları toplamının 7 milyar 500 milyon lirası tasfiye sonucu beklenmeksizin Fon tarafından ödenir..... Bu fıkra uyarınca yapılacak ödemelerin tutarı, her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme kat sayısı oranında artırılır.*" hükmü yer almaktadır. Anılan mevzuat çerçevesinde, 2007 yılı için avans limiti 48.203 YTL (yaklaşık 27.000 Euro) dir.

Bu bağlamda, SPKn'nunda ve Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik'te, avans limitinin Avrupa Birliği düzenlemeleri ile uyumunun sağlanması için, yatırımcıların koruma kapsamındaki sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan alacakları toplamının 20.000 Euro karşılığı Türk Lirasının Fon tarafından ödeneceği şekilde değişiklik yapılması uygun olacaktır.

5.5 Koruma Kapsamı Dışında Bırakılan Yatırımcı Grubu Yeniden Düzenlenmelidir.

97/9 sayılı direktifin 4. maddesi uyarınca bir üye devlet belli yatırımcıların sistemin koruması dışında tutulmasını ya da kendilerine daha düşük bir koruma düzeyi verilmesini hükme bağlayabileceği yönünde düzenleme yapılmış olup, bu şekilde hariç tutulması mümkün olan yatırımcı grupları anılan direktifin ekinde sayılmıştır.

Buna karşı SPKn'nun 46/B maddesinin 9. fıkrası ile Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik'in 15. maddesinde "Tedrici tasfiyeye tabi tutulan aracı kurumdan alacaklı görünen ortakları, yönetim kurulu ve denetleme kurulu üyeleri, imzaya yetkili personeli ile bunların eşlerine ve üçüncü derece dahil kan ve sıhri hısımlarına, Fondan avans ödemesi yapılmaz" hükmü yer almaktadır.

Bu nedenle, ilgili mevzuatta düzenleme yapılarak;

1. Yatırım şirketlerinin, bankalar ve kredi kuruluşlarının, mali kuruluşların, sigorta şirketlerinin, kollektif yatırım kuruluşlarının, emeklilik fonları dahil profesyonel ve kurumsal yatırımcıların, diğer profesyonel ve kurumsal yatırımcıların,
2. Uluslararası kuruluşlar, hükümet ve merkezi yönetim makamlarının,
3. İl, bölge, yerel ve belediye makamlarının,
4. İlgili yatırım şirketi veya bankaların yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerinin ve şahsen sorumlu ortaklarının, yüzde 5 veya daha fazla paya sahip ortaklarının, denetim kurulu üyeleri ve aynı grup içindeki diğer şirketlerde benzer konumda olan yatırımcıların,
5. Yukarıda sayılan kişilerin yakın akrabalarının (önceki fıkrada sayılan kişilerin eş ve birinci ve ikinci derece akrabalarının, meğerki mevduat, nakit veya finansal araçlar eş veya akrabaların kendi malvarlıklarından kaynaklanıyor olsun) ve bu kişiler adına hareket eden üçüncü kişilerin,
6. Aynı gruptaki diğer şirketlerin,
7. Kuruluşun mali sıkıntıya düşmesine neden olan veya finansal durumunun bozulmasında önemli etkileri olan olaylarda sorumluluğu bulunan veya bu olaylardan menfaat sağlayan yatırımcıların,

koruma kapsamı dışında bırakılmaları uygun olacaktır.

5.6 Yükümlülüklerini Yerine Getirmeyen Firmalara Uygulanan Yaptırımlar Etkinleştirilmelidir.

AB mevzuatında "Herhangi bir aracı kuruluş, yatırımcı tazmin sisteminin gerektirdiği yükümlülükleri yerine getirmezse, yetkili otoriteler tarafından yükümlülüklerin yerine getirilmesi için gerekli önlemlerin alınacağı, eğer bu önlemler sonuç vermezse bir yıl (12 ay) süreli ihtar çekileceği ve bu sürenin sonucunda ilgili kurumun sistemden çıkarılacağı" yönünde düzenleme yapılmıştır.

Mevzuatımızda ise, süresinde yatırılmayan ödentilere, her ay için bir önceki aya ilişkin Devlet İstatistik Enstitüsü Tüketici Fiyat Endeksindeki artışın üç katını aşmamak kaydıyla Kurulca belirlenecek oranda gecikme faizi uygulanacağı düzenlenmiştir.

Bu bağlamda yükümlülüklerin doğru bir şekilde tam olarak veya zamanında yerine getirmemesi Kurulun, yatırım şirketinin veya bankanın yükümlülüklerini yerine getirmemesini sağlamak için bu Kanunda yer alan gerekli önlemleri alması, ilgili kuruluşun, yükümlülüklerini hala yerine getirmemesi halinde Kurulun, yatırım şirketinin veya bankanın yürüttüğü tüm yatırım hizmetlerini durdurabilmesi veya bu yatırım hizmetlerine ilişkin tüm faaliyet yetki belgelerini iptal edebilmesi yönünde düzenleme yapılmalıdır.

Kurul tarafından alınan önlemlere karşın, yatırım şirketi veya banka yükümlülüklerini yerine getirmez ve Kurul tarafından bu kuruluşların faaliyet yetki belgeleri iptal edilmezse Fona yatırım şirketini veya bankayı Kurul'un onayı ile tazmin sisteminden çıkarma yetkisi tanınmalıdır.

5.7 Kara Para Aklama, Yasa Dışı Yollardan Sağlanan Kazançları Tazmin Sistemi Dışında Bırakan Düzenleme Yapılmalıdır.

Kara para, kısaca ve genel tanımıyla "Suç ürünü olan ya da yasa dışı yollarla kazanılan para"dır. Hukuki açıdan bakıldığında, önceleri sadece uyuşturucu ve silah kaçakçılığında elde edilen para kara para sayılırken, daha sonra diğer organize suçlarla elde edilen para da kara para sayılarak kapsamı genişlemiştir. Kara paranın aklanması kavramı ise; yasadışı yollardan elde edilen kazançların yasal ekonomik değerlere dönüştürülmesine ilişkin eylemler ya da kara paranın kimliğinin değiştirilmesi suretiyle, meşruiyet kazandırılmasına yönelik işlemler kara paranın aklanması olarak nitelendirilebilir.

Yatırımcının Fon'dan talep ettiği tutarın, kara para aklama suçu ile ilişkilendirilmesi ve ilgili hakkında cezai kovuşturmaya başlanması halinde, mahkeme kararı kesinleşinceye kadar ilgiliye herhangi bir ödeme yapılmaması ve ödemenin askıya alınması konusunda mevzuat değişikliğine gidilmelidir.

5.8 Müşterek Hesaplarda Pay Oranı Dikkate Alınmalıdır.

Avrupa Birliği mevzuatında ortak hesaplara ilişkin olarak; koruma kapsamının yatırımcının aynı firmada varolan işlemlerinin toplamı için geçerli olacağı, para birimi, toplumsal yer veya kaç hesabının olduğu dikkate alınmayacağı, ortak yatırımlarda her yatırımcının payının hesaplanacağı, eğer payların miktarı konusunda özel bir hüküm yoksa o zaman payların eşit hesaplanacağı, üye devlet eğer iki veya daha fazla şahsın bir ortaklığının hukuki

kişiliği yoksa bunun tek şahıs ortaklığı gibi değerlendirilebileceği yönünde düzenleme yapılmıştır.

Mevzuatımızda ise; aynı kişinin aynı aracı kurumda birden fazla hesabı bulunması halinde avans limiti üstünde ödeme yapılmayacağı, müşterek hesapların tek hesap sayılacağı ve bu şekilde ödeme yapılacağı, aynı kurumdan alacaklı görülen ve birlikte hareket ettiklerine Fon yönetimince kanaat getirilenlere avans limitini aşmamak kaydıyla ödeme yapılacağı hükme bağlanmıştır.

Bu çerçevede, müşterek hesaplarda, her bir müşterek hesap sahibi bağımsız bir yatırımcı olarak kabul edilmesi ve tazmin tutarının, hak sahibi kişilerin paylarına göre ödenmesi, tüzel kişiliği olmayan iş ortaklığı, birlik veya benzeri nitelikteki toplulukların üyesi olarak iki veya daha fazla kişinin hak sahibi oldukları ortak yatırım faaliyetine ilişkin taleplerin tek bir yatırımcı tarafından yapılmış kabul edilmesi yönünde düzenleme yapılması uygun olacaktır.

İki veya daha fazla kişinin mutlak hak sahibi olduğu durumlarda, her birinin nakit meblağ veya menkul kıymetlerin yönetiminde uygulanan anlaşma hükümleri ile belirlenmiş payı dikkate alınacaktır.

5.9 Yurtiçindeki Ve Yurtdışındaki Şubelere İlişkin Düzenleme Yapılmalıdır.

AB mevzuatında merkez ofisi Topluluk dışında olan bir yatırım şirketince kurulan şubelerin, topraklarında faaliyette olan yatırımcı tazmin sistemlerine dahil olmasına imkan tanınmaktadır.

Bu bağlamda Fon'un, yatırım şirketleri veya bankaların yatırım hizmetlerine ilişkin Kurul düzenlemelerinde belirlenen şartlara uygun olarak, yurtdışında kurulu şubelerindeki yatırımcılarını da tazmin edebilmesine, Fon tarafından sağlanan tazmin tutarı veya kapsamı, bir yatırım şirketi veya bankanın yetkilendirildiği AB Üye Devletinde sağlanan tazmin tutarı veya kapsamını aşarsa, şubenin, yatırımcılarının asıl devletin sistemine katılımı nedeniyle sahip oldukları korumayı genişletmek üzere gönüllü olarak Fona katılabilmesine, buna karşı Kurula, ilgili kuruluşların kendi ülkelerindeki tazminin en azından Fonun sağladığı tazmine eşit olduğunu kabul ettiği hallerde, katılım şartına istisna getirebilmesine olanak tanıyacak düzenleme yapılması uygun olacaktır.

5.10 Fonun yalnız tazmin ile yükümlü olmalıdır

Fon Kurul tarafından tedrici tasfiyelerine karar verilen aracı kurumların tasfiyelerinin yerine getirtildiği yer olmaktan çıkarılarak AB yatırımcı tazmin sistemlerinde olduğu gibi sadece tazmin ile görevli kılınmalıdır.

Beşinci Bölüm

VI) SONUÇ

Türkiye’de sermaye piyasasının kurumsal bir yapılanmaya doğru yönelmesi ancak 1981 yılında kabul edilen 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile mümkün olmuştur. Bu Kanun, “tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, *tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını* düzenlemek ve denetlemek” amacıyla çıkarılmıştır. Aslında sadece Türkiye’de değil pek çok ülkede sermaye piyasasının düzenlenmesinde ana amaç yatırımcıların korunması olmuştur.

Yatırımcıyı koruma amaçlı düzenlemelerin makro ve mikro düzeyde olmak üzere iki sebebi bulunmaktadır. Makro düzeydeki sebep, piyasa mekanizmasının başarısız olması ile ilgilidir. Mikro düzeydeki sebep ise, makro düzeydeki sorunun kamunun müdahalesi ile çözüldüğü durumda dahi, sermaye piyasasında gerek birincil ve gerekse ikincil piyasada fon arzedenlerle fon talep edenler arasındaki bağlantının çoğunlukla araçlar vasıtasıyla kurulması nedeniyle müşteri varlıklarına yönelik olarak ortaya çıkan risklerdir.

Sermaye piyasasındaki düzenlemelerin en önemli amacı yatırımcıların korunması olduğuna göre, yapılan tüm düzenlemelerin doğrudan ya da dolaylı olarak yatırımcının korunmasına ilişkin olduğunu söylemek mümkündür.

Ödeme güçlüğüne düşmüş veya iflas etmiş araçlarda alacağı bulunan müşterilerin yararlanabileceği temel koruma mekanizmaları üç başlık altında toplanmaktadır. İlki, araçların müşterilerine olan yükümlülüklerinin diğer yükümlülüklerinden farklı bir işlem tabii tutulmasını sağlayan yasal düzenlemelerin getirilmiş olmasıdır. İkinci koruma mekanizması, araçların ödeme güçlüğüne düşmesi veya iflas etmesi nedeniyle zarara uğrayan müşterilerin bu zararlarını belli bir dereceye kadar tazmin etmeye yönelik düzenlemelerin yapılmasıdır. Müşteriler tarafından alınan tedbirler ise, koruma mekanizmalarının üçüncüsünü oluşturmaktadır.

Bu mekanizmaların pek çok hukuk sisteminde bir arada kullanıldığı ve müşteri zararlarının en aza indirgenmesinde hepsinin belli bir katkısı olduğu

görülmektedir. Diğer taraftan, kullanılan tekniğin etkinliği, büyük ölçüde müşteri varlığının niteliğine ve iflasa ilişkin mevcut hukuk sistemine bağlı olarak farklılıklar göstermektedir.

Fon, SPKn'nuna 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun'un 23. maddesi ile eklenen 46/A maddesi ile, Kurul tarafından hakkında tedrici tasfiye veya iflas kararı verilen aracı kurumların ve Bankalar Kanunu hükümleri saklı kalmak kaydıyla Bakanlar Kurulu Kararıyla faaliyetleri durdurulan SPKn'nun 50'nci maddesi (a) bendi hükmü kapsamındaki bankaların, yaptıkları sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle müşterilerine karşı hisse senedi işlemlerinden doğan *nakit ödeme ve hisse senedi teslim yükümlülüklerini* ve SPKn'nun 46/B maddesinde düzenlenen görevleri yerine getirmek ve tasfiye giderlerini karşılamak amacıyla tüzel kişiliğe haiz olarak kurulmuştur.

Avrupa Birliği'nin Finansal Ürün Piyasaları Direktifi 1 Kasım 2007 tarihinde yürürlüğe girecektir. AB ülkeleri ilgili direktifi 31 Ocak 2007 tarihine kadar kendi kanunlarına ve düzenlemelerine uyarlamakla ve bu düzenlemeleri de 1 Kasım 2007 tarihinden itibaren uygulamakla yükümlüdürler.

Yatırımcı tazmin sistemlerine ilişkin 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Direktifi ile Avrupa Birliği'nin Finansal Ürün Piyasaları Direktifi dikkate alınarak mevzuat uyumlu hale getirilmelidir. Bu çerçevede, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 46/A ve 46/B maddeleri, Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliği, Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik'te değişiklik yapılması gerekmektedir.

i- Fon'un koruma kapsamı, Avrupa Birliği üye ülkeleri arasında uyumlu bir şekilde, özellikle küçük yatırımcının haklarını koruyacak bir sistem geliştirilmeli, yatırımcıların yatırım işlemleri ile ilgili olan tüm nakit ve menkul kıymet enstrümanını kapsamalıdır.

ii- Direktifte tanınan istisnalar dışında, yetkilendirilmiş hiç bir yatırım şirketi tazmin sistemine dahil olmadan faaliyette bulunamamalıdır.

iii- Alacaklılar cetvelinin hazırlanma süresi 3 ay olarak değiştirilmeli ve Kurul'a Fon'un önerisi ile en fazla 3 ay süre uzatma yetkisi verilmelidir. Bu zaman sınırlaması kara para aklanması sebebiyle bir yetki durdurma durumu söz konusu ise uygulanmamalıdır. Diğer yandan mücbir sebepten dolayı zamanında

başvuramayan yatırımcılara mücbir sebep halinin ortadan kalkmasından itibaren belirli bir sürede başvurma hakkı tanınmalıdır.

iii-Fon tarafından karşılanacak tazmin limitinin Avrupa Birliği düzenlemeleri ile uyumunun sağlanması için, yatırımcıların koruma kapsamındaki sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan alacakları toplamının 20.000 Euro karşılığı Türk Lirasının Fon tarafından ödeneceği şekilde mevzuatta değişiklik yapılmalıdır.

iv-1- Profesyonel ve kurumsal yatırımcılar,

2- Uluslararası kurumlar, hükümet ve merkezi yönetim yetkilileri,

3- İl, bölge, belediye ve yerel yöneticiler,

4- Yatırımcı firmaların yöneticileri, müdürleri, şahsen sorumlu üyeleri, söz konusu firmaların sermayesinin % 5 ve daha fazlasına sahip olanlar, bu firmaları ve muhasebe işlemlerini kontrol eden müfettiş niteliğindeki şahıslar ve aynı gruba dahil benzer firmalarda çalışan aynı statüdeki diğer şahıslar,

5- Yukarıda adı geçenlerin yakın akrabaları ve adlarına işlem yapan üçüncü kişiler ile aynı grupta yer alan diğer firmalar,

6- Yatırımcı bir firmanın finansal bakımdan zor duruma düşmesine neden olan veya katkıda bulunanlar veya zor durumda olan bir firmanın bu durumundan avantaj elde eden yatırımcılar,

koruma kapsamı dışında bırakılmalıdır.

v- Herhangi bir üyenin, yatırımcı tazmin sisteminin gerektirdiği yükümlülükleri yerine getirmediği durumda, yetkili otoriteler tarafından yükümlülüklerin yerine getirilmesi için gerekli önlemlerin alınacağı, eğer bu önlemler sonuç vermezse bir yıl (12 ay) süreli ihtar çekileceği ve bu sürenin sonucunda ilgili kurumun sistemden çıkarılacağına ilişkin mevzuatımızda düzenleme yapılmalıdır.

vi- Yatırımcının Fon'dan talep ettiği tutarın, kara para aklama suçu ile ilişkilendirilmesi veya ilgili hakkında bu konuda cezai kovuşturmaya başlanması halinde, mahkeme kararı kesinleşinceye kadar ilgiliye herhangi bir ödeme

yapılmaması ve ödemenin askıya alınması konusunda mevzuat değişikliğine gidilmelidir.

vii- Ortak hesaplara ilişkin olarak; koruma kapsamının yatırımcının aynı firmada varolan işlemlerinin toplamı için geçerli olacağı, para birimi, toplumsal yer veya kaç hesabının olduğu dikkate alınmayacağı, ortak yatırımlarda her yatırımcının payının hesaplanacağı, eğer payların miktarı konusunda özel bir hüküm yoksa o zaman payların eşit hesaplanacağı, üye devlet eğer iki veya daha fazla şahsın bir ortaklığının hukuki kişiliği yoksa bunun tek şahıs ortaklığı gibi değerlendirilebileceği yönünde mevzuatta düzenleme yapılmalıdır.

viii-Yıllık ödenti alacağının Fonun koruma kapsamında olan para ve sermaye piyasası araçlarının toplam portföy değeri üzerinden alınmalıdır.

ix- Fon varlığının ihtiyacı karşılamaya yetmediği durumlarda, daha sonraki yıllarda yapacakları ödentilere mahsuben, bir önceki yıldaki ödenti esasları dikkate alınarak geçici ödenti alınabilmelidir. Geçici ödentinin ihtiyacı karşılamakta yetersiz kalması halinde, bakiye kısım için aracı kurumların tedrici tasfiyesine ilişkin düzenlemedeki gibi (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) Fona avans verilmelidir.

x-Koruma kapsamında sayılmakla birlikte yetkisiz kurumlardan alınan para ve sermaye piyasası araçları koruma kapsamı dışında bırakılmalıdır.

xı- Fon AB yatırımcı tazmin sistemlerinde olduğu gibi sadece tazmin ile görevli kılınmalıdır.

KAYNAKÇA

- 1 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname
- 2 AKSEL, A.Eyüboğlu, Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları, SPKr Yayın No:21, Ankara, 1995.
- 3 Ali İhsan KARACAN, Bankacılık ve Kriz, Finans Dünyası Yayınları No:1, İstanbul, 1996,
- 4 ALTINTAŞ, M. Berra, "Sermaye Piyasasında Kamunun Aydınlatılması ve Etkinlik Kuramı", A.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 1989.
- 5 Amended Proposal For A European Parliament and Council Directive on Investor Compensation Schemes, Official Journal (94/C 382/06), 1994.
- 6 Avrupa Birliği'nin Finansal Ürün Piyasaları Direktifi (MiFID-Markets in Financial Instruments Directive)
- 7 ERSEL, Hasan ve SAK, Güven, "Düzenleme ve İktisat Kuramı", Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No.54, Ankara, Aralık 1996.
- 8 G. Roger NOLL, "Economic Perspectives on The Politics of Regulatin" Handbook of Industrial Organization, Standford:Elsevier Science Publishers, 1989
- 9 Gürbüz OSMAN- Ergincan YAKUP, Kurumsal Yönetim Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler İstanbul 2004
- 10 H. ERSEL ve G. SAK, "Düzenleme ve İktisat Kuramı", Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No.54, Aralık 1996, Ankara,
- 11 International Organizations of Securities Commissions (IOSCO), "Client Asset Protection", Report of The Technical Committee, August 1996.
- 12 İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş., Takasbank'96, Erol Ofset, Birinci Baskı, İstanbul, Ekim 1996.
- 13 İMKB Yönetmelikleri
- 14 İNAN, Senem, İngiltere'de Öz Düzenleyici Kuruluşlar, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 1996.
- 15 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, İstanbul, Mayıs 1996.
- 16 Joseph E. STIGLITZ, "The Role of the State in Financial Markets", Proceedings of World Bank Annual Conference on Developments Economics 1993,
- 17 KARACAN, Ali İhsan, "Tasarrufların Yatırımlara Dönüşmesinde Borsanın Rolü", İktisat Yazıları, Finans Dünyası Yayınları No:4, 1996.
- 18 KARACAN, Ali İhsan, Bankacılık ve Kriz, Finans Dünyası Yayınları No:1, 1996.
- 19 Karahan Sami , Anonim Şirketlerde Tasfiye Konya 1998
- 20 KORUYAN, Adil, "Sermaye Piyasasında Kurumsallaşma Düzeyinin Yatırım Tercihlerinin Şekillenmesi Üzerindeki Etkisi", Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:54, Ankara, Aralık 1996.
- 21 KÜÇÜKSÖZEN, Cemal, Sermaye Piyasasında Yatırımcıların Korunması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1996.
- 22 M.Berra ALTINTAŞ, "Sermaye Piyasasında Kamunun Aydınlatılması ve Etkinlik Kuramı", A.Ü.Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1989,
- 23 MANAVGAT, Çağlar, Menkul Kıymetlerin Merkezi Saklanması Kullanılan Yöntemin Sözleşmenin Hukuki Niteliği'ne Etkisi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, C.XVIII, Ankara, Aralık 1996.
- 24 Menekşe Ayhan, Türk Hukukunda Tedrici Tasfiye, Ankara 1983
- 25 Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik (Genel Yönetmelik) Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetlerine İlişkin 10 Mayıs 1993 tarih ve 93/22/EEC sayılı
- 26 Konsey Yönergesi,
- 27 ÖZMEN, Tahsin, "Tahvil Derecelendirilmesi (Bond Rating)", Prof.Dr. İsmail Türk'e Armağan, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:54, Ankara, Aralık 1996.
- 28 PHILIPS-ZECKER, The SEC and Public Interest, Massachusetts, The MIT Press, 1982
- 29 Postacıoğlu İlhan, İflas hukukunun İlkeleri, İstanbul 1978,
- 30 Schwartz, Alan, "Karl Llewellyn and the Origins of Contract Theory". in The Jurisprudential Foundations of Corporate and Commercial Law, (Kraus & Walt, Eds.), Cambridge University Press
- 31 Securities and Investment Board (SIB), Regulation of Investment Business, May 1986.
- 32 Securities and Investment Board (SIB), The Background to Investor Protection", HMSO London Print Services, 1996.

- Seha TINIÇ, "The Strategy for Developing Efficient and Liquid Securities Markets: Competition or
33 Public Regulation?", Recent Developments in Capital Markets in Turkey, Ankara, 1985
- 34 Sermaye Piyasası Kanunu
- 35 Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı ve Gerekçesi
- 36 Sermaye Piyasası Kanunu'nun Gerekçeleri
- 37 Sermaye Piyasası Kurulu (SPKr), Aracı Kurumlar 1995, SPKr Yayın No:45, Ankara 1996.
- 38 Sermaye Piyasası Kurulu Haftalık ve Aylık Bültenleri ile Yıllık Raporları
- 39 Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğ'leri
- STIGLITIZ, Joseph E., "The Role of the State in Financial Markets", Proceedings of World Bank
40 Annual Conference on Developments Economics 1993, Washington D.C., The World Bank, 1993.
- Tahsin ÖZMEN, "Tahvil Derecelendirilmesi (Bond Rating)", Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan,
41 Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:54, 1996
- 42 TAŞKIRAN ve UYSAL,
TAŞKIRAN, Sevtap ve UYSAL, Özge, Para ve Sermaye Piyasası'nda Yatırımcıların Korunması ile
43 İlgili Düzenlemeler, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 1996.
- TEKİNALP, Ünal (Poroy/ Çamoğlu), Ortaklıklar ve Koopertif Hukuku, Beta Basım Yayım Dağıtım
44 A.Ş., Güncelleştirilmiş 6. Bası, İstanbul, 1995.
- Thierry SCHOEN, The French Stock Exchange (A Practical Guide For Investors and Advisers),
45 Commercial Law Services, 1995,
- TINIÇ, Seha, "The Strategy for Developing Efficient and Liquid Securities Markets: Competition or
46 Public Regulation?", Recent Developments in Capital Markets in Turkey, Ankara, 1985.
- Tuğba ALTUN, İçerden Öğrenenlerin Ticareti:Teori ve Uygulamalar, Sermaye Piyasası Kurulu
47 Yeterlik Etüdü, Ankara, 1993,
- TYSON, William C., "Legal Aspects of Securities Regulation In The United States", Recent
48 Developments In Capital Markets in Turkey:Proceedings of The OECD-CMB Conference, CMB
Publications No:2, Ankara, 1985.
- UYGUN, Bülent, Sermaye Piyasasında Yatırımcı Zararlarının Karşılmasına İlişkin Mekanizmalar,
49 İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi, C.25, Sayı 1, Nisan 1996.
- William C. TYSON, "Legal Aspects of Securities Regulation In The United States", Recent
48 Developments In Capital Markets in Turkey:Proceedings of The OECD-CMB Conference, CMB
50 Publications No:2, Ankara, 1985,
- Yatırımcı Tazmin Sistemleri hakkında 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/AT Sayılı Avrupa Parlamentosu ve
51 Konsey Direktifi (Directive 97/9/EC on Investor Compensation Schemes),