

TSPAKB

**TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ**



AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası

**AB MÜKTESEBATININ ÜSTLENİLMESİNİN
SERMAYE PİYASASINA ETKİLERİ**

Kasım 2004

AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası

**AB MÜKTESEBATININ ÜSTLENİLMESİNİN
SERMAYE PİYASASINA ETKİLERİ**

Kasım 2004

Yayın Adı : AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası-
AB Müktesebatının Üstlenilmesinin
Sermaye Piyasasına Etkileri
Editör : Alparslan Budak
Hazırlayanlar : Aslı Özkan, Ekin Fıkırkoca
Basıldığı Matbaa : Printcenter
Tel.: (212) 282 41 90
Faks: (212) 280 96 04
Basım Yeri : İstanbul
Basım Tarihi : Kasım 2004, İlk Baskı
Yayın No. : 21

Bu kitap Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği ("TSPAKB") tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Kitapta yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu kitapta yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.

ISBN-975-6483-14-8

Sunuş



Ülkemizin 18. yüzyıldan bu yana gerçekleştirdiği reformlarla hedeflediği ve Cumhuriyetimizin kuruluşuyla zirveye ulaşan modernleşme hareketlerinin en önemli aşamalarından birini oluşturan Avrupa Birliği ile entegrasyon, ekonomik bir olgudan çok siyasi bir amaç olarak ele alınmıştır.

Avrupa Birliği ile ilişkilerimizin yaklaşık 40 yıllık bir geçmişi bulunmaktadır. Türkiye, Avrupa Ekonomik Topluluğu'na tam üye olmak için 1959 yılında başvurmuş ve 1963 yılında imzalanan Ankara Anlaşması'yla da ilk ortaklık ilişkisini kurmuştur.

Aralık 2002 tarihli Avrupa Birliği Konseyi Kopenhag Zirvesi Sonuç Bildirgesi'nde, Konsey'in 2004 yılı İlerleme Raporu ve Avrupa Komisyonu'nun görüşleri ışığında, Türkiye'nin Kopenhag siyasi kriterlerini karşıladığı kararını alması halinde, Avrupa Birliği üyeliği için müzakerelerin gecikmeksizin başlatılacağı belirtilmiştir. 6 Ekim 2004 tarihinde açıklanan raporda ise, Avrupa Komisyonu, hazırlık aşamasında olan bir takım temel mevzuat çalışmalarının tamamlanması koşuluyla Türkiye ile müzakerelere başlanması tavsiyesinde bulunmuştur.

Bilindiği üzere Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne katılımı, sermaye piyasamız da dahil bir çok alanda AB mevzuatına tam uyumu gerektirmektedir. Bu sürecin, tam üyeliğe hazırlık yanında, sektörümüzün ekonomik gelişmişlik ve rekabet imkanlarının AB ülkeleri seviyesine taşınması bakımından önemli olduğuna inanıyoruz.

Sektörde düzenleyici kurumlar, Türkiye Ulusal Programı'na uygun olarak uyum çalışmalarını sürdürmektedir. Ancak, üyelik sonucunda hizmet sunma serbestisi ve sermayenin serbest dolaşımının sağlanması için yeni düzenlemeler yapılması gerekecektir. Bu

düzenlemeler, temel olarak ciddi bir değişiklik yaratmayacaksa da, önümüzdeki dönemde sermaye piyasasının AB'ye uyumu konusunda yeni bir aşamaya geçilecektir.

Öte yandan, sermaye piyasası konusundaki AB düzenlemeleri de, her geçen gün bütünleşmiş tek bir sermaye piyasası hedefine doğru geliştirilmektedir. AB direktifleri aracı kuruluşların faaliyet gösterdiği koşulları, şirketler için menkul kıymet ihraç şartlarını ve yatırım fonlarının AB genelinde dağıtımını düzenlemektedir. Bütünleşmiş sermaye piyasasının işlem ve sermaye maliyetlerini azaltacağı tahmin edilmekte olup, bu koşulların büyümeyi destekleyerek işsizliğin azaltılmasında rol oynaması beklenmektedir. Bu gelişmeler Türkiye gibi ülkelere önemli fayda sağlayacaktır.

Raporumuz, AB'ye üyelik sürecinde AB müktesebatına uyum amacıyla yapılacak değişikliklerin, sermaye piyasasına etkilerini detaylı olarak ele almaktadır. Aracı kuruluşlarımızın dikkatlerini, oluşan eylem planı ve AB yol haritasına çeken raporumuzu konuyla ilgili çalışmalara rehber olacağı umuduyla takdim ediyoruz.

Saygılarımla,



Müslüm DEMİRBILEK
BAŞKAN

İçindekiler

AB Hukukunda Sermaye Piyasası Alanında Temel Düzenlemeler	1
AB'nin Sermaye Piyasası Alanında Hedefleri ve Öncelikleri	1
Hizmet Sunumu Serbestisi	1
Sermayenin Serbest Dolaşımı	1
Sermaye Piyasasında Faaliyet Gösteren Kurumlar Açısından AB Düzenlemeleri	2
Kollektif Yatırım Kuruluşları	2
Menkul Kıymetler Alanında Yatırım Hizmetleri	8
Sermaye Yeterliliği	12
Mali Tablolar	16
Yatırımcının Korunmasına Yönelik AB Düzenlemeleri	17
Yatırımcı Tazmin Sistemleri	17
Kamuyu Aydınlatma	22
Türkiye Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunmasına Yönelik Düzenlemeler ve AB Müktesebatına Uyum Kapsamında Yapılması Gerekenler	31
AB Düzenlemelerinde Sermaye Piyasası Suçları	36
AB Sermaye Piyasalarına Uyum	40
AB Düzenlemelerine Uyum Programı Çerçevesinde Yapılan Çalışmalar	40
Uyum Programı Kapsamında Yapılması Gereken Düzenleme Çalışmaları	41
Düzenlemelerin Türk Sermaye Piyasasına Olası Etkileri	49
Türkiye Sermaye Piyasası Profili	49
AB Düzenlemelerinin Türkiye Sermaye Piyasasına Etkileri	56
Sonuç ve Değerlendirme	60
Ek: AB Üyelik Müzakereleri Sonuçları	62
Hizmet Sunumu Serbestisi	62
Sermayenin Serbest Dolaşımı	63
Kaynakça	64

BÖLÜM I: AB HUKUKUNDA SERMAYE PİYASASI ALANINDA TEMEL DÜZENLEMELER

1.AB'nin Sermaye Piyasası Alanında Hedefleri ve Öncelikleri

Avrupa Birliği'ne üyelik için aday ülkelerin Kopenhag kriterlerini yerine getirmesi beklenmektedir. Bu kriterler asıl olarak aday ülkenin insan hakları, hukukun üstünlüğü ve azınlık haklarının korunmasını gözetilen sağlam bir demokrasiye sahip olması, piyasa ekonomisi ilkelerini benimsemesi ve AB hukukunu oluşturan ortak ilke, standart ve politikaları kabul etmesine dayanmaktadır.

Sermaye piyasası alanında ise, AB müktesebatının "hizmet sunumu serbestisi" ve "sermayenin serbest dolaşımı" ana başlıkları altında bulunan düzenlemelerini incelemek gerekmektedir.

1.1.Hizmet Sunumu Serbestisi

Bu ilke, üye devlet vatandaşlarının kendi ülkelerinde verdikleri bir hizmeti diğer bir üye ülkede verebilmelerini temin etmektedir.

Yatırım hizmetleri çerçevesinde, ana amaç, bir üye devletin kendi sınırları içinde hizmet vermeye yetkilendirilmiş tüm yatırım kurumlarının, diğer üye devletlerin borsa ve finansal piyasalarında faaliyet göstermesinin sağlanmasıdır.

1.2.Sermayenin Serbest Dolaşımı

Avrupa Topluluğunun kuruluş antlaşması, üye devletlerin kendi aralarındaki ve üye devletlerle üçüncü ülkeler arasındaki sermayenin serbest dolaşımının önündeki tüm engellerin kaldırılmasını öngörmektedir.

Sermayenin serbest dolaşımı sınır ötesi ödeme ve para transferinden öte bir anlam ifade etmektedir. Varlık ve yükümlülüklerin transferini sağlayan işlemler, örneğin portföy yatırımları veya emlak alımları da bu kapsama girmektedir. Kara parayı aklama ile mücadele direktifleri de bu ana başlık altında yer almaktadır.

Ana hedef, bütün sektörlerde Avrupa Birliği kaynaklı yabancı yatırımların önündeki bütün kısıtlamaların kaldırılmasıdır.

2.Sermaye Piyasasında Faaliyet Gösteren Kurumlar Açısından AB Düzenlemeleri

2.1.Kollektif Yatırım Kuruluşları

Gelişmiş ülkelerde yüz yılı aşan bir süredir faaliyet göstermekte olan kollektif yatırım kuruluşlarının aktif büyüklükleri özellikle son onbeş yılda çok hızlı bir artış göstermiş ve bu kuruluşlar dünya ekonomisinde giderek daha büyük bir önem kazanmıştır.

Bu kuruluşların temelde dört tipe ayrıldığını söylemek mümkündür. Bunlar;

- Sözleşmeye dayalı kollektif yatırım kuruluşları (Türkiye'deki yatırım fonları gibi)
- Trust hukukuna göre kurulan kolektif yatırım ortaklıkları (Anglo-Sakson ülkelerindeki unit trust'lar)
- Şirket tipi açık uçlu kollektif yatırım kuruluşları (Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları gibi)
- Şirket tipi kapalı uçlu kollektif yatırım kuruluşları (Türkiye'deki yatırım ortaklıkları gibi)

Kollektif yatırım modellerine ilişkin Avrupa Birliğinin temel düzenlemesi 20 Aralık 1985 tarih ve 85/611/EEC sayılı "Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kollektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi"dir.

Direktif, üye ülkelerin sınırları içerisinde bulunan ve devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan kollektif yatırım kuruluşlarını (undertakings for collective investments in transferable securities-UCITS) kapsamaktadır.

Direktif hükümleri çerçevesinde UCITS kapsamında,

- Tek amacı halktan toplanan paralarla devredilebilir menkul kıymetlere, riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde kollektif yatırım yapmak olan,

- Paylarının karşılığı, pay sahiplerinin talebi üzerine, doğrudan veya dolaylı olarak bu kuruluşların aktiflerinden geri alınan veya ödenen (açık uçlu),
- Payları halka arz suretiyle satılan, kuruluşlar bulunmaktadır.

Paylarını devredilebilir menkul kıymetlere yatırmayan (gayrimenkul yatırım fonları gibi) yatırım fonları, kapalı uçlu kolektif yatırım kuruluşları (yatırım ortaklıkları) ve payları halka arz edilmeyen kuruluşlar Direktif kapsamında değildir. Diğer bir ifadeyle Direktif, yukarıda sayılan kolektif yatırım kuruluşları tiplerinden ilk üçünü kapsamaktadır. Yani şirket tipi, trust tipi ve sözleşmeye dayalı açık uçlu kolektif yatırım kuruluşları Direktif ile düzenlenmekte; Türkiye'deki karşılığı *yatırım ortaklıkları* olan şirket tipi kapalı uçlu kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin bir standart getirilmemektedir. Üye ülkeler, kapalı uçlu kolektif yatırım kuruluşları için istedikleri kapsamda düzenleme yapmaya yetkilidirler.

Direktif ile kolektif yatırım kuruluşları için yönetim şirketi zorunluluğu getirilmiştir.

- Yönetim şirketi yetkili otorite tarafından onaylanmakta ve şirketin görevini yerine getirebilmesi için gerekli performansa ulaşmasını sağlayacak deneyime sahip olması değerlendirilmektedir.
- Yönetim şirketinin değiştirilmesi de yetkili otoritenin onayına bağlıdır.
- Yönetim şirketi, görevini etkin şekilde gerçekleştirebilecek ve sorumluluklarını yerine getirebilecek mali güce sahip olmalıdır.
- Yönetim şirketi, kolektif yatırım kuruluşunun yönetiminden başka bir işle uğraşamaz.

Direktifte kolektif yatırım kuruluşlarının varlıklarının bir saklama kuruluşunda saklanması zorunlu tutulmuştur. Saklama kuruluşunun sorumlulukları da aşağıda açıklanmaktadır:

- Fon paylarının satışı, ihracı, geri alımı, ödemesi ve iptalini mevzuat ve fon içtüzüğüne uygun olarak yapmak,
- Fon değerini mevzuat ve fon içtüzüğüne uygun olarak hesaplamak,

- Mevzuat ve fon içtüzüğüne uygun olmak kaydıyla yönetim şirketinin talimatlarını yerine getirmek,
- Fonun varlıkları ile ilgili işlemlerde ilgili bedelin gerekli sürede verilmesini sağlamak,
- Yatırım fonu gelirlerinin mevzuat ve içtüzük hükümlerine göre oluşumunu sağlamak.

Saklama kuruluşu yatırım fonunun varlığını bir başka kuruluşa devredebilir, ancak bu durumda da sorumluluğu aynen devam eder.

Türk Hukukunda Kollektif Yatırım Kuruluşlarının AB Düzenlemeleri ile Temel Farklılıkları

Türkiye’de kolektif yatırım kuruluşlarına yönelik düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanunu, yatırım fonları ve ortaklıklarına ilişkin esasları belirleyen Tebliğlerle düzenlenmiştir. Bu düzenlemelere göre, devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan kolektif yatırım kuruluşları,

- Yatırım fonları
- Yatırım ortaklıklarıdır.

Ancak, sermaye piyasası mevzuatına göre kurulan yatırım ortaklıkları AB Direktifi kapsamında olmadığından, yatırım ortaklıklarına ilişkin SPK düzenlemesine bu bölümde yer verilmeyecek; Direktif kapsamındaki kolektif yatırım kuruluşlarının muadili olan yatırım fonlarına ilişkin mevzuat hükümleri ele alınarak AB düzenlemeleri ile karşılaştırma yapılacaktır.

Türkiye’de kurulan yatırım fonlarının AB Direktifine göre karşılığı, sözleşmeye dayalı kolektif yatırım kuruluşlarıdır. Yatırım fonlarına ilişkin düzenlemelerin yer aldığı Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili Tebliğlerde yer alan düzenlemelerin AB Direktifiyle temel farklılıkları aşağıda özetlenmektedir:

1. AB’de fon yönetim şirketleri sadece yatırım fonlarının portföylerini yönetebilmektedir. Türkiye’de ise SPK’dan portföy yöneticiliği belgesi alan aracı kurumlar da portföy yönetim şirketleri ile birlikte bu hizmeti verebilmekte ve yatırım fonları dışındaki kurumsal ve bireysel portföyleri de yönetebilmektedirler. Ancak ülkemiz sermaye piyasasının

henüz gelişmekte olduğu dikkate alındığında sadece yatırım fonlarının yönetimi amaçlı şirket kurulmasının yerinde olmadığı düşünülmektedir. Zira Türkiye’de kurulu yatırım fonlarının aktif büyüklüğü ile AB ülkeleri karşılaştırıldığında, bu tür bir düzenleme için henüz erken olduğu düşünülmektedir.

2. Yatırım fonlarının varlığının saklanmasına ilişkin olarak da AB düzenlemeleri ile farklılıklar bulunmaktadır. AB’de fon varlığını saklayan kurum aynı zamanda fon işlemlerinin kurallara uygunluğundan da sorumludur. Türkiye’de yatırım fonlarının malvarlığı İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. tarafından saklanmakta, ancak Takasbank’ın yatırım fonu işlemlerinin kurallara uygunluğunu sağlama gibi bir yetki ve görevi bulunmamaktadır. Bu sakınca, fon malvarlığının saklanmasından kurucuyu sorumlu tutarak aşılmaya çalışılmıştır. Diğer taraftan, Sermaye Piyasası Kanununda 4487 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik sonucu “portföy saklama kuruluşları”, “diğer sermaye piyasası kurumu” olarak tanımlanmıştır. Böylece, AB müktesebatına uyum çerçevesinde, söz konusu Direktif’te yer alan sorumlulukları alacak olan portföy saklama şirketlerinin kurulması için yasal zeminin hazır olduğu söylenebilir.
3. AB Direktifinde düzenlenen kolektif yatırım modellerinden sadece sözleşmeye dayalı kolektif yatırım kuruluşlarının Türkiye’de karşılığı bulunmakta; diğer iki modeli oluşturan trust hukukuna göre kurulan kolektif yatırım kuruluşları ve şirket tipi açık uçlu kolektif yatırım şirketleri ülkemiz mevzuatında yer bulmamaktadır.

Özellikle ülkemizde yasal mevzuatı oluşturulmayan değişken sermayeli yatırım ortaklıkları (DSYO) olarak ifade edilen şirket tipi kolektif yatırım modelinin, yatırım fonu ve ortaklıklarının avantajlarını bünyesinde toplamaktadır. Ayrıntılarına burada girmeyeceğimiz ve ayrı bir çalışmanın konusunu oluşturacak DSYO modeli, klasik yatırım ortaklığı hisse senetlerinin, yatırımcıların talep ettiği an ihraç edilmesi ve yatırımcıların istediği anda geri alınması şeklinde özetlenebilir.

Yatırım ortaklıklarının yatırımcılara ortaklık hakkı sağlaması ile yatırım fonlarının her zaman alım satıma açık olması avantajlarının birleştiği DSYO'lar, öngörülen şemsiye yapı nedeniyle bünyelerinde değişik yatırım amaçlarına sahip birçok alt fon barındırabilmekte ve bu yapı uluslararası pazarlama açısından da avantaj yaratmaktadır.

Bu modelin hayata geçirilmesi için Sermaye Piyasası Kanununda değişiklik gerekmektedir. Kanuna getirilecek çerçevede bir hükümlerle bu tür şirketlerin kurulmasına imkan tanınması ve ayrıntıların Kurul düzenlemelerine bırakılarak bu tür bir organizasyonun Türk Hukukunda yer alması, hem sermaye piyasasında araç çeşitliliğini artıracak, hem de Türkiye'nin AB üyeliğinde diğer ülkelerle rekabet edebilirliğini yükseltecektir.

4. Türkiye'deki yatırım fonlarının malvarlığı ile AB düzenlemeleri arasında bir takım farklılıklar bulunmaktadır. AB Direktifine göre fon varlığı devredilebilir menkul kıymetlerle sınırlı tutulmaktadır. Ancak mevzuatımızda altın ve diğer kıymetli madenler de fon varlığına dahil edilmektedir. Bu hususta da AB'ye uyum kapsamında mevzuat değişikliği gerekmektedir.
5. Bir diğer farklılık, yatırım fonlarının yatırım politikalarına yönelik düzenlemelerde kendini göstermektedir. Yatırım fonunun malvarlığına alacağı devredilebilir menkul kıymetlerin limitleri açısından bir takım farklılıklar mevcuttur. Bu farklılıklar ilerideki tabloda gösterilmektedir.

AB Direktifinde Yer Alan Limitler	SPK Tebliğinde Yer Alan Limitler
<p>Tek bir ihraççı tarafından çıkarılan menkul kıymetler fon aktifinin %5'ini geçemez. Üye devletler bazı istisnalar getirilerek bu sınırı %10'a çıkarabilir. Ancak, istisna getirilen menkul kıymetlerin toplam tutarı aktifin %40'ını geçemez.</p> <p>Yönetici şirket, ihraççı şirketin yönetiminde etkin rol oynayabileceği şekilde oy hakkı veren hisse senetlerini ele geçiremez.</p> <p>Tek bir ihraççıya ait oy hakkı vermeyen hisse senetlerinin %10'undan fazlasını alamaz.</p> <p>Tek bir ihraççıya ait sabit getirili menkul kıymetlerin %10'undan fazlasını alamaz.</p> <p>Direktif kapsamındaki diğer kolektif yatırım kuruluşlarının katılma belgelerinin %10'undan fazlasını alamaz.</p> <p>Ancak devlet garantisi ile veya uluslararası kuruluşlar tarafından ihraç edilen menkul kıymetler için bu sınırlar uygulanmayabilecektir.</p>	<p>Tek bir ortaklık tarafından çıkarılan menkul kıymetler fon portföyünün %10'unu geçemez. Kamu menkul kıymetleri için bu sınır uygulanmaz.</p> <p>Bir fona, ihraççı şirkette oy haklarının %9'undan fazlasını kapsayacak şekilde hisse senedi alınmaz.</p> <p>Fon portföyüne kurucunun ve yöneticinin hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetleri alınmaz</p> <p>Kurucu ve yöneticinin %10'dan fazla pay sahibi olduğu kuruluşlar ve diğer yöneticilerin ayrı ayrı veya toptan %20'den fazla paya sahip olduğu kuruluşların hisse senetleri portföyün %20'sini aşamaz.</p> <p>Bir yöneticinin yönetimindeki bir kurucuya ait fonlar toplu olarak hiçbir ortaklığın %20'sinden fazla sermaye ve oy hakkına sahip olamaz.</p>

6. Farklılıklara ilişkin olarak belirtilmesi gereken son bir husus, periyodik raporların yayımlanma sürelerine yönelik düzenlemelerdir. Bu farklılıklar aşağıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere aslında yatırımcıların bilgilendirilmesi yönünde mevzuatımızın daha önde olduğunu göstermektedir. AB düzenlemelerinde günlük ve aylık raporların bildirim sözü konusu değildir. Diğer periyodik raporlar ise ülkemiz düzenlemelerine göre daha geç şekilde kamunun bilgisine sunulmaktadır.

Direktifin Kamuyu Aydınlatmaya Yönelik Düzenlemeleri	SPK Tebliğinin Kamuyu Aydınlatmaya Yönelik Düzenlemeleri
Yıllık rapor- 4 ay içerisinde yayımlanır.	Yıllık rapor- 3 ay içerisinde yayımlanır.
Altı aylık rapor-2 ay içerisinde yayımlanır. Hem yatırımcıların hem de yetkili otoritenin bilgisine sunulur.	Altı aylık rapor-5 hafta içerisinde yayımlanır. Yetkili otoriteye gönderilir ve yatırımcının bilgisine sunulur.
	Aylık raporlar-15 gün içinde yetkili otoriteye ve yatırımcılara bildirilir.
	Günlük raporlar-takip eden işgünü yetkili otoriteye bildirilir.

Yukarıda altı madde halinde özetlemeye çalıştığımız farklılıklar, aslında ülkemiz düzenlemelerinin AB düzenlemeleri ile çok ciddi bir farklılık taşımadığını; hatta son iki maddede yer alan hususlarda ülkemizin daha ileri düzenlemelere sahip olduğunu göstermektedir. Türkiye'nin kolektif yatırım kuruluşları konusunda AB ile temel farkı yönetim şirketlerine yönelik düzenlemeler ile saklama kuruluşlarının sorumluluğunda kendini göstermektedir. Ancak, yönetici kuruluşun münhasıran yatırım fonu portföyü yöneterek diğer yatırımcılara hizmet verememesi ve aracı kurumların bu faaliyetleri gerçekleştirememeleri, ülkemiz fon endüstrisinin büyüklüğü ve aracı kuruluşların portföy yönetim hizmeti verememesi durumunda uğrayacağı gelir kaybı dikkate alındığında, üyelik durumunda geçiş süresi talep edilebilecek konulardandır.

2.2.Menkul Kıymetler Alanında Yatırım Hizmetleri

Yatırım hizmetlerine ilişkin temel nitelikteki AB düzenlemesi 93/22/EEC sayılı Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetleri

Hakkında 10 Mayıs 1993 tarih ve 93/22/EEC sayılı Direktiftir. Ancak söz konusu Direktif 30 Nisan 2006 tarihinde yürürlükten kalkacaktır. Direktifi yürürlükten kaldıracak olan 2004/39/EC sayılı Direktif, sermaye piyasası kurumlarına minimum standartlar getirerek "tek pasaport" ilkesiyle, herhangi bir üye devlette faaliyet gösteren bir yatırım firması, banka veya borsanın, kendi ülkesinden aldığı izinler çerçevesinde, diğer bir üye devlette de faaliyet göstermesini sağlayacaktır.

Direktif, üye ülkelerin birbirlerinden farklı düzenlemelerini uyumlaştırmayı amaçlamaktadır. Verimli, rekabetçi ve bütünlük arz eden bir piyasanın oluşumunu teşvik eden Direktif, özellikle banka, diğer yatırım firmaları ve borsaların adaletli bir biçimde rekabet etmelerini sağlayarak nihai hedef olan tek Avrupa menkul kıymet kurallarının oluşumuna önemli bir katkı sağlayacaktır.

Sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunacak olan gerçek veya tüzel kişiler üye ülkeden alacakları tek bir izinle diğer ülkelerden yeni izin almaksızın AB içinde çalışabileceklerdir. Direktif özellikle yatırım hizmetlerini yapacak kuruluşlara ilişkin hükümlerde yatırımcının korunması ilkesi çerçevesinde, aracı kuruluşun yeterli finansal kaynaklarının olmasının gözetilmesi, şirket yöneticilerinin profesyonel olmaları ile büyük oranlı pay sahiplerinin uygunluğu ve denetlemeye ilişkin düzenlemelere ağırlık vermektedir. Aracı kuruluşların devamlı gözetilmesi ve denetleme faaliyetleriyle ilgili idari ve muhasebe standartlarına ve uygulamalarına uyulması, müşteri hesaplarının uygun tutulması, mali yeterlilik ve piyasa risklerine karşı dayanma gücü, işlemlerdeki kayıt sisteminin düzgünlüğü vb. kuralları içermektedir.

Direktifte kapsanan yatırım hizmetlerini sunan kuruluşların, yatırımcıların korunması ve finansal sistemin istikrarı açısından, kuruldukları ülke tarafından verilecek faaliyet iznine tabi olmaları gerekmektedir. Yatırım şirketinin faaliyetlerinin içeriği ve gerçekleştirilen faaliyetlerin coğrafi dağılımından, sadece asıl faaliyet göstereceği ülkenin daha sıkı koşullarından kurtulmak için izin almak üzere bir başka ülkeyi seçtiği anlaşılırsa, karşılıklı tanıma prensibi ve orijin ülke (kuruluş ülkesi) denetiminin gereği olarak başvuru alan üye

ülke yetkili otoritelerinin faaliyet izni vermemeleri veya verilen izni iptal etmeleri gerekmektedir. Direktife göre;

- tüzel kişi bir yatırım şirketinin tescil edilmiş merkezinin bulunduğu üye ülkeden faaliyet izni alması,
- tüzel kişiliği olmayan bir yatırım şirketinin (adi ortaklık gibi) merkez ofisinin bulunduğu üye ülkeden faaliyet izni alması,
- merkezin kurulduğu ülkede gerçekten faaliyet göstermesi, gerekmektedir.

Yatırımcının korunması ve piyasaların düzgün işleyişinin sağlanması hedeflerine yönelik olarak, işlemlerde şeffaflığın garanti edilmesi ve Direktifin bu amaçla getirdiği kuralların yatırım şirketleri için geçerli olması gerekmektedir. Düzenlemede, piyasaların şeffaflığının sağlanmasına yönelik olarak yatırım şirketlerine getirilen yükümlülüklerde özellikle yatırım firmalarının işlem öncesi müşterilerini bilgilendirmelerine ayrı bir önem verilmektedir.

Direktif kapsamındaki kuruluşların gerçekleştirebilecekleri ana faaliyetler, finansal araçlara ilişkin emirlerin alınması, müşteri hesabına bu emirler üzerine işlem yapılması, yatırım şirketinin kendi hesabına işlem yapması, portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı, finansal araçların ihracı veya satışına aracılık olarak özetlenebilir.

Bu kuruluşların tali nitelikteki faaliyetleri ise, finansal araçların müşteri hesabına saklanması ve yönetimi; finansal araçlar üzerine işlem yapılabilmesi için yatırımcılara kredi verilmesi; kuruluşlara sermaye yapısı, endüstriyel strateji ve ilgili konularda danışmanlık hizmeti vermek ve kuruluş birleşmeleri ve satın almalarına danışmanlık yapmak; yatırım hizmetleriyle ilgili döviz alım satım hizmetlerini gerçekleştirmek; finansal araçlarla ilgili yatırım araştırması, finansal analiz ve genel tavsiyelerde bulunmak ve aracılık yüklenimi ile ilgili hizmetler olarak sıralanabilir.

Düzenleme kapsamındaki kuruluşlar; kredi kuruluşları, aracı kurumlar, yatırım danışmanlığı ve portföy yönetim faaliyetlerinde bulunan kuruluşlardır. Ülkemiz gibi bazı ülkelerde, kredi kuruluşlarının düzenlenmiş piyasalara üye olması ancak ayrı olarak kuracakları yan kuruluşları aracılığıyla mümkün olmaktadır. 93/22/EEC sayılı Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetleri Hakkındaki KONSEY Direktifi

ile, kredi kuruluşlarına bu tür bir üyelik için yan kuruluş şartı koşmadan doğrudan düzenleme kapsamındaki işlemleri yapabilme imkanı getirilmiştir.

Türkiye ile AB düzenlemeleri arasındaki en temel farklılık da bu noktada kendini göstermektedir. Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğinin 4'üncü maddesi aracı kurum ve bankaların yapabilecekleri sermaye piyasası faaliyetlerini belirlemiştir. Buna göre aracı kurumlar,

- Sermaye piyasası araçlarının ihracına veya halka arz yoluyla satışına,
- Daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının alım satımına,
- Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil türev araçların dayandığı kategoriler itibariyle ayrı ayrı veya bütün olarak türev araçların alım satımına aracılık edebilirler.

Aracı kurumlar ayrıca;

- Sermaye piyasası araçlarının geri alım veya satım taahhüdüyle alım satımı,
- Yatırım danışmanlığı,
- Portföy yöneticiliği,

faaliyetlerini gerçekleştirebilirler.

Bankalar ise,

- Daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının borsa dışında ve hisse senedi işlemleri hariç olmak üzere borsada alım satımına aracılık,
- Repo-ters repo,
- Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil türev araçların dayandığı kategoriler itibariyle ayrı ayrı veya bütün olarak türev araçların alım satımına aracılık edebilirler.

Mevduat kabul etmeyen bankalar ise bu faaliyetlerin yanı sıra sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık, portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerini yapabilirler.

Türkiye'nin AB üyeliği durumunda, ticari bankalar da sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışına veya ihracına; daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık edebilecek, yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği faaliyetlerini gerçekleştirebilecektir. Yine mevduat kabul etmeyen bankalar da üyelik durumunda, daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık yapabileceklerdir.

Tam üye olma durumunda, gerekli uyum koşullarının yerine getirilmesine ve üye ülkelerdeki yatırım şirketlerinin Türkiye menkul kıymet piyasalarında çalışabilmelerine izin verilmesine ilişkin teknik ve yasal düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

2.3.Sermaye Yeterliliği

Aracı kuruluşların mali yapısının güçlü olması sermaye piyasasında istikrar için çok önemlidir. Altyapısı sorunlu olan bir mali sistemde istikrarsızlıkların büyük ekonomik krizlere yol açabildiği Türkiye'de bilinen bir gerçektir.

Sermaye piyasasında istikrarın sağlanabilmesi için aracı kuruluşlara getirilen yükümlülükler, finansal riskin düşürülmesi ve sermayenin güçlendirilmesi temelindedir.

AB'de aracı kuruluşlarla ilgili sermaye yeterliliği şartları 93/6/EC sayılı Yatırım Firmaları ve Kredi Kuruluşlarının Sermaye Yeterliliği direktifiyle düzenlenmiştir. 1996 yılında yürürlüğe giren bu direktif, 98/31/EC, 98/33/EC 2002/87/EC ve son olarak 2004/39/EC sayılı direktiflerle değiştirilmiştir. Direktifin öngördüğü önemli düzenlemeler aşağıda özetlenmiştir.

Asgari Özsermaye

AB müktesebatı aracı kuruluşun sahip olması gereken asgari kuruluş sermaye tutarını, aracı kuruluşun yaptığı faaliyetler ve saklama yetkisine göre belirlemektedir.

Müşterilerin nakdini ve/veya menkul kıymetlerini saklayabilen, müşterilerin emirlerini ileten ve/veya gerçekleştiren ve/veya müşteri portföylerini yöneten aracı kurumların asgari sermayesinin 125.000 € (~230 milyar TL) olması gerekmektedir. Bu kurumlar halka arz edilen menkul kıymetlerin tümüne yüklenim yapamaz ve kendi portföyündeki menkul kıymetlerle müşteri emri gerçekleştiremezler. Yetkili otorite belirli limitler çerçevesinde, aracı kurumların özkaynaklarını finansal araçlarda değerlendirmesine izin verebilmektedir.

Yetkili otorite, saklama hizmeti veremeyen, halka arz edilen menkul kıymetlerin tümüne yüklenim yapamayan, portföy işlemi yapamayan aracı kurumların asgari sermayesini 50.000 €'ya (~90 milyar TL) kadar indirebilir.

Halka arz edilen menkul kıymetlerin tümüne yüklenim yapabilen, kendi portföyünden müşterilere alım-satım yapabilen ve diğer sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan kurumların asgari sermayesi 730.000 € (~1,35 trilyon TL) olarak belirlenmiştir.

Aşağıdaki şekilde tanımlanan şirketler için asgari sermaye 50.000 € olarak belirlenmiştir:

- Vadeli işlemler ve opsiyon piyasalarında kendi hesabına işlem yapan, veya aynı borsanın diğer üyeleri hesabına çalışan, veya bir fiyat oluşturan ve aynı borsanın bir takas üyesi tarafından garanti edilen "yerel firma"lar,
- Yalnızca yatırım danışmanlığı hizmeti veren ve/veya müşteri emirlerini iletebilen, müşteri nakdi ve menkul kıymetlerinin giriş çıkışının olmadığı kurumlar.

2004/39/EC sayılı direktifle yapılan değişiklik (üye devletler için son uygulama tarihi Nisan 2006'dır) "yerel firma"lar için asgari sermaye şartını değiştirmezken, yatırım danışmanlığı hizmeti veren ve/veya müşteri emirlerini iletebilen kurumlara:

- 50.000 € asgari sermayesi olması, veya
- tüm AB'yi kapsayacak şekilde kurumun ihmeline karşı profesyonel bir sigortaya sahip olması (talep başına 1.000.000 €, yıllık toplam 1.500.000 €), veya

- yukarıdaki 2 maddenin getireceği korumayı sağlayacak şekilde asgari sermaye ve sigortanın birleşimine sahip olması, şartı getirmektedir. Bu tutarlar enflasyon neticesinde dönemsel olarak revize edilebilecektir. Ayrıca, emek yoğun olarak nitelendirilen sektörlerle tanınan bazı muafiyetler çerçevesinde, asgari sermaye 25.000 €'ya, sigorta da talep başına 500.000 € ve yıllık toplam 750.000 €'ya inebilecektir.

Risk Karşılıkları

Direktifte geliştirilen işlem defteri kavramıyla, menkul kıymet işlemleri ile diğer ticari işlemler ayrıştırılarak, ilgili riskin hesaplanabilmesi amaçlanmıştır.

Ödenmiş sermaye, emisyon primi, yedek akçeler, dönem karı, yeniden değerlendirme değer artış fonu toplanıp, dönem zararı düşülerek özsermaye bulunmaktadır. İkincil borçların (sermaye benzeri kredi) eklenmesi ve likit olmayan varlıkların düşülmesiyle sermaye yeterliliği tabanına ulaşmaktadır.

Kuruluşların sermaye yeterliliği tabanının aşağıdakilerin toplamına eşit veya daha yüksek olması gerekmektedir:

- işlem defteri faaliyetleri için direktifte tarif edilen şekilde hesaplanan pozisyon riski ile takas ve karşı taraf riski, veya bazı koşullarda kuruluşun kendi geliştirdiği risk yönetimi modeli çerçevesinde hesaplanacak sermaye yükümlülüğü tutarı,
- bütün faaliyetler için direktifte tarif edilen şekilde hesaplanan döviz kuru ve emtia risk hesap kuralları çerçevesinde, veya bazı koşullarda kuruluşun kendi geliştirdiği risk yönetimi modeli çerçevesinde hesaplanacak sermaye yükümlülüğü tutarı,
- bütün faaliyetler için, Kredi Kurumlarının Ödeme Gücü Oranı Hakkında 89/647/EEC sayılı direktif çerçevesinde hesaplanan sermaye yükümlülüğü,
- yetkili otoritenin gerekli gördüğü durumda isteyebileceği özkaynak.

Bu şartların yanı sıra, yatırım firması bir önceki yılın sabit yönetim giderlerinin dörtte biri kadar özkaynak bulundurmak zorundadır.

Raporlama Yükümlülükleri

Üye devletler yatırım şirketleri ile kredi kuruluşlarının gerekli belgeleri kuruluş ülke yetkili otoritelerine sunmasını isteyeceklerdir.

Asgari sermayesi 730.000 € olması istenen firmaların en az ayda bir, 125.000 € asgari sermaye gerektiren firmaların en az üç ayda bir, 50.000 € asgari sermaye gerektiren firmaların en az altı ayda bir yetkili otoritelere raporlama yapması gerekmektedir.

Türkiye Uygulaması

Türkiye’de asgari özsermaye tutarı aracı kurumların yetki belgelerine göre belirlenmektedir. SPK tarafından belirlenen ve 30 Haziran 2004 tarihinden itibaren geçerli olan aracı kurumların asgari özsermaye tutarlarına tabloda yer verilmiştir.

Yetki Belgesi	2004 Asgari Özsermaye (Milyon TL)	2004 Asgari Özsermaye (€*)
Alım Satım Aracılığı	652,000	352,432
Halka Arza Aracılık	327,000	176,757
Repo-Ters Repo	327,000	176,757
Portföy Yöneticiliği	261,000	141,081
Yatırım Danışmanlığı	68,000	36,757
TOPLAM	1,635,000	883,784

* € kuru 1.850.000 TL alınmıştır.

Aracı kurumların sahip oldukları yetki belgelerine göre 2004 yılı için tespit edilen asgari özsermaye tutarı, tüm yetki belgelerini elinde bulunduran kurumlar için yaklaşık 880.000 €’ya denk gelmekte olup, bu tutar AB’deki en yüksek asgari sermayenin üzerinde yer almaktadır. Ancak, 93/6/EC direktifinde, üye devletlerin ilave ve daha sert şartlar uygulayabileceği hükmü yer almaktadır.

Diğer konularda ülkemiz uygulamaları ile AB uygulamaları büyük ölçüde paraleldir. Ancak, raporlama ve risk hesaplama yöntemlerinde AB düzenlemeleriyle ülkemiz uygulaması arasında tali bazı farklar bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde ise, Basel II çerçevesinde 2006-2007’de uygulamaya girmesi planlanan yeni sermaye yeterliliği düzenlemelerinin de dikkate alınması gerekecektir.

2.4.Mali Tablolar

Finansal Kuruluşların Yıllık ve Konsolide Mali Tabloları

Finansal hizmetlerde de tek pazara doğru ilerleyen sektörde muhasebe standartlarında uyum son derece önemlidir. Öte yandan, son dönemde ortaya çıkan muhasebe skandalları şeffaflığın öneminin iyice benimsenmesini sağlamıştır. Ayrıca, mali sektör kurumlarının daha yoğun bir şekilde sınır ötesi faaliyetlerde bulunması bir eşgüdüm gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

AB'nin mali tablo standartlarıyla ilgili düzenlemesi 1986 tarihini taşımaktadır. 86/635/EEC direktifi banka ve diğer mali kuruluşların yıllık ve konsolide mali tablolarını düzenlemektedir. Bu düzenleme 2001/65/EC ve 2003/51/EC sayılı direktiflerle güncellenmiştir. Son direktifle, uluslararası muhasebe standartları getirilmiştir.

Türkiye bu düzenlemelere paralel olarak, 2003 yılı sonunda yaptığı bir düzenlemeyle Uluslararası Muhasebe Standartlarını benimsemiştir. Seri:XI, No:25 sayılı tebliğ ile hisse senetleri borsada işlem gören şirketler, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, sayılan işletmelerin ortak ve iştirakleri bu raporlamayı gerçekleştirmekle yükümlü kılınmıştır. Uygulama ise 2005 yılında başlayacaktır.

Merkez Ofisleri Başka Devletlerde Bulunan Kredi Kurumları ve Finans Kurumları Şubelerinin Yıllık Mali Tabloları

89/117/EEC sayılı direktif, üye devletlerin, merkez ofisleri başka devletlerde bulunan kredi kurumları ve finans kurumlarının şubelerinden isteyebileceği, yıllık hesaplar, konsolide hesaplar, yıllık rapor, konsolide yıllık rapor, ve bu hesapların denetiminden sorumlu olanın görüşü gibi muhasebe belgelerinin yayınlama yükümlülüklerini düzenlemektedir.

Bu belgelerin, kredi veya finans kurumunun merkez ofisinin bulunduğu üye devletin kanunlarının gerektirdiği şekilde hazırlanıp, denetleneceği belirtilmektedir. Bu şubelerden kendi faaliyetleri ile ilgili olarak yıllık hesaplarını yayınlamaları istenmeyebilir. Öte yandan, bazı durumlarda, üye devletlerin, başka düzenlemeler çerçevesinde şubelerden ilave bilgiler isteyebileceği de belirtilmektedir.

Bu konuya dair Türkiye mevzuatında bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu mevzuatın AB'ye üyelik tarihinde benimsenmesinde bir sakınca görülmektedir.

3.Yatırımcının Korunmasına Yönelik AB Düzenlemeleri

Sermaye piyasası alanındaki düzenlemelerin en önemli hedefi yatırımcıların korunmasıdır. Sermaye piyasasında yatırımcının korunmasına yönelik mekanizmalar dolaylı olarak tüm düzenlemeleri ilgilendirmekle birlikte, konuya ilişkin doğrudan düzenlemeleri iki ana başlık altında toplamak mümkündür. Bunlardan birincisi, yatırımcıların malvarlığının yatırım şirketlerinin mali risklerine karşı korunmasıdır, ki bu noktada yatırımcı tazmin sistemleri devreye girmektedir. İkincisi ise, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen bilgileri tam, zamanında ve doğru bir biçimde edinmelerini sağlayarak yanlış karar almalarını önlemektir. Bu bağlamda, "kamuyu aydınlatma" prensipleri gündeme gelmektedir. Aşağıda, bu iki konuya yönelik olarak yapılan AB düzenlemeleri incelenmiştir.

3.1.Yatırımcı Tazmin Sistemleri

Sermaye piyasasında yatırımcının korunması, sisteme güvenin artırılmasına yönelik önemli bir adımı oluşturmaktadır. Her ne kadar, yukarıda da belirtildiği üzere, sermaye piyasasında yapılan diğer düzenlemelerin nihai amacı yatırımcıların korunması olsa da, özellikle dolandırıcılık eylemleri söz konusu olduğunda, yöntem konusunda sınır konması mümkün olamadığından, hiçbir denetim sistemi tam bir koruma sağlayamamaktadır.

Yatırımcıların korunmasının, piyasanın düzgün işlemesi ve mali sisteme olan güvenin sürdürülmesinde taşıdığı önem dikkate alınarak 03 Mart 1997 tarih ve 97/9/EC sayılı Direktif kabul edilmiştir. Buna göre, üye devlet yatırım şirketlerinin yatırımcılara yönelik yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda, en azından küçük yatırımcıyı koruyacak ve asgari bir koruma miktarını garanti eden bir yatırımcı tazmin sistemi oluşturulması gerekmektedir. Direktifte yer alan düzenlemeleri aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür.

Yatırımcı Tazmin Sistemine Katılım

Birlik üyesi devletler, bir ya da daha fazla yatırımcı tazmin sistemini uygulamaya koymakla yükümlüdür. Direktif'te tanınan istisnalar dışında, ilgili üye devlette yetkilendirilmiş hiçbir yatırım şirketi tazmin sistemine dahil olmadan faaliyetlerini sürdüremez.

Sisteme üye olmak zorunda olan yatırım şirketleri, 93/22/EEC sayılı Yatırım Hizmetleri Hakkında Direktif hükümlerine atıf yapmak suretiyle belirlenmiştir. Söz konusu Direktif, üçüncü şahıslara profesyonel düzeyde düzenli olarak yatırım hizmeti sunan tüzel kişileri yatırım şirketi olarak tanımlamıştır. Aşağıda sayılan hizmetlerin bir ya da daha fazlasını gerçekleştirmek üzere üye devlet yetkili otoritesinden faaliyet izni alan tüzel kişilikler yatırım şirketi olarak kabul edilmektedir.

- 1- 93/22/EEC sayılı Direktifte yer alan araçların (aşağıda bu araçlar açıklanmaktadır) biri veya birkaçı için verilen emirlerin müşteri adına alınması ve iletilmesi.
- 2- Bu emirler üzerine müşteri hesabına işlem yapılması.
- 3- Bu araçlar için yatırım şirketi hesabına işlem yapılması.
- 4- Müşteri bazında, yatırımcılar tarafından belirlenen tercihler çerçevesinde, söz konusu enstrümanların bir veya daha fazlasını içeren yatırım portföylerinin yönetilmesi.
- 5- Söz konusu araçların ihracı ve satışı sırasında aracılık yüklenimi yapılması.

Koruma kapsamındaki araçlar da yine 93/22/EEC sayılı Direktife atıf yapılmak suretiyle belirlenmiştir. Bunlar,

- 1- Devredilebilir hisse senetleri
- 2- Yatırım fonu katılma belgeleri
- 3- Para piyasası araçları
- 4- Finansal futures sözleşmeleri
- 5- Forward faiz sözleşmeleri
- 6- Faiz, döviz ve hisse senedi swapları
- 7- Sayılan araçların alım veya satım hakkını veren (özellikle döviz ve faiz üzerine olan) opsiyonlardır.

Bu araçlarla, yukarıda sayılan hizmetlerden bir veya birkaçını yerine getirmekle yetkilendirilmiş kuruluşlar (yatırım şirketleri) 97/9/EC sayılı

Yatırımcı Tazmin Sistemleri Hakkında Direktif kapsamında bir tazmin sistemine dahil olmakla yükümlüdür. Yatırımcılar da, tazmin sistemine üye yatırım şirketinin, bu işlemlerden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda sistemden yararlanma hakkına sahiptir.

Korumanın Kapsamı

Üye devletler, her bir yatırımcı için 20.000 €'dan az olmayacak şekilde tazminat ödenmesini hükme bağlamak zorundadır. Üye devlet, belirli yatırımcıların sistemin koruması dışında tutulmasını ya da daha düşük bir koruma düzeyi verilmesini hükme bağlayabilir.

Üye devletler korumayı, yatırımcının talebinin belirli bir yüzdesi ile sınırlayabilir. Ancak koruma altına alınan oran, talep edilen meblağ 20.000 €'dan az olduğu sürece, talebin en az %90'ı olmalıdır.

Birlik üyesi bir devlette uygulamaya konulan ve resmi olarak tanınan yatırımcı tazmin sistemleri, başka bir üye devlet yatırım şirketinin üye ülkede kurulan şubesinin yatırımcılarını da kapsamaktadır. Diğer üye devlet yatırım şirketi şubesinin yatırımcıları için sağlanan koruma, koruma oranı da dahil olmak üzere, ev sahibi ülkenin kabul ettiği tazminat sisteminin azami oran ve kapsamını aşamaz. Ev sahibi üye devletin sağladığı korumanın kapsamı, yatırım şirketinin yetkilendirildiği ülkenin koruma düzeyini aşıyorsa, ev sahibi ülke, yatırım şirketinin yatırımcılarının sahip olduğu korumayı desteklemek için gönüllü olarak katılınabilecek bir sistemi sağlamakla yükümlüdür. Böylelikle küçük yatırımcılar, Birlik üyesi devletlerin yatırım şirketlerinin şubelerinden de yerel yatırım şirketleri kadar güvenli biçimde hizmet alabileceklerdir.

Diğer taraftan, böyle bir imkanın getirilmemesi ulusal yatırım şirketleri ile diğer üye devlet şirketlerinin şubeleri arasında tazminat farklarına ve eşit olmayan rekabet şartlarına yol açabilecektir. Bu tür sakıncaların giderilmesi için düzenlemeler, şubelerin, ev sahibi ülkelerin sistemlerine katılmaya zorunlu kılınması, şubelerin faaliyette bulunduğu ülkelerin tazmin sisteminin aynısının şube müşterilerine tanınması imkanı getirmiştir.

Sistemin Devreye Girmesi

Tazmin sisteminin devreye girmesi aşağıda belirtilen şartların gerçekleşmesine bağlıdır.

- 1- Yetkili otoritenin, yatırım şirketinin mali durumuyla ilgili sebeplerden dolayı, yatırımcılara olan yükümlülüklerini yerine getiremeyecek durumda olduğuna karar vermesi,
- 2- Bir yargı birimi tarafından, yatırım şirketinin finansal koşullarını doğrudan etkileyen ve yatırımcıların şirkete karşı talepte bulunmasını askıya alma sonucunu doğuran bir karar alınması.

Yatırım şirketinin yaptığı faaliyetle ilgili olarak yatırımcılar adına elde tuttuğu para ve araçların iade edilmemesi durumunda ödeme yapılacaktır.

Tazmin Prosedürü

Sistem, yatırımcıların taleplerini sunmaları için bir süre belirleyebilir. Bu süre, tazmin sisteminin uygulamaya konulmasını gerektiren kararın kamuoyuna açıklandığı tarihten itibaren beş aydan kısa olamaz. Ancak bu sürenin bitmiş olması, tazminat hakkını kullanmayan yatırımcının bu hakkından vazgeçtiği anlamını taşımaz. Yatırımcının talebinin de en kısa sürede sonuçlandırılması gerekmektedir. Ödeme, talebin geçerliliğinin ve meblağın belirlenmesini izleyen üç ay içinde yapılmak durumundadır. Sürenin uzatımı için yetkili otoritenin izni gerekmektedir. Ancak bu süre uzatımı da üç ayı geçemez.

Müşterinin, talep ettiği meblağın karapara aklama suçu ile ilişkilendirilmesi ve hakkında cezai takibata geçilmiş olması durumunda, zaman sınırına bağlı olmaksızın kararın çıkmasına kadar her türlü ödeme askıya alınır.

Sisteme Üye Yatırım Şirketlerinin Yükümlülükleri

Üye devletler, yatırım şirketinin mevcut ve potansiyel müşterilerine, yatırım şirketi ve diğer üye devletlerdeki şubelerinin üyesi olduğu yatırımcı tazmin sistemi ile ilgili olarak gerekli olan bilginin sunulması için uygun önlemleri almasını sağlamaktır.

Üye devletler, tazmin sisteminin reklamlarda kullanılmasına ilişkin esasları belirlemek zorundadırlar.

Halefiyet

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

Sistemden Ayrılma

Tazmin sistemine dahil olması gereken bir yatırım şirketi, üzerine düşen yükümlülükleri yerine getirmemesi durumunda, faaliyette bulunma yetkisini veren yetkili otoriteye durum bildirilecek ve yatırım şirketinin yükümlülüklerini yerine getirmesi için, tazmin sistemi çerçevesinde ödemeleri gerçekleştirecek kuruluş ile işbirliği içinde, ceza verilmesi de dahil olmak üzere tüm önlemler alınabilecektir. Bu önlemlere rağmen yatırım şirketi yükümlülüklerini yerine getirmezse, iç hukukun üyelikten çıkmaya izin vermesi durumunda, yetkili otoritenin de onay vermesi şartıyla, yatırım şirketi üyelikten çıkma talebini oniki aydan daha kısa olmayan bir süre içerisinde bildirmekle yükümlüdür. Bu sürenin bitiminde yatırım şirketi yükümlülüklerini yerine getirmez ise tazmin sisteminin dışında bırakılabilir. Bu durumda, yatırım şirketi yatırımcılarına tazmin sistemine eş değerde, aynı özelliklere sahip alternatif bir koruma sağlayacak bir tazmin programı sunamazsa, yetkili otorite tarafından faaliyet yetkilerinin tümü iptal edilir.

Faaliyet yetkileri iptal edilen yatırım şirketinin yatırımcıları, yatırımcının korunması ilkesi çerçevesinde, yatırım şirketinin faaliyette bulunduğu süre içerisinde aldıkları hizmetlere yönelik olarak sistemden yararlanmaya devam ederler.

Tazmin Sistemi Dışında Tutulabilecek Yatırımcılar

Yukarıda da belirtildiği üzere, bir üye ülkenin, korumaya ihtiyacı olmadığı düşünülen ve belirli bir biçimde kategorize edilmiş yatırımcılar, tazmin sistemi dışında tutulabilir. Bu yatırımcılar 97/7/EC sayılı Direktifte aşağıdaki şekilde sıralanmıştır.

- 1- Aşağıda belirtilen kurumsal ve profesyonel yatırımcılar,
 - Bu direktif kapsamındaki yatırım şirketleri
 - Kredi kuruluşları

- Sigorta kuruluşları
 - Kollektif yatırım kuruluşları
 - Emeklilik fonları
- 2- Uluslararası kurumlar, hükümet, merkezi idare mercileri,
 - 3- Yerel idareler,
 - 4- Yatırım şirketinin yöneticileri, müdürleri, sorumlu yönetim kurulu üyeleri, yatırım şirketlerinin sermayesinin %5'inden fazlasını elinde bulunduranlar, yatırım şirketlerinin muhasebe denetimlerini yapmakla yükümlü kişiler, bu kişilerin yakınları veya onlar hesabına hareket eden üçüncü kişiler,
 - 5- Aynı grupta yer alan firmalar,
 - 6- Yatırım şirketinin mali durumunun bozulmasında sorumluluğu bulunanlar,
 - 7- Kurucu Anlaşmanın 54(3)(g) maddesine dayanan 25 Temmuz 1978 tarih ve 78/660/EEC sayılı Direktifin 11. maddesine göre özet mali tablolar yayımlamalarına izin verilmeyecek büyüklükteki şirketler.

3.2.Kamuyu Aydınlatma

Yatırımcıların korunmasına ilişkin doğrudan düzenlemelerin bir diğeri de kamunun aydınlatılmasına yönelik esasları belirleyen düzenlemelerdir. Kamuyu aydınlatma, yatırımcıların yatırım yapacakları şirketlerin ekonomik durumu hakkında yeterli ve doğru bilgiyi zamanında edinmelerini ifade eder. Yatırımcıların, yatırım kararlarını etkileyen bilgilerin tam, zamanında ve doğru bir şekilde yatırımcılara ulaştırılması esastır.

Kamuyu aydınlatmaya yönelik düzenlemelerin genel çerçevesini,

- Şirketin mali tablo ve raporları ile bağımsız denetim raporlarını kamuya duyurmak,
- Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek olay ve gelişmeleri kamuya duyurmak,
- Ortaklık yapısındaki değişiklikleri ve diğer özel durumları kamuya açıklamak,

oluşturmaktadır.

Kamuyu aydınlatma ile ilgili AB düzenlemelerindeki dağınıklığın giderilmesi ve rasyonelliğin sağlanması amaçlarıyla 28 Mayıs 2001 tarih ve 2001/34/EC sayılı Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna

Kabulüne ve Bu Kıymetlerle İlgili Olarak Yayımlanacak Bilgilere İlişkin Direktif kabul edilmiştir.

Menkul kıymetlerin halka arzında yayımlanacak izahnamelerin düzenlenmesi, onaylanması ve dağıtımı esaslarını belirleyen düzenlemelerin de kamunun aydınlatılması prensibi çerçevesinde ele alınması doğru bir yaklaşım olacaktır.

Kamuyu aydınlatmaya yönelik AB düzenlemelerinin iki ana başlık altında toplanmasının anlamlı olacağı düşünülmektedir. İlk bölümde, halka arz edilmiş menkul kıymetler ile ilgili, bir başka ifadeyle menkul kıymetleri borsa kotuna alınan şirketlere ilişkin yükümlülükler; ikinci bölümde ise, halka arz sırasında kamuyu aydınlatma prensibi çerçevesinde izahname hazırlanmasına yönelik düzenlemeler irdelenmeye çalışılacaktır.

Borsa Kotuna Alınan Menkul Kıymetler İle İlgili Yükümlülükler

Menkul kıymetleri borsa kotuna alınan şirketlerin kamuyu aydınlatma konusundaki yükümlülükleri yukarıda da belirtildiği üzere 2001/34/EC sayılı Direktif'te düzenlenmektedir. Direktifin amacı yatırımcıların korunmasını sağlamaktır. Menkul kıymetlerin kote edildiği dönem boyunca yatırımcılara doğru ve düzenli bilginin sunulması, yatırımcıların korunmasını gerçekleştirmenin en önemli ayağını oluşturmaktadır. Yatırımcılar için etkin koruma ve borsaların düzenli işleminin sağlanması için menkul kıymetleri kota alınan Birlik üyesi ülkelerin şirketlerine ilişkin yayımlanacak bilgilere ilişkin kurallar, üye olmayan ülkelere de uygulanmaktadır. Yatırımcıların eşit biçimde bilgilendirilmesi, tek bir Avrupa sermaye piyasasının yaratılmasına ciddi katkılar sağlayacaktır.

a. Hisse Senetleri Borsa Kotuna Alınan Şirketlere İlişkin Yükümlülükler

Hisse senetleri borsa kotuna alınan şirketler, aynı konumda bulunan hisse senedi sahiplerinin eşit haklardan yararlanmalarını sağlamak zorundadır. Hisse senetleri birden fazla üye ülkenin resmi borsa kotunda olan şirketler bu borsaların bulunduğu ülkelerdeki piyasalara aynı bilgileri sağlamakla yükümlüdürler. Hisse senetleri hem üye hem de üye olmayan ülkelere işlem gören şirketler, hisse senetlerinin

değerlemesinde etkili olması kaydıyla, en az üye olmayan ülkelerde bulunan borsalara açıklamış oldukları bilgilere eşdeğer bilgileri üye ülkelere de açıklamak zorundadır.

Şirket, hisse senetlerinin kota alındığı bütün üye ülkelerde, hisse senedi sahiplerinin haklarını kullanabilmeleri için tüm imkan ve bilgileri sağlamak zorundadır.

Bu çerçevede şirketler özellikle,

- Hisse senedi sahiplerinin genel kurul toplantı tarihlerinden haberdar olmalarını ve oy kullanmalarını sağlayacak önlemleri almak,
- Temettü dağıtımı ve sermaye artırımları konusunda gerekli bildirimleri yapmak,
- Finansal hizmet vermeyen şirketler ise, ortaklarının finansal haklarını kullanabilmeleri için bir finansal kuruluşu acente olarak görevlendirmek,

zorundadır.

Şirketler, hisse senetlerinin fiyatlarında önemli oynamalara neden olabilecek değişiklikleri (ana faaliyet konuları, aktif-pasif yapıları, mali pozisyonları, faaliyetlerini etkileyebilecek nitelikteki değişiklikler) en kısa zamanda yayımlayarak kamuyu aydınlatmakla yükümlüdürler. Ancak, yetkili otoriteler, bu ek bilgilerin yayımlanmasının şirketin menfaatlerine zarar getireceği kanaatine varırsa şirketi bu yükümlülüğünden muaf tutabilir.

Şirketler, hisse senedi sahiplerinin haklarında meydana gelen değişiklikleri de gecikmeksizin kamuya duyurmakla yükümlüdür.

Sermayenin çoğunluk paylarındaki değişimler konusunda da şirket, kamuyu derhal aydınlatmakla yükümlüdür.

b. Yıllık Mali Tablolar ve Yıllık Faaliyet Raporu

Şirket, en son yıllık mali tablolarını ve son yıla ilişkin faaliyet raporunu mümkün olan en kısa sürede kamunun bilgisine sunmakla yükümlüdür. Yıllık tablo ve raporlar, şirketin finansal yapısı ile ilgili yeterli ve doğru bilgileri içermiyorsa, ilave ve daha detaylı bilgiler şirket tarafından sağlanmalıdır.

c. Altı Aylık Raporlar

Altı aylık raporlar ilgili olduğu dönemin bitiminden itibaren dört ay içerisinde yayımlanmak zorundadır.

Altı aylık raporlar, şirketin faaliyetleri, kar-zarar durumları hakkındaki tabloları ve bunlarla ilgili açıklayıcı bilgileri içerir. Tablo biçiminde hazırlanan bilgilerde bulunması gereken asgari unsurlar,

- Net hasılat tutarı
- Vergi kesintisi yapılmadan önce veya yapıldıktan sonraki kar veya zarar tutarıdır.

Ancak şirket, ara dönemde temettü dağıtır veya dağıtacağını açıklarsa, altı aylık tablosunda vergi sonrası kar veya zararı ile yaptığı ve yapacağı temettü ödemelerini göstermek durumundadır.

Her tabloda bir önceki yılın aynı dönemine ilişkin bilgilere de yer verilerek, bir önceki mali yılın ilgili dönemi ile karşılaştırma yapılabilmesi imkanı sağlanmalıdır.

Altı aylık raporda yer alan açıklayıcı bilgiler (dipnotlar) yatırımcıların şirketin faaliyet ve kar-zarar eğilimlerini değerlendirebilmesini sağlayacak bilgileri içermelidir. Bu bilgiler mümkün olduğunca, şirketin içinde bulunduğu mali yıldaki muhtemel gelişmeleri de göstermelidir.

Şirket kayıtları denetlendiğinde, denetçi raporu ve şartlı görüş bulunması halinde bu hususların da aynen yayımlanması gerekmektedir.

2001/34/EC sayılı Direktif uyarınca şirketlere getirilen yükümlülükler şirketin faaliyetlerine ve statüsüne uygun değil ise, yetkili otoriteler şartların adaptasyonunu sağlayacaklardır.

Bazı bilgilerin kamuya açıklanmasının kamu yararı ile çeliştiğine ya da şirkete zarar verebileceğine yetkili otoriteler tarafından karar verilmişse, yatırımcıları şirketin mali durumu hakkında yanılgıya düşürmemek kaydıyla, söz konusu bilgilerin altı aylık raporlardan çıkarılmasına karar verilebilir.

Üye olmayan ülke mevzuatına göre kurulan ve yönetilen bir şirket, altı aylık raporlarını ilgili ülkede kamuya açıklıyor ise, üye ülke yetkili otoriteleri, orijin ülkede kamuya açıklanan bu bilgilerin 2001/34/EC sayılı Direktifte getirilen uygulama ile aynı sonuçları doğuracağına kanaat getirirse, bu raporların AB üyesi ülkelerde de aynı bilgilerle kamuya açıklanmasını yeterli görebilir.

d. Borçlanma Araçları Borsa Kotuna Alınan İhraççılara İlişkin Yükümlülükler

Borçlanma aracı ihraç eden şirketlere de yıllık mali tablolar, faaliyet raporları ve özel durumların kamuya açıklanması konularında hisse senetleri borsa kotuna alınan şirketlerle hemen hemen aynı yükümlülükler getirilmiştir. Ancak, altı aylık ara raporları yayımlama zorunluluğu bulunmamaktadır.

Bir devlet, devletin bölgesel ve yerel kuruluşları veya uluslararası kamu kuruluşları tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarının, sahiplerine eşit haklar sağlamasına yönelik düzenlemeleri yapmakla yükümlüdür. Borçlanma senedi ihraç eden bu tür kurumlar için elbette herhangi bir periyodik rapor açıklama zorunluluğu bulunmamaktadır. Ancak, borçlanma senedi ihraç eden şirketlere yönelik diğer yükümlülükler bu kurumlar için de geçerlidir.

Borsa Kotunda Bulunan Bir Şirketin Çoğunluk Paylarındaki Değişiklik Durumunda Açıklanması Gereken Bilgilere İlişkin Yükümlülükler

Üye ülkeler, hisse senetleri Birlik üyelerinden bir veya birden fazlasında kurulu borsalarda kote edilmiş olan şirketlerin oy hakkı veren hisse senetlerinin bir gerçek veya tüzel kişi tarafından elde edilmesi veya çıkarılması durumunda elinde bulunan oy hakları oranı %10, %20, 1/3, %50 veya 2/3 sınırlarına ulaşır, geçer veya altına düşerse ilgili kişinin bu işlem sonrasında sahip olduğu oy haklarını şirkete ve aynı zamanda yetkili otoriteye yedi takvim günü içinde bildirmesini sağlamak zorundadır. Bu açıklamayı alan şirket, hisse senetleri borsaya kote edilmiş tüm üye ülkelerde derhal ve her durumda bilginin alınışından itibaren dokuz takvim günü içinde, kamuya açıklamalıdır. Üye ülke, bu açıklamanın şirket tarafından değil de yetkili otorite tarafından yapılmasını düzenleyebilir.

%25 sınırı uygulayan ülkelerin %20 ve 1/3 sınırlarını uygulamalarına gerek yoktur. Üye ülkeler %75 sınırını uyguluyorlarsa 2/3 sınırını uygulama zorunlulukları bulunmamaktadır.

Yedi takvim günlük dönem, büyük hisse sahibinin elde etme veya çıkarmayı öğrenmesi veya şartlar gereği olarak öğrenmiş olmasının gerektiği zamandan başlar. Üye ülkeler, sermayenin elde tutulma oranları ile ilgili olarak şirketlerin de bilgilendirilmesini şart koşabilir.

a. Oy Hakkının Tespiti

Yukarıda yer alan oranların tespitinde, aşağıda belirtilen gerçek veya tüzel kişilerin ellerinde tuttıkları oy hakları da bir kişiye ait kabul edilir.

- Bir başka kişiye ait olmakla birlikte, hisse senetlerinde işlem yapan kişinin kendi hesabına kullanma hakkına sahip olduğu oy hakları,
- Bu gerçek veya tüzel kişinin kontrolünde bulunan bir işletme tarafından elde tutulan oy hakları,
- Bu gerçek veya tüzel kişinin, ellerinde tuttıkları oy haklarını birlikte hareket etmek suretiyle kullanarak şirketin yönetiminde ortak bir politika belirlemek için yazılı bir sözleşme imzaladığı üçüncü kişilerin ellerinde bulundurdukları oy hakları,
- Bu gerçek veya tüzel kişi ile veya bu gerçek veya tüzel kişi tarafından kontrol edilen bir işletme ile söz konusu oy haklarının geçici olarak transferi için yazılı anlaşma yapmış olan üçüncü kişiler tarafından elde tutulan oy hakları,
- Bu gerçek veya tüzel kişiye ait olup da, geçici teminat olarak verilmiş paylara bağlı olan oy hakları,
- Bu gerçek veya tüzel kişinin kaydıhayat şartıyla sahip olduğu paylara bağlı oy hakları,
- Bu gerçek veya tüzel kişiye emanet olarak verilen ve sahiplerinin özel talimatı olmaması durumunda bu gerçek veya tüzel kişinin takdiri ile kullanabileceği oy hakları. Bu durumda üye ülkeler söz konusu gerçek veya tüzel kişinin, genel kurul toplantısından 21 takvim günü önce şirkete bilgi vermesini zorunlu tutabileceklerdir.

Hisse senetlerini elde tutma ve elden çıkarma işlemlerinin profesyonel bir aracı tarafından gerçekleştirilmesi durumunda,

amacın sadece profesyonel anlamda yatırım olması ve hisselerin aracı tarafından şirketin yönetimine müdahale amacıyla kullanılmaması şartıyla, yukarıda belirtilen sınırlar aşılmış olsa bile bu tür yatırımcılar şirkete açıklama yapma yükümlülüğünden muaf tutulabilirler.

Açıklama yapma yükümlülüğü bulunan şirketler, bu bilgileri açıklamanın kamu menfaatlerine ve söz konusu şirketlere zarar vereceğini düşündüğü durumlarda, bilgiyi açıklamamanın menkul kıymetlere yatırım konusundaki değerlendirmeye ilişkin kamunun yanlış yönlendirilmesine yol açmaması koşuluyla, kamuya açıklama yükümlülüğünden muaf tutulabilirler.

b. Borsada Menkul Kıymetleri Kote Olan Şirketlere İlişkin Bilgilerin Yayınlanması

Menkul kıymetleri borsaya kote olan şirketlerin yıllık mali raporları ile faaliyet raporları, Direktif uyarınca yapılması gereken özel açıklamalar ve şirketlerin çoğunluk paylarında yukarıda açıklanan oranlardaki değişimler ülke çapında geniş yayım yapan bir veya daha çok gazetede yayımlanarak veya bu gazetelerde yapılacak duyurularla bu bilgilerin elde edilebileceği yerler belirtilerek ya da yetkili otoritelerin uygun göreceği başka yayın araçlarıyla kamuya duyurulur.

Menkul Kıymetlerin Halka Arzında Yayınlanacak İzahnameler

Diğer yatırım araçlarında olduğu gibi devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapmak da risk içerdiğinden, yatırımcıların korunması açısından bu riskleri değerlendirebilmeleri ve kararlarını doğru bilgiler ışığında almaları için bu menkul kıymetleri ihraç edenlerle ilgili gerçek ve tam bilgilendirmenin sağlanması gerekmektedir.

Borsa kotuna alınacak devredilebilir menkul kıymetlerin halka arzında düzenlenecek izahname, müteakabiliyet ilkesi çerçevesinde, aynı menkul kıymetlerin bir diğer üye ülkede halka arzı için de kullanılabilir. Üye olmayan ülkelerin kanunlarına tabi şirketler Direktif kapsamındadır.

Direktif, üye ülkelerde ilk defa halka arz edilen ve söz konusu üye ülke borsalarında kota alınmamış devredilebilir menkul kıymetleri

kapsamaktadır. Ancak, aşağıda belirtilen halka arz ve halka arz edilen menkul kıymetler türleri Direktif hükümlerinden muaftır.

a. İhraç Türüne İlişkin Muafiyetler

- Menkul kıymetlerin, aynı sektörde faaliyet gösteren gerçek ya da tüzel kişilere halka arzı,
 - Menkul kıymetlerin, tahsisli olarak halka arzı,
 - Halka arz edilen menkul kıymetlerin yatırımcı başına en az 50.000 €'luk bir bedelle satın alınması,
 - Profesyonel yatırımcılara arz edilen ya da profesyonel yatırımcıların kendi adları ya da başka profesyonel yatırımcılar adına işlem yaptıkları menkul kıymetlerin arzı,
- durumlarında izahname yayımlanmaz.

b. Devredilebilir Menkul Kıymet Türlerine İlişkin Muafiyetler

- Birim kupür değeri en az 50.000 € olan menkul kıymetler,
- Kapalı uçlular dışında, kolektif yatırım kuruluşlarınca çıkarılan devredilebilir menkul kıymetler,
- Bir ülke veya ülkenin herhangi bir yerel ya da bölgesel otoritesince sunulan veya birden fazla üye ülkenin katılımıyla oluşturulmuş uluslararası kamu kuruluşlarınca arz edilen devredilebilir menkul kıymetler,
- Ele geçirme anlaşması ile bağlantılı olarak halka arz edilen menkul kıymetler,
- Birleşme ile bağlantılı olarak arz edilen devredilebilir menkul kıymetler,
- Ortaklara bedelsiz dağıtılan hisse senetleri,
- Şirketin ödenmiş sermayesini değiştirmeyecek şekilde yapılan, hisse senedi veya diğer menkul kıymetlerin yenileriyle değiştirilmesi sonucu ihraç edilen menkul kıymetler,
- İşverenler tarafından çalışanlara verilen devredilebilir menkul kıymetler,
- Aynı üye ülkede ilgili izahname ve diğer dokümanları yayımlanmış hisse senedine dönüştürülebilir tahviller ve warrantlara dayanılarak ihraç edilen devredilebilir menkul kıymetler,
- Kar amacı gütmeyen ve/veya kamu yararına çalışan kuruluşlarca ihraç edilen menkul kıymetler,

- Genel bir reklam ya da satış kampanyasına konu olmayan Euro-menkul kıymetler, için izahname yayımlanmaz.

Muafiyet kapsamı dışında kalan devredilebilir menkul kıymetlerin halka arzını gerçekleştiren kişilerce izahnamenin yayımlanması zorunludur.

Üye ülkeler aşağıda belirtilen menkul kıymetlerin söz konusu olması halinde, izahname yayımlama zorunluluğuna kısmi ya da tam istisna getirebilirler.

- Üye ülkelerde özel kanunla kurularak yönetilen ve tasarrufların korunması amacıyla kamu kontrolüne tabi olan, yıllık mali tablolarını düzenli olarak yayımlayan kredi kuruluşları ya da benzeri finansal kurumların sürekli veya tekrarlanan bir yapıda halka arz ettiği borçluluk senetleri veya bu senetlere eşdeğer menkul kıymetler,
- Bir üye ülkenin, faaliyetleri süresince devlet tekellerinden yararlanan, özel kanunlarla kurulan ve yönetilen, borçları şartsız ve geri çevrilemez şekilde üye ülke devletlerince garanti altına alınan ulusal kuruluşlarca arz edilen menkul kıymetler,
- Bir üye ülkenin, özel kanun ile kurulup, faaliyetleri özel kanununda düzenlenen borçluluk senetlerinin halka arzı yoluyla devlet kontrolünde fon oluşturan, temin ettikleri bu kaynakları veya üye ülke devletinin sağladığı diğer kaynaklar aracılığıyla üretimin finansmanını sağlayan ve/veya ilgili üretimi satın alarak şirkete doğrudan kaynak sağlayan tüzel kişiler tarafından arz edilen, ülke kanunlarına göre devlet tarafından ve devlet garantisiyle borsa kotuna alınma amacına yönelik olarak ihraç edilen borçlanma senetleri.

İzahnamenin bir üye ülkede yayımlanmasının ardından oniki ay geçmemişse, aynı ülkede ihraççının farklı bir menkul kıymet için düzenlediği izahname, yalnızca tam izahnamenin yayımlanmasından sonra meydana gelen ve menkul kıymetlerin fiyatlarını etkileyecek nitelikteki değişiklik ve gelişmeleri içerir. Ancak bu izahname, ilişkili olduğu izahname ile birlikte yayımlanacak şekilde düzenlenecektir.

Halka arza ilişkin izahname, arzın gerçekleşme tarihinden önce yayımlanıp, halkın incelemesine sunulacaktır. İzahname, yatırımcıları, firmanın varlık ve yükümlülükleri, finansal durumu, kar ve zararı, ilgili diğer firma bilgileri ve menkul kıymetlere sahip olmaktan doğacak haklar konusunda bilgilendirecektir. İzahnamenin içermesi gereken asgari bilgiler,

- İzahnameden sorumlu olanların isimleri ve açıklamaların doğruluğuna ilişkin beyanları,
- Halka arz edilen menkul kıymetlere ilişkin bilgiler,
- İhraççının sermayesi ve faaliyetleri hakkında bilgiler,
- İhraççının varlık ve yükümlülükleri, finansal durumu ve karlılığı,
- İhraççının yönetim ve denetiminden sorumlu kişiler ile ilgili bilgiler,
- İhraççı ve faaliyette bulunduğu sektör ile ilgili ihraççının değerlendirilmesini etkileyecek son bilgi ve gelişmeler ve bunların ileride ortaya çıkabilecek etkileri, takip eden finansal dönem sonu itibarıyla ihraççının işiyle ilgili meydana gelebilecek gelişmelere yönelik eğilimler ve beklentiler, ihraççının en azından içinde bulunulan mali döneme ait tahminleri,
- Borçlanma senetlerinde garantör varsa onun hakkında bilgiler,
- Hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerde dönüşümle ilgili bilgiler,
- İhraççının durumundaki gelişmeler ve beklentilerinden oluşur.

3.3.Türkiye Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunmasına Yönelik Düzenlemeler ve Avrupa Birliği Müktesebatına Uyum Kapsamında Yapılması Gerekenler

Yatırımcı Tazmin Sistemine Yönelik Düzenlemeler ve Yapılması Gerekenler

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda 15 Aralık 1999 tarih ve 4487 sayılı Kanunla yapılan değişiklik ile Yatırımcıları Koruma Fonu kurulmuştur. Fona katılım AB düzenlemelerine paralel olarak ülkemizde de zorunlu tutulmuştur. Fona katılacak kuruluşlar sadece aracı kuruluşlardır. Başka bir kuruluşun Fonun üyesi olması söz konusu değildir.

Fon tarafından sağlanacak korumanın azami tutarı 2004 yılı için 36,6 milyar TL'dir (~20.000 €). Bu meblağ, her yıl yeniden değerlendirme oranı uygulanmak suretiyle artırılmaktadır.

Fon korumasının kapsamı hisse senedi işlemleri ile sınırlandırılmıştır. Tazmin sistemi, haklarında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından tedrici tasfiye kararı verilen aracı kurumlar ve Sermaye Piyasası Kanununun 50. maddesinin (a) bendi hükmü kapsamındaki bankaların, yaptıkları sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemleri nedeniyle müşterilerine karşı hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ödeme ve hisse senedi teslim yükümlülüklerinin yerine getirilmesini kapsamaktadır. Nakitler, nemalandırma ve diğer amaçlarla hisse senedi işlemleri dışında herhangi bir işleme konu edilmeleri halinde koruma kapsamından çıkmaktadır.

AB'nin yatırımcı tazmin sistemlerine yönelik düzenlemesi ile ülkemiz düzenlemesi arasındaki temel farklılıklar da yukarıda açıklanan konularda ortaya çıkmaktadır. AB'nin konuyu düzenleyen 97/9/EC sayılı Direktifinde sistem, hisse senedi yatırımcılarının yanı sıra, yatırım fonu katılma belgeleri, para piyasası araçları, finansal futures sözleşmeleri, forward faiz sözleşmeleri, faiz, döviz ve hisse senedi swapları ve sayılan araçların alım veya satım hakkını veren opsiyonlara yatırım yapan yatırımcıları da korumaktadır.

Bir diğer farklılık, ülkemizde korumadan yararlanacak yatırımcıların sadece aracı kuruluş müşterilerinden oluşmasına karşılık, AB düzenlemesine göre, yukarıda sayılan enstrümanlarla ilgili her türlü işlemi yapan yatırım firmalarını kapsamaktadır. Bu bağlamda kredi kuruluşları, yatırım fonları ve portföy yönetim şirketleri gibi kurumlar da sisteme üye olmak zorundadırlar.

Yatırımcı tazmin sistemimizde 2004 yılı için öngörülen koruma miktarı, AB Direktifi ile getirilen asgari 20.000 €'luk koruma miktarına paraleldir. Ancak kur artışı nedeniyle koruma miktarının 20.000 €'nun altına düşmesini engelleyecek düzenlemeler yapılmalıdır.

Bir diğer aykırılık olarak, hangi süre içerisinde zararın tazmin edileceğine ilişkin ülkemiz mevzuatında herhangi bir hüküm yer almamaktadır. Azami miktarın tasfiye bitimi beklenmeksizin avans

olarak ödeneceğine ilişkin bir düzenleme bulunmakla birlikte bunun hangi süre içerisinde gerçekleştirileceğine ilişkin bir hüküm bulunmamaktadır. Yatırımcının sermaye piyasasına olan güveninin sağlanması açısından buna yönelik bir düzenleme yapılması büyük önem taşımaktadır.

Bir diğer önemli husus ise Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulan Yatırımcıları Koruma Fonu'nun hukuki statüsüne ilişkin netlik bulunmamasıdır. Kanunda, Fon'un özel ya da kamu tüzel kişisi olup olmadığı konusunda bir hüküm bulunmamakta; hatta tüzel kişiliği olup olmadığına dair bir açıklık da yer almamaktadır. Bununla birlikte Fon'un Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından idare ve temsil olunacağı ve Merkezi Kayıt Kuruluşu karar organının Fon'un da karar organı olduğu belirtilmiştir. Merkezi Kayıt Kuruluşunun ise özel hukuk tüzel kişisi olduğu Sermaye Piyasası Kanununda belirtilmiştir. Diğer taraftan Yatırımcıları Koruma Fonunun üyelerinden alacaklarının Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun uyarınca tahsil edileceği ve Fon'un Sayıştay denetimine tabi olması, kamu hukuku tüzel kişisi olduğu izlenimini uyandırmaktadır. Yatırımcıları Koruma Fonunun hukuki statüsünün analiz edilerek konuya açıklık getirilmesi AB uzmanları tarafından da vurgulanan bir husustur.

Yukarıda açıklanan konuların AB ile uyumlu hale getirilmesi Sermaye Piyasası Kanunu ve Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliğinde değişiklik yapılmasını gerektirmektedir. Türkiye, AB Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Ulusal Programda gerekli değişiklikleri Aralık 2005'e kadar gerçekleştirmeyi taahhüt etmiştir.

Sermaye Piyasası Mevzuatında Kamuyu Aydınlatmaya Yönelik Düzenlemeler ve Yapılması Gerekenler

Sermaye piyasası mevzuatımızda kamuyu aydınlatmaya yönelik temel düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanununun yanı sıra Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği, Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliği, Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği ve menkul kıymetlerin kurul kaydına alınmasına ilişkin çeşitli tebliğlerde yer almaktadır.

Söz konusu Tebliğler incelendiğinde, AB müktesebatında yer alan konuya ilişkin hemen tüm hususların mevzuatımızda bulunduğunu söylemek mümkündür. Sermaye piyasası mevzuatı ile AB mevzuatı arasındaki temel farklılıklar da 07 Temmuz 2004 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan değişikliklerin yürürlüğe girmesi ile giderilmiştir. Söz konusu düzenlemeler ile, özellikle borçlanma araçları ihraç eden şirketlerin yükümlülüklerine ilişkin belirsizlikler giderilmiş; çoğunluk paylarındaki ve oy haklarındaki değişikliklere ilişkin olarak "birlikte hareket edenler" in de dikkate alınmasını sağlayan düzenleme yürürlüğe girmiş ve buna bağlı olarak da "kontrol edilen ortaklık" tanımı yapılmış; hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvillerin değiştirme hakkı verdiği hisse senetlerinin sağladığı haklarda değişiklik meydana gelmesi halinde kamuya özel durum açıklaması yapılması zorunlu hale getirilmiştir.

Mevzuatımızda, AB düzenlemelerine de paralel olarak, şirketler ana faaliyet konularında aktif-pasif yapılarını, mali pozisyonlarını, genel faaliyet hacimlerini veya düzenlerini etkileyecek ve dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatlarında önemli dalgalanmalara neden olabilecek değişiklikleri yayımlayarak, kamuyu bilgilendirmekle yükümlüdürler. AB düzenlemesine göre, bu tür bilgilerin yayımlanması kamu yararı ile çeliştiğinde ya da şirkete zarar verebileceğine yetkili otoriteler tarafından karar verilmişse, yatırımcıları şirketin mali durumu hakkında yanılgıya düşürmemek kaydıyla bu bilgiler açıklanmayabilir. Sermaye piyasası mevzuatımızda bu tür bir hüküm bulunmamaktadır. Bu bağlamda mevzuatımızda yer alan yatırımcının korunması çerçevesinde kamunun aydınlatılmasına yönelik düzenlemelerde, yatırımcının şirketin durumu hakkında bilgilendirilmesinin kamunun menfaatinin sağlanması veya şirketin zararının önlenmesi amaçlarının önüne geçtiğini söylemek mümkündür.

AB düzenlemeleri ile ülkemiz sermaye piyasası mevzuatı arasındaki önemli bir farklılık izahname düzenleme muafiyetlerinde ortaya çıkmaktadır. Konu, Sermaye Piyasası Kanunu ve Kurul Tebliği ile düzenlenmiştir. SPKn'nun 4. maddesi ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurula kaydını zorunlu tutmuştur. Bu yükümlülüğün istisnası ise genel ve katma bütçeli idareler ile TCMB tarafından ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmasının zorunlu tutulmamasıdır.

İzahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyete ilişkin düzenlemeye ise SPKn'nun 11. maddesinin 4. fıkrasında yer verilmiştir.

Söz konusu hükme göre,

- Anonim ortaklık niteliğini haiz olmayanlar,
- Sermaye piyasası araçlarını halka arz etmeyenler,
- Aktif toplamı, brüt satış hasılatı, ihraç veya halka arz tutarı Kurulun belirleyeceği miktardan az olanlar,
- Diğer sermaye piyasası araçlarını ihraç veya halka arz edenler,

Kurulca SPKn'na tabi olan yükümlülüklerinden kısmen veya tamamen muaf tutulabilirler. Muafiyet şartları, ihraççıların Kurul kaydından çıkma veya çıkarılma esasları ile halka arz işlemlerinden kısmen muafiyet şartları Kurul tarafından düzenlenecek tebliğlerle belirlenir.

Bu yetkiye dayanılarak çıkarılan Seri:IV, No:9 "İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile muafiyet düzenlemeleri yapılmıştır. Tebliğ'de, Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Ulusal Program uyarınca yapılan 07 Temmuz 2004 tarihli değişiklik ile izahname düzenleme yükümlülüğü muafiyetine ilişkin düzenlemelere de yer verilmiştir. Değişiklikten önce muafiyete ilişkin düzenlemeler kar dağıtım, bağımsız denetim ve ilan muafiyetleri gibi çok kısıtlı alanlar ile sınırlı tutulmuştur.

Tebliğin kapsamındaki ihraççılar da sınırlamaya tabidir. Aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım danışmanlığı şirketleri ve yatırım ortaklıkları ile hisse senetleri borsada işlem gören veya kayıtlı sermaye sisteminde bulunan halka açık anonim ortaklıklar muafiyet hükümlerinden yararlanamamaktadır. Ancak hisse senetleri borsada işlem gören veya kayıtlı sermaye sisteminde bulunan halka açık anonim ortaklıklar izahname düzenleme muafiyeti ile sınırlı olarak Tebliğ hükümlerinden yararlanabilmektedirler. Hangi durumlarda izahname düzenlenmesinden muaf tutulacağına ilişkin hükümler Tebliğin 3/d maddesinde yer almaktadır. Buna göre,

- 1- Kamuyu aydınlatma amacıyla, gerekli bilgileri içeren ve örneği Kurulca belirlenen bir duyuru metninin ilan edilmesi şartıyla, sermaye piyasası araçlarının, Kurulun birleşme ve bölünme işlemlerine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde bir birleşme,

devir, bölünme, aktifin bir kısmının devri ya da aynı sermaye konulması nedeniyle ihraç edilmesi durumunda,

- 2- Kamuyu aydınlatma amacıyla, gerekli bilgileri içeren ve örneği Kurulca belirlenen bir duyuru metninin ilan edilmesi şartıyla, temettünün hisse senedi olarak dağıtımı da dahil olmak üzere bedelsiz hisse senetleri ihraç edilmesi durumunda,
- 3- Bir ortaklığın sermayesini değiştirmeyecek şekilde Kurulun hisse senetlerinin şekil şartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde yapılan kupür birleştirilmesine, bölünmesine, tertip birleştirmesine konu hisse senetleri olması durumunda,
- 4- Sermaye piyasası araçlarının tahsisli satışında,
- 5- İzahnamenin ve gerekli diğer dokümanların önceden yayımlanmış olması şartıyla ilgili Tebliğ hükümleri çerçevesinde hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin hisse senedi ile değiştirilmesi amacıyla gerçekleştirilen hisse senedi ihraçlarında,

Kurul tarafından uygun görülmesi durumunda izahname düzenleme muafiyeti devreye girebilecektir.

Tebliğde yapılan son değişikliklerle bir takım muafiyetler getirilse de AB'nin konuya ilişkin düzenlemelerinin çok daha kapsamlı olduğunu söylemek mümkündür. AB düzenlemeleri ile tam bir paralelliğin sağlanması, fon ihtiyacını sermaye piyasası aracılığıyla temin etmek isteyen ve sınırlı bir ihraç düşünen, ancak kayda alma maliyetini karşılayacak mali güçte olmayan firmaların da sermaye piyasasından fon sağlamlasını kolaylaştıracaktır. Muafiyet düzenlemeleri maliyetleri azaltacağından sermaye piyasası aracılığı ile fon toplama işlemi kolaylaşacak ve sermaye piyasasının en önemli amaçlarından biri olan sermayenin tabana yayılması gerçekleşecektir.

İzahname hazırlama muafiyetinin AB düzenlemelerine paralel olarak genişletilmesi, sermaye piyasasından fon sağlama sürecinin en uzun ve zahmetli bölümü olan izahnamenin hazırlanması ve incelenmesi aşamasını ortadan kaldıracak ve böylelikle zamanlama riski söz konusu olmayacaktır.

4.AB Düzenlemelerinde Sermaye Piyasası Suçları

Sermaye piyasalarının yasal düzenlemeye kavuşturulduğu hukuk sistemlerinde piyasanın kötüye kullanımının önlemesine yönelik

düzenlemeler getirilmekte ve bu suçları işleyen kişiler için hem para hem de hürriyeti bağlayıcı cezalar öngörülmektedir.

Avrupa Birliği konuya ilişkin olarak "market abuse" başlığı altında çıkardığı 2003/6/EC sayılı Direktif ile piyasanın şeffaflığını ortadan kaldıran ve yatırımcı güvenini olumsuz yönde etkileyen fiillerin önlenmesini amaçlamıştır. Direktif ile uygulamanın çerçevesi çizilmiş ve uygulamaya yönelik kuralların belirlenmesi konusunda Komisyon yetkili kılınmıştır.

AB Direktifine göre piyasanın kötüye kullanımı temel olarak iki biçimde ortaya çıkmaktadır.

- İçeriden öğrenenlerin ticareti
- Manipülasyon

Mevcut düzenlemelerin piyasanın dürüstlüğü ve bütünlüğünü sağlama konusunda yetersiz olduğundan yola çıkarak hazırlanan Direktif, 89/592/EEC sayılı içeriden öğrenenlerin ticareti konusundaki düzenlemeyi yürürlükten kaldırmış ve bu konuyu manipülasyon ile birlikte tek bir düzenlemede ele almıştır. Gerek içeriden öğrenenlerin ticareti, gerek manipülasyon piyasanın şeffaflığını ortadan kaldırarak kamuyu aydınlatma mekanizmalarının işlerliğini yitirmesine yol açmakta ve neticede yatırımcının piyasaya olan güveninin azalmasına sebep olmaktadır. Bu nedenle her iki fiilin bir Direktif'te toplanması anlamlıdır.

Piyasanın kötüye kullanımına yönelik olarak üye ülkelerde farklı düzenlemeler mevcuttur. Bu farklılıklar piyasalarda rekabetin bozulmasına neden olmaktadır. Son yıllarda teknik alandaki hızlı gelişmeler, internet kullanımının yaygınlığı finansal bilgilere ulaşımı kolaylaştırmakla birlikte sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki piyasa suiistimallerinin de hızla yayılmasını sağladığından bu alanda bir takım kuralların belirlenmesi ihtiyacı doğmuştur.

Direktife göre, aynı tür suiistimler aynı yaptırımlara tabi tutulmalıdır. Ancak, Avrupa Topluluğu Kurucu Antlaşması bu tür bir uyumu şart koşmamaktadır. Ancak Direktif, üye ülke sistemlerinin birbirine yakınlaşmasına katkıda bulunacaktır.

Piyasanın kötüye kullanılması tanımlanırken genel ve esnek tanımlamalar tercih edilmektedir. Ancak, piyasa şartlarına ve teknolojik gelişmelere paralel olarak düzenleyici ve denetleyici kurumlara konuya ilişkin düzenleme yetkisi verilmektedir. Üye ülke yetkili otoriteleri bu fiillerle mücadelede, özellikle sınır ötesi işlemlerde işbirliği içinde olmak durumundadırlar.

İçeriden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyonun düzenlendiği Direktifte üç tür manipülasyon tanımlanmıştır.

- Sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini yanlış ve yanıltıcı biçimde etkileyen/etkileyebilecek ya da sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının yapay veya anormal şekilde oluşmasını sağlayan emir ve işlemler,
- Diğer yanıltıcı ve hileli olgulara dayanan emir ve işlemlerin gerçekleştirilmesi,
- Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili yanlış veya yanıltıcı etki yaratan/yaratabilecek nitelikte bilgilerin yayınlanmasıdır.

İçeriden bilginin tanımı ise, ihraççı veya ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin ve kamuya henüz açıklanmamış bilgi olarak tanımlanmaktadır. Bilginin "statü sorumluluğu" ile doğmuş olması ve "içeridekiler" tanımına giren herhangi birisinin bilgiyi edinmesi gerekmektedir. Menkul kıymetin işlem yönünü etkileyecek ve menkul kıymetin piyasa fiyatını değiştiren nitelikteki kamuya açıklanmamış her türlü bilgi, ayrıcalıklı içerideki bilgi olarak tanımlanmakta ve içeriden öğrenenlerin ticaretini oluşturan fiiller de Direktifte belirtilmektedir.

Direktife göre üye ülkeler, herhangi bir kişinin,

- İhraççının denetim veya yönetim organlarında veya yönetim kurulunda üye olmasından dolayı,
- İhraççının sermayesindeki payı nedeniyle ya da,
- İşi, görevleri ya da mesleğinin niteliği gereği böylesi bir bilgiye ulaşabilecek durumda bir kişi olmasından dolayı,
- Suç teşkil eden bir fiilden dolayı,

doğrudan veya dolaylı olarak menkul kıymet veya ihraççı şirket hakkındaki bilgiyi elde edip, bilginin gizli bilgi olduğunun bilinciyle kullanarak ve böylesi bir bilgiye sahip olmanın avantajından yararlanarak kendi hesabına veya üçüncü bir kişi hesabına işlem

yapmasını yasaklayacaktır. Belirtilen kişilerin tüzel kişilik olması durumunda, yasaklama bu kişiler hesabına karar vererek işlem yapan gerçek kişilere yönelik olacaktır.

Sermaye piyasası mevzuatımızda, piyasa suiistimallerine yönelik düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanununda düzenlenmektedir. Kanunda içeriden öğrenenlerin ticareti, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek olarak tanımlanmıştır.

Manipülasyon ise,

- sermaye piyasası araçlarının yapay olarak arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasa izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımı;
- sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi vermek, haber yaymak, yorum yapmak;

olarak tanımlanmıştır.

Kanunda, içeriden öğrenenlerin ticaretine yönelik düzenlemeler sadece gerçek kişileri ilgilendirmekte olup, tüzel kişilere ilişkin bir düzenleme bulunmaması AB mevzuatına aykırılık oluşturan bir husustur. Ayrıca Direktifte içeriden öğrenenlerin ticaretini oluşturan fiiller ayrıntılı biçimde düzenlenmiş ve "içeridekilerin" kimler olduğu tanımı daha net bir biçimde açıklanarak gruplara ayrılmıştır. Ayrıca mevzuatımızda içeriden bilginin tanımı yer almamaktadır.

BÖLÜM II: AB SERMAYE PİYASALARINA UYUM

1.AB Düzenlemelerine Uyum Programı Çerçevesinde Yapılan Çalışmalar

24 Temmuz 2003'te Resmi Gazetede yayınlanan Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programında her alanda öncelikli konularda atılması planlanan adımlar belirli bir takvim çerçevesinde sunulmaktadır.

Hizmet sunumu serbestisi başlığı altında Ulusal Programda,

- Mali hizmetlerde mevzuat uyumunun tamamlanması ve düzenleyici organların bağımsızlıklarını da sağlayacak şekilde denetim yapılarının ve uygulamanın güçlendirilmesi,

öncelikler arasında yer almaktadır.

Sermaye piyasası alanında uyumun tamamlanması ve uygulamanın güçlendirilmesi, AB tarafından entegre bir mali hizmetler piyasası oluşturulması amacıyla oluşturulan Mali Hizmetler Eylem Planına paralel şekilde gerçekleşecektir.

Sermayenin serbest dolaşımı kapsamında:

- Türkiye'deki bütün sektörlerde (AB menşeli) yabancı yatırımların önündeki bütün kısıtlamaların kaldırılması,

öncelik olarak yer almaktadır.

Bu çerçevede, yabancı menkul kıymetlerin Türkiye sermaye piyasalarında halka arzı ve işlem görmesi ile yabancı finansal hizmet sağlayıcıların doğrudan yatırımlarının önündeki engellerin kaldırılması, mali sektörümüzün AB'ye entegrasyonunu kolaylaştıracaktır.

Sermaye piyasasında, SPK'nın uyum çalışmaları uzun süredir devam etmektedir. Yatırımcıları Koruma Fonu ve Merkezi Kayıt Kuruluşu yatırımcının korunmasına yönelik olarak kurulmuştur. TSPAKB'nin kurulması da gözetim yapısını güçlendirmek amacıyla gerçekleştirilmiştir.

2003 ve 2004 yıllarında yapılan halka açıklık oranlarının yükseltilmesi, halka arzlarda yatırımcı gruplarının tanımlanması ve kamuyu aydınlatma zorunluluklarının kapsamının genişletilmesi, izahname standartlarının geliştirilmesi, portföy yöneticiliğinde kurucuların gerçek kişi de olabilmesinin sağlanması, halka açık şirketlerin birleşmesi ile ilgili düzenlemeler, borsada işlem gören şirketler ve aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketleri için Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının kabulü, özel durumların kamuya açıklanması tebliğinin yatırımcılara daha fazla bilgi aktarılmasını sağlamak üzere değiştirilmesi, hisse senetlerinin halka arzına ve satışına ilişkin hükümlerin (raf kayıt sistemi) değiştirilmesi gibi düzenlemelerle AB müktesebatına uyum çalışmaları hızla devam etmektedir.

Ulusal Programda 2005 yılı sonuna kadar AB mevzuatı ile büyük oranda uyumlu sermaye piyasası mevzuatına sahip olunacağı taahhüt edilmektedir. Yatırım hizmetleri, kamuyu aydınlatma, yatırımcıyı koruma, takas sistemleri gibi konularda çalışmalar devam etmektedir.

2.Uyum Programı Kapsamında Yapılması Gereken Düzenleme Çalışmaları

Tanımlanan öncelikler kapsamında 2005 yılı sonuna kadar yapılması taahhüt edilen düzenlemeler Ulusal Programda yer almaktadır. Yapılması planlanan düzenlemeler ve mevzuat değişiklikleri ileriki tablolarda özetlenmektedir.

AB Mevzuatının Adı ve Numarası Hizmet Sunumu Serbestisi	Karşılık Gelen Taslak T.C. Mevzuatı	Bakan Oluru/ Bakanlar Kurulu Kararı (Beklenen Tarih)	1- Meclis Kabulü 2-Yürürlüğe Giriş (Beklenen Tarih)
Yatırıma tazmin sistemlerine ilişkin 3 Mart 1997 tarih ve 97/9/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Direktifi	Sermaye Piyasası Kanununda değişiklik	Eylül 2005	1- Aralık 2005 2- Aralık 2005
Menkul kıymetlere yatırım yapmak suretiyle portföy işleten kolektif yatırım şirketleriyle ilgili 20 Aralık 1985 tarih ve 85/611/EEC sayılı Konsey Direktifi	Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliğinde değişiklik	Eylül 2005	2- Aralık 2005
Menkul kıymetlere yatırım yapmak suretiyle portföy işleten kolektif yatırım şirketleriyle ilgili 20 Aralık 1985 tarih ve 85/611/EEC sayılı Konsey Direktifi	Sermaye Piyasası Kanununda değişiklik	Eylül 2005	1- Aralık 2005 2- Aralık 2005
Menkul kıymetlere yatırım yapmak suretiyle portföy işleten kolektif yatırım şirketleriyle ilgili 20 Aralık 1985 tarih ve 85/611/EEC sayılı Konsey Direktifi	Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde değişiklik	Aralık 2005	2- Aralık 2005
Menkul Kıymetler Yatırım Fonları Mali Tablo ve Raporlarına İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğde değişiklik	Menkul Kıymetler Yatırım Fonları Mali Tablo ve Raporlarına İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğde değişiklik	Aralık 2005	2- Aralık 2005
İhtiyatlı denetim amacıyla, kredi kuruluşlarıyla ilgili 77/780/EEC ve 89/646/EEC sayılı Direktifleri, hayat dışı sigortalara ilişkin 73/239/EEC ve 92/49/EEC sayılı Direktifleri, hayat sigortası alanındaki 79/267/EEC ve 92/96/EEC sayılı Direktifleri, yatırım firmaları ile ilgili 93/22/EEC sayılı Direktifi ve menkul kıymetlere	Sermaye Piyasası Kanununda değişiklik	Eylül 2005	1- Aralık 2005 2- Aralık 2005
yatırım yapmak suretiyle portföy işleten kolektif yatırım şirketleriyle ilgili olarak 85/611/EEC (UCITS) sayılı Direktiften 29 Haziran 1995 tarih ve 95/26/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Direktifi	Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde değişiklik	Aralık 2005	2- Aralık 2005
	Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğde değişiklik	Aralık 2005	2- Aralık 2005

AB Mevzuatının Adı ve Numarası	Karşılık Gelen Taslak T.C. Mevzuatı	Bakan Oluru/ Bakanlar Kurulu Kararı (Beklenen Tarih)	1- Meclis Kabulü 2-Yürürlüğe Giriş (Beklenen Tarih)
Hizmet Sunumu Serbestisi İçeriden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyon (piyasanın kötüye kullanılma) hakkında 28 Ocak 2003 tarih ve 2003/6/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Direktifi	Sermaye Piyasası Kanununda değişiklik	Eylül 2005	1- Aralık 2005 2- Aralık 2005
Menkul kıymetler alanında yatırım hizmetlerine ilişkin 10 Mayıs 1993 tarih ve 93/22/EEC sayılı Konsey Direktifi	Aracılık Faaliyetleri ve Araç Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliğinde değişiklik Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliğinde değişiklik Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğde değişiklik	Aralık 2005 Aralık 2005 Aralık 2005	2- Aralık 2005 2- Aralık 2005 2- Aralık 2005
Menkul kıymetlerin resmi borsa kotuna alınması ve bu menkul kıymetlere ilişkin bilgilerin yayımlanması hakkında 28 Mayıs 2001 tarih ve 2001/34/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Direktifi	Sermaye Piyasası Kanununda değişiklik Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelikte değişiklik İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Kotasıyon Yönetmeliğinde değişiklik	Eylül 2005 Eylül 2005 Eylül 2005	1- Aralık 2005 2- Aralık 2005 2- Aralık 2005
Bankaların ve diğer mali kurumların yıllık hesapları ve konsolide hesapları hakkında 8 Aralık 1986 tarih ve 86/635/EEC sayılı Konsey Direktifi	Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararnamede değişiklik Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İfke ve Kurallar Hakkında Tebliğde değişiklik	Eylül 2005 Aralık 2005	2- Aralık 2005 2- Aralık 2005

AB Mevzuatının Adı ve Numarası Hizmet Sunumu Serbestisi	Karşılık Gelen Taslak T.C. Mevzuatı	Bakan Oluru/ Bakanlar Kurulu Kararı (Beklenen Tarih)	1- Meclis Kabulü 2-Yürürlüğe Giriş (Beklenen Tarih)
Merkez büroları yurtdışında bulunan kredi kuruluşları ile mali kurumların Üye Devletteki şubelerinin, yıllık muhasebe belgelerinin yayımlanmasıyla ilgili yükümlütükleri hakkında 13 Şubat 1989 tarih ve 89/117/EEC sayılı Konsey Direktifi	Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğde değişiklik	Aralık 2005	2- Aralık 2005
Kredi kuruluşları ve yatırım şirketlerinin sermaye yeterliliği hakkında 15 Mart 1993 tarih ve 93/6/EEC Konsey Direktifi	Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliğinde değişiklik	Aralık 2005	2- Aralık 2005
Kredi kuruluşları ve yatırım şirketlerinin sermaye yeterlilikleri hakkındaki 93/6/EEC sayılı Konsey Direktifini değiştiren 22 Haziran 1998 tarih ve 98/31/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Direktifi	Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliğinde değişiklik	Aralık 2005	2- Aralık 2005

<p>AB Mevzuatının Adı ve Numarası Sermayenin Serbest Dolaşımı</p>	<p>Karşılık Gelen Taslak T.C. Mevzuatı</p>	<p>Bakan Oluru/ Bakanlar Kurulu Kararı (Beklenen Tarih)</p>	<p>1- Meclis Kabulü 2-Yürürlüğe Giriş (Beklenen Tarih)</p>
<p>Antişahmanın 67. maddesinin uygulanması için 24 Haziran 1988 tarih ve 88/361/EEC sayılı Konsey Direktifi</p>	<p>KHK/91 Sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname 84/8581 Karar Sayılı Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği</p>	<p>Eylül 2005 Eylül 2005 Eylül 2005</p>	<p>Aralık 2005 Aralık 2005 Aralık 2005</p>
<p>98/26/EC: Ödemeler ve Menkul Kıymet Takas İşlemlerinde İşlemlerin Kesin Hüküm İfade Etmesi Hakkında 19 Mayıs 1998 tarihli Avrupa Parlamentosu ve Konsey Direktifi</p>	<p>Seri: III No: 20 Sayılı Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VII No 14 Sayılı Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: V No:46 Sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği</p>	<p>Aralık 2005 Aralık 2005 Aralık 2005</p>	<p>Aralık 2005 Aralık 2005 Aralık 2005</p>
<p>98/26/EC: Ödemeler ve Menkul Kıymet Takas İşlemlerinde İşlemlerin Kesin Hüküm İfade Etmesi Hakkında 19 Mayıs 1998 tarihli Avrupa Parlamentosu ve Konsey Direktifi</p>	<p>İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Takas ve Saklama Merkezleri Yönetmeliği</p>	<p>Eylül 2005</p>	<p>Aralık 2005</p>

Kaynak: Ulusal Program

Mali Hizmetler Eylem Planı

Sermaye piyasalarıyla ilgili uyum çalışmalarında, mevcut direktiflerin yanı sıra AB'nin 1999 tarihli Mali Hizmetler Eylem Planının da göz önüne alınması gerekmektedir. Bu plan 2005 yılı sonuna kadar gerekli düzenlemelerin yapılmasıyla, bütünleşmiş bir AB finansal hizmetler sektörünün oluşturulmasını öngörmektedir. Ayrıca, sektörde düzenlemeler günün koşullarına göre geliştirilmektedir.

Avrupa Birliği organları bütünleşmiş bir sermaye piyasasının yaratılmasının ekonominin güçlendirilmesine ve uzun vadeli verimliliğin artmasına faydalı olacağı fikriyle AB üye devletlerinin sermaye piyasası ile ilgili düzenlemelerinin daha verimli ve zamanında yapılmasını temin etmek üzere 2000 yılında ayrı bir çalışma başlatmıştır. Alexandre Lamfalussy başkanlığındaki Akil Adamlar Komitesi, 2001 yılı başında tamamladığı raporla, bütünleşmiş ve verimli bir AB sermaye piyasası için yapılması gerekenleri ortaya koymuştur.

Rapor, finansal piyasalarda bütünleşme önündeki engelleri belirleyip, çözüm önerileri getirmiştir. Bu rapor AB'nin Finansal Hizmetler Eylem Planının geliştirilmesi ve uygulaması için de yol gösterici olmuştur. Akil Adamlar Komitesinin öncelikleri şöyledir:

- İhraççılar için zorunlu raf kayıt sistemi ve tek prospektüs çıkarılması,
- Kote olma şartlarının modernize edilerek, kote olma ve işlem görme şartlarının ayrı ayrı ve net bir şekilde ortaya konması,
- Kuruluş ülkesi prensibinin profesyonel yatırımcı tanımı ile birlikte toptan pazarlar için genelleştirilmesi,
- Yatırım ve emeklilik fonları için yatırım şartlarının modernizasyonu ve genişletilmesi,
- Uluslararası Muhasebe Standartlarının kabulü,
- Borsalar için kuruluş ülkesi kontrolü prensibiyle "tek pasaport" ilkesi.

Öte yandan, komisyon AB genelinde sermaye piyasası alanında yapılması gereken düzenlemeler için 4 aşamalı bir yaklaşım önermiştir. Aşağıda özetlenen yaklaşım 2002'de yürürlüğe girmiştir.

1. aşama: Avrupa Komisyonu, Avrupa Parlamentosu ve AB Konseyiyle istişare ederek yapılması gereken direktif/düzenlemeler hakkında görüş birliğine varır.

2. aşama: Komisyon, Avrupa Menkul Kıymetler Komitesi ve Avrupa Menkul Kıymetler Düzenleyicileri Komitesi (CESR) ile görüşerek teknik uygulama hakkında görüş alır. Bu esnada, piyasa katılımcıları ve tüketicilerin de görüşü alınır. Avrupa Menkul Kıymetler Komisyonunun 3 ay içinde öneri hakkında oylama yapması gerekir. Bunun üzerine Komisyon düzenlemeyi kabul eder. Bu süre zarfında Avrupa Parlamentosuna sürekli bilgi verilir.

3. aşama: CESR uygulamanın sorunsuz olması için gerekli yorum, uygulama çerçevesi ve standartları belirlir.

4. aşama: Komisyon üye devletin AB mevzuatıyla uyumunu kontrol eder, aykırılık tespit ettiği hallerde yaptırım uygulayabilir.

Bu çerçevede yürütülen Finansal Hizmetler Eylem Planının uygulanması, konunun genişliği ve karmaşıklığıyla karşılaştırıldığında bir hayli başarılı bulunmaktadır. Temmuz 2004 tarihli izleme raporuna göre bu konuda alınması gereken 42 önlemden 39'u alınmıştır. Bazı önlemler yürürlüğe girerken, bazılarının da üye devletlerin ulusal yasal düzenlemeleri ile benimsenmesi gerekmektedir. Bu önlemler yeni üye olan ülkeler için de, diğer üyelerle aynı takvim çerçevesinde, geçerlidir. Yeni üyelerin üye olduğu tarihten evvel alınan önlemler, AB müktesebatının bir parçası olarak üyelikle beraber yeni üyelerde hemen uygulamaya geçmiştir. Yeni üyelerin üyelik tarihinden sonrası için öngörülen tedbirlerin ise, hem eski hem yeni üyeler tarafından aynı tarihlerde alınması gerekmektedir. Bu süreci kolaylaştırmak için hazırlık ve düzenleme çalışmaları esnasında yeni üyeler gözlemci olarak toplantılara katılabilmişlerdir.

Son dönemde Finansal Hizmetler Eylem Planı çerçevesinde, yukarıda değinilen aşamalar sonucunda uzlaşmaya varılan konular aşağıda sunulmaktadır.

Finansal enstrümanlar piyasası direktifi: (2004/39/EC) Sermaye piyasası kurumlarına minimum standartlar getirecek olan bu direktif

“tek pasaport” ilkesiyle, herhangi bir üye devlette faaliyet gösteren bir yatırım firması, banka veya borsanın, kendi ülkesinden aldığı izinler çerçevesinde, diğer bir üye devlette de faaliyet göstermesini sağlayacaktır.

Devir alma direktifi: (2004/25/EC) Teklif vermede harmonize kurallar getiren direktifte azınlık ortaklarının korunması hedeflenmektedir.

Şeffaflık direktifi tasarısı: İhraççılar için şeffaflık prensiplerini belirleyen bu tasarıda kuruluş ülkesi prensibi geçerli olacaktır. Diğer bir deyişle, bir ülke, ihraççı şirketin kuruluş ülkesindekinden daha ağır kamuyu aydınlatma kuralları koyamayacaktır. İhraççılar, mali yılın bitiminden 4 ay sonra mali tablolarını açıklayacaklardır. İhraççılar yıllık ve yarı yıllık raporları arasında ara dönemlerde de mali duruma ilişkin raporlar yayınlacaktır. Sermaye yapısındaki değişiklikler için de daha kısa süre içinde daha sıkı kamuyu bilgilendirme zorunlulukları gelecektir. Şirket ile hissedarlar arasında elektronik iletişim kanalları kurulması da bu direktifle düzenlenecektir. Ayrıca, şirket bilgilerinin AB genelinde tüm yatırımcılara ulaşmasını sağlayacak bir sistem kurulacaktır.

Yatırım fonlarına ilişkin düzenleme önerisiyle ulusal düzenlemeler arasındaki farkın azaltılması hedeflenmektedir. Bu suretle, şeffaflığın artırılması ve yatırımcı korumasının güçlendirilmesi hedeflenmektedir. Yatırım fonlarının prospektüslerinin basitleştirilmesi ve türev araçların kullanımı ile ilgili olarak da Komisyon iki tavsiye kararı çıkarmıştır.

Takas ve saklama konusunda sınırlar ötesi işlemlerin verimliliği ve güvenliğinin sağlanmasına yönelik düzenlemeler planlanmaktadır.

Bankacılık, sigortacılık ve yatırım fonlarında denetim ve düzenleme komitelerinin yeniden yapılandırılması konusu da gündemdedir.

Kurumsal yönetim konusundaki düzenlemeler şirketler hukuku başlığı altında ele alınmaktadır.

Önümüzdeki dönemde, Finansal Hizmetler Eylem Planı çerçevesinde gündeme gelecek olan ana başlıklar şöyledir:

- Şirketler hukukunda denetim mekanizmasının güçlendirilmesi,
- Üçüncü kara parayı aklama ile mücadele direktifi tasarısı,
- Yatırım firmaları ve bankalarla ilgili olarak 2006-2007'de uygulamaya girecek olan sermaye yeterliliğinde revizyon çalışması (Bu çalışma Basel G-10 komitesiyle sürdürülüyor).

3.Düzenlemelerin Türkiye Sermaye Piyasasına Olası Etkileri

3.1.Türkiye Sermaye Piyasası Profili

Türkiye'de Faaliyet Gösteren Aracı Kurumların Mali Durumu

Aracı Kurumların Bilanço Yapısı				
	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003
Aktif	100%	100%	100%	100%
Dönen Varlıklar	88%	81%	70%	70%
Duran Varlıklar	12%	19%	30%	30%
Pasif	100%	100%	100%	100%
Kısa Vadeli Borçlar	40%	37%	26%	29%
Uzun Vadeli Borçlar	11%	2%	2%	2%
Öz Sermaye	49%	60%	71%	69%
Ödenmiş Sermaye	21%	27%	43%	42%
Net Dönem Karı	19%	24%	12%	12%

Kaynak: TSPAKB

Aracı kurumların TSPAKB tarafından derlenen verileri incelendiğinde, IMF ile imzalanan stand-by anlaşması neticesinde oluşan olumlu havanın hisse senetleri piyasasına yansıdığı 2000 yılından sonra, 2001 yılında yaşanan devalüasyon ve arkasından gelen ekonomik krizin etkileri açıkça görülmektedir.

Aktif tarafında, dönen varlıkların 2000 yılında %88 olan payının, 2003 yılında %70'e gerilediği görülmektedir. Dönen varlıkların payındaki gerileme aslen, 2001 yılında muhasebe sisteminde yapılan bir değişiklik, 2002 yılında ise geçici deprem vergilerinin kaldırılması ve aracı kurumların gerileyen faaliyetleri neticesinde vergi ve stopajlardaki düşüşten kaynaklanmıştır. Bu tablodan yola çıkarak, aracı kurumların hayli likit olduğu söylenebilir.

Pasif tarafında ise, gerek kısa vadeli, gerekse de uzun vadeli borçların bilançodaki payında belirgin bir düşüş gözlenmektedir. Kısa ve uzun vadeli borçlar 2000 yılında pasifin %51'ini oluştururken, bu oran 2002 yılında %29 seviyesinde gerçekleşmiştir. Borçluluğun azalmasında aracı kurumların tercihlerinin yanında piyasa koşullarının da etkisi vardır. 2001 Şubat krizinden sonra kredi veren kurumlar sektöre yeni kredi açmakta isteksiz olmalarının yanı sıra, açık olan kredilerini de tahsil etme yoluna gitmişlerdir. Borçların payındaki azalma 2002 yılına kadar sürmüştü, 2003'te ise bu pay hafif artışla %31'e çıkmıştır.

Aracı Kurumların Konsolide Bilançosu				
(milyar TL)	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003
Aktif	669,095	949,963	1,009,689	1,295,322
Dönen Varlıklar	589,568	767,901	703,653	911,921
Duran Varlıklar	79,527	182,062	306,036	383,401
Pasif	669,095	949,963	1,009,689	1,295,322
Kısa Vadeli Borçlar	267,750	355,518	266,514	372,852
Uzun Vadeli Borçlar	76,063	20,543	23,528	26,900
Öz Sermaye	325,282	573,903	719,647	895,570
Ödenmiş Sermaye	142,588	260,332	433,490	547,403
Net Dönem Karı	126,919	231,032	116,780	153,502

Kaynak: TSPAKB

Pasifte en önemli kalem, özsermayedir. 2000 yılında özsermayenin pasifte %49 olan payı, 2003 sonu itibarıyla 20 puan artışla %69 olmuştur. Ancak, özsermayedeki artış karlılıkta bir artıştan kaynaklanmamıştır. Aslında, net karların payı azalırken, ödenmiş sermayenin payının arttığı gözlenmektedir. Krizden sonra, hem bedelli sermaye artırımları hem de iç kaynaklar vasıtasıyla aracı kurum sermayeleri güçlendirilmiştir. 2003 sonu itibarıyla, ortalama aracı kurum özsermayesi 7.7 trilyon TL (4.4 milyar €) seviyesindedir. 2003 sonu itibarıyla sektörde en düşük özsermaye 325 milyar TL (185 bin €) iken, en yüksek özsermaye de 78.5 trilyon TL (44.7 milyar €) seviyesindedir.

Sektörde özsermaye tutarları AB'de uygulanan asgari sermaye tutarları ile karşılaştırıldığında, Türkiye'de verileri toplanan 116 aracı kurumun %80'ini temsil eden 92 kurumun özsermayesinin AB'nin öngördüğü en yüksek asgari özsermaye tutarı olan 730.000 €'nin

üzerinde olduğu görülmektedir. 23 aracı kurum ise, ki bunlara asgari özsermaye yükümlülüğünün altına inmiş 3 kurum da dahildir, 125.000 €'nin üzerinde bir özsermaye ile faaliyet göstermektedir. Aralık 2003'te yalnızca alım-satım yetki belgesine sahip aracı kurumlar için asgari özsermaye yükümlülüğü 600 milyar TL ile yaklaşık 340.000 € idi.

AB Aracı Kurum Tipi	AB Asgari Sermaye Tutarı	Aralık 2003 İtibariyle Türkiye'de ilgili asgari sermayeye sahip aracı kurum sayısı
Saklama hizmeti veremeyen, halka arz edilen menkul kıymetlerin tümüne yüklenim yapamayan, portföy işlemi yapamayan aracı kurumlar	50.000 €	0 (50.000 € - 125.000€)
Müşterilerin nakdi ve/veya menkul kıymetlerini saklayabilen, müşterilerin emirlerini ileten ve/veya gerçekleştiren ve/veya müşteri portföylerini yöneten aracı kurumlar	125.000 €	23* (125.000€ - 730.000 €)
Halka arz edilen menkul kıymetler için tümüne yüklenim yapabilen, kendi portföyünden müşterilere alım-satım yapabilen ve diğer sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan aracı kurumlar	730.000 €	92 (>730.000 €)

* Bu kurumların 3 tanesi asgari sermaye yükümlülüğünün altına düşmüş kurumlardır.

Aracı Kurumların Konsolide Gelir Tablosu

(Milyar TL)	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003
Faaliyet Gelirleri	463,473	545,453	467,089	535,397
Faaliyet Giderleri	-368,833	-452,559	-469,746	-471,528
Esas Faaliyet Karı/Zararı	94,640	92,893	-2,657	63,869
Faaliyet Karı/Zararı	194,468	318,294	149,583	212,709
Dönem Karı/Zararı	188,713	333,599	161,110	206,236
Net Dönem Karı/Zararı	117,362	218,350	104,563	137,448

Kaynak: TSPAKB

Gelir tablosu analizi, aracı kurumların esas faaliyet karının 2000 yılından sonra düşüş trendine girdiğini, ancak 2003 yılında bir toparlanma başladığını göstermektedir. Aracı kurumların, çalışan sayısındaki ciddi tasarrufa rağmen, yeterli bir esas faaliyet karı elde edemediği gözlenmektedir.

Aracı Kurumlarda Çalışan Sayısı				
	2000	2001	2002	2003
Toplam	8,336	7,156	6,626	6,035
<i>Kaynak: TSPAKB</i>				

2001 yılından sonra faizlerdeki gerileme sektörün likit pozisyonundan elde ettiği faiz gelirlerini, dolayısıyla diğer faaliyet gelirlerini azaltmıştır. Sonuç olarak 2001 yılında yüksek faizler sayesinde 218 trilyon TL'ye yükselmiş olan net dönem karı, 2002'de 105 trilyon TL'ye kadar düştükten sonra 2003 yılında, piyasadaki canlanmayla beraber, 137 trilyon TL'ye yükselmiştir.

Faaliyet Gösteren Aracı Kurum Sayısı				
	2000	2001	2002	2003
	129	126	119	118
<i>Kaynak: TSPAKB</i>				

Sektörün mali performansı ve 2001 krizinden sonra sermaye piyasalarının içinde bulunduğu olumsuz koşullar neticesinde, bazı aracı kurumlar kapanırken, bazıları da birleşmiş ve toplam sayı 2000 yılında 129'dan, 2003 sonunda 118'e inmiştir. Ekim 2004 itibariyle TSPAKB'nin 113 aracı kurum üyesi bulunmaktadır. Ancak, bu kurumlardan 10'unun faaliyeti de geçici olarak durdurulmuş durumdadır.

Uluslararası Karşılaştırmalar

Bu bölümde ülkemiz sermaye piyasasını AB üyesi ülkelerle kıyaslamak için hisse senetleri piyasası büyüklükleri incelenmektedir. AB üyesi devletlerde aracı kurum/banka ayrımı bulunmadığından, ayrıca tek izin ilkesi çerçevesinde bir ülkenin aracı kuruluşu diğer bir ülkede de faaliyet gösterebildiğinden, aracı kurum sektörüyle ilgili ülke bazında konsolide mali verileri elde etmek mümkün olmamıştır.

Türkiye sermaye piyasasını AB üyesi ülkelerin sermaye piyasalarıyla karşılaştırmak için hisse senetlerinin piyasa değeri, işlem hacmi, devir hızı, işlem gören şirket sayısı ve faaliyet gösteren aracı kuruluş sayıları ele alınmıştır.

Tablodaki veriler 2003 sonu değerleridir. AB'nin "eski" üyeleri ile "yeni" üyeleri ayrı ayrı gösterilmiştir. Mayıs 2004'te AB'ye üye olan ülkelerin sermaye piyasalarının derinliğinin nispeten düşük olduğu gözlenmektedir. Aslında, Malta ve G. Kıbrıs haricinde, yeni üyelerin tümü serbest piyasa ekonomisini son 10-15 yılda benimsemiştir.

Borsada işlem gören şirket sayısı açısından Türkiye, diğer ülkelere kıyasla ön sıralardadır. 23 piyasa arasında İMKB, 285 şirket ile 7. sırada yer almaktadır. En yüksek işlem gören şirket sayısı 3.223 ile İspanya borsalarındadır. Londra'da 2.692 şirket, Fransa, Hollanda, Belçika ve Portekiz borsalarını birleştiren Euronext çatısında ise 1.047 şirket işlem görmektedir.

Dünyanın en gelişmiş ve köklü geçmişi olan sermaye piyasaları arasında yer alan Londra borsasının piyasa değeri 2 trilyon €'ya yaklaşırken, Riga borsasının piyasa değerinin yalnızca 902 milyon € seviyesinde olduğu gözlenmektedir. 2003 sonu rakamlarıyla İMKB 55 milyar € piyasa değeri ile halihazırda AB üyesi ülkeler arasında orta sıralarda yer almaktadır. İMKB piyasa değeri AB'ye yeni üye olan ülkelerin üzerinde olmakla beraber, Viyana ve Lüksemburg borsasının da üzerinde yer almaktadır.

Piyasa değerine göre İMKB, 23 piyasa arasında 11. sırada yer almasına rağmen, piyasa değerinin gayri safi yurtiçi hasıladaki payı kriterine göre incelendiğinde, 17. sıraya gerilemektedir. Borsanın ekonomideki yerini gösteren bu kritere göre, G. Kıbrıs ve Malta'yla beraber, çok yeni piyasalar olan Bratislava, Tallinn ve Prag borsaları İMKB'nin önünde yer almaktadır.

Borsanın ekonomi içindeki payı yüksek olmamakla beraber, işlem hacmi açısından İMKB, AB borsaları arasında 8. sırada yer almaktadır. Diğer bir deyişle, likidite açısından Türkiye avantajlı durumdadır.

Ülke	Borsa	Piyasa Değeri (Mn €)	Piyasa Değeri/ GSYİH	Şirket Sayısı	İşlem Hacmi (Mn €)	İşlem Hacmi/ P.Değeri	Aracı Kuruluş Sayısı
AB-15							
Almanya	Deutsche Börse	855,452	40%	866	1,142,607	1.34	308
Avusturya	Viyana	44,811	20%	125	9,792	0.22	60
Danimarka	Kopenhag	93,679	50%	194	59,765	0.64	45
Finlandiya	Helsinki	135,001	95%	145	145,645	1.08	44
Fr., Hol., Bel., Port.	Euronext	1,646,178	68%	1,047	1,702,990	1.03	277
İngiltere	Londra	1,950,266	123%	2,692	3,175,111	1.63	303
İrlanda	İrlanda	67,444	51%	66	38,758	0.57	17
İspanya	İspanya	575,766	77%	3,223	820,517	1.43	51
İsveç	Stokholm	232,295	87%	282	267,155	1.15	79
İtalya	İtalya	487,446	37%	279	721,659	1.48	129
Lüksemburg	Lüksemburg	29,598	126%	242	364	0.01	73
Yunanistan	Atina	82,264	54%	340	34,887	0.42	87

Ülke	Borsa	Piyasa Değeri (Mn €)	Piyasa Değeri/ GSYİH	Şirket Sayısı	İşlem Hacmi (Mn €)	İşlem Hacmi/ P.Değeri	Aracı Kuruluş Sayısı
YENİ ÜYELER							
Çek Cum.	Prag	25,122	33%	39	8,084	0.32	28
Estonya	Tallinn	3,005	37%	14	502	0.17	12
G. Kıbrıs	Kıbrıs	4,297	38%	152	208	0.05	17
Letonya	Riga	902	9%	13	123	0.14	13
Litvanya	Vilnius	2,783	17%	45	172	0.06	19
Macaristan	Budapeşte	14,958	20%	51	7,294	0.49	27
Malta	Malta	1,462	34%	14	41	0.03	12
Polonya	Varşova	29,653	16%	189	8,539	0.29	21
Slovakya	Bratislava	10,754	37%	366	588	0.05	30
Slovenya	Ljubljana	5,656	23%	134	899	0.16	29
Türkiye	İstanbul	54,665	26%	285	87,047	1.59	162

Kaynak: FIBV, FESE, Eurostat, OMX, ilgili ülke borsa yayınları, DİE

Hisse senedi işlem hacminin piyasa değerine oranlanması bir borsanın hisse senedi devir hızını göstermektedir. Yüksek devir hızı, bir yandan yüksek likiditeye işaret ederken, öte yandan yatırımların vadesinin de daha kısa olduğunu göstermektedir. Bu kritere göre bakıldığında, Londra borsasından sonra İMKB'nin 2. sırada geldiği görülmektedir. Türkiye piyasası bu kritere göre Avrupa'nın en dinamik piyasaları arasında yer almaktadır.

Piyasa değerinin milli gelirdeki payı açısından potansiyelinin altında kaldığı düşünülen İMKB, şirket sayısı, işlem hacmi ve likidite cephelerinde AB'ye üye devletler arasında ön sıralarda almaktadır. Yine de, Türkiye hisse senedi piyasası Londra borsası, Alman borsası ve Euronext'e kıyasla, hayli küçük kalmaktadır.

İlgili ülkelerdeki borsa üyeleri de sayıca karşılaştırılmıştır. İMKB üyesi kurum sayısı (hisse senedi ve SGMK) Alman borsası, Londra borsası ve Euronext'ten sonra 4. sırada yer almaktadır. AB borsalarına üyelikte, daha önce belirtildiği gibi, aracı kurum/banka ayrımı bulunmamaktadır. Öte yandan, herhangi bir üye devlet aracı kuruluşunun diğer ülkelerin borsalarına üye olabildiği de dikkate alınmalıdır.

3.2.AB Düzenlemelerinin Türkiye Sermaye Piyasasına Etkileri

AB üyeliğinin gerektirdiği düzenlemeler sermaye hareketlerinin ve hizmetlerin tümüyle serbestleşmesiyle Türkiye sermaye piyasasını etkileyecektir.

Sermayenin Serbest Dolaşımı

Sermayenin serbest dolaşımı ilkesi çerçevesinde, AB üyesi ülke vatandaşları ve kurumları Türkiye'de yerleşik kişilerle aynı koşullarda aracı kuruluş kurabilecektir. Ayrıca, bu kurumlar şube ve acente de açabilecektir.

Sermayenin serbest dolaşımı ilkesinin getireceği düzenlemeler çerçevesinde, sermaye piyasası sektörüne AB ülkelerinden yatırımlar yönlenebilecektir. Her ne kadar, sermaye piyasasının ve aracı kurumların mevcut durumu çerçevesinde, sermaye piyasasında rekabet hayli yüksek olsa da, AB üyeliğine yaklaşıldığı dönemde

makroekonomik göstergelerde iyileşmenin, reel faizlerin düşmesiyle ivme kazanacağı tahmin edilmektedir. Bu durum elbette, sermaye piyasasının büyümesine katkıda bulunacak, bu sektör yabancı kurumlar için daha çekici hale gelebilecektir. Her halükarda, rekabetin sektör için faydalı olduğu düşünülmektedir. Bu süreçte sermaye piyasasının hem derinliğinin, hem de genişliğinin artması beklenmelidir.

Öte yandan, yabancı menkul kıymetler de İMKB’de kote olabilecek, yabancı yatırım fonları Türkiye’de satılabilecektir.

Sermayenin serbest dolaşımı çerçevesindeki konularla ilgili olarak, AB’ye yeni üye olan 10 ülkenin herhangi birine bir geçiş süresi tanınmamıştır (Bknz. Ek).

Hizmet Sunma Serbestisi

Hizmet sunma serbestisi çerçevesinde, AB üyesi ülkelerde sermaye piyasasında faaliyet gösteren aracı kuruluş, portföy yönetim şirketleri vb. kurumlar ülkemizde de şube/acente açmak veya doğrudan bir kurum kurmak suretiyle faaliyet gösterebilecek, aynı şekilde ülkemiz kurumları da yurtdışında hizmet sunabilecektir. Bu faaliyetler için ilave bir izin alınması gerekmeyecek, “tek izin” yeterli olacaktır.

Sermaye piyasası düzenlemelerinin uygulanmasında faaliyet gösterilen ev sahibi ülkenin ilgili kurumu değil, şirketin kurulduğu ülkenin ilgili kurumu sorumlu kılınmaktadır. Ancak, ev sahibi ülkenin kamu yararının gözetilmesi ile ilgili sorumluluk ve yetkileri bulunmaktadır.

AB’ye üyelik ile birlikte yatırımcıların daha etkin biçimde korunması gündeme gelecektir. Tazmin sisteminde yapılacak değişiklik ile sadece hisse senedi değil, tüm sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan yatırımcılar koruma kapsamına alınacaktır. Mevcut durumda aracı kurum müşterileri ile sınırlı olan koruma ise diğer sermaye piyasası kurumlarını da kapsayacak şekilde genişleyecektir. Bu durumda, aracı kurumların yatırımcıları koruma fonuna yapacakları katkıda bir artış olması beklenmektedir.

Tazmin sistemiyle ilgili olarak, Mayıs 2004'te üye olan bazı ülkeler geçiş süreleri almıştır. Böylece, geçiş süresi alan ülkelerin aracı kuruluşları belirli bir süre daha yüksek standartta koşulları olan ülkelerde kurulu aracı kuruluşların "tek izin" çerçevesindeki rekabetinden korunmaktadır (Bknz. Ek).

AB mevzuatında halka açılmayı teşvik edici nitelikteki izahname düzenleme muafiyetlerine ilişkin düzenlemelerin devreye girmesi ile fon ihtiyacını sermaye piyasası aracılığıyla temin etmek isteyen ve sınırlı bir ihrac düşünen, ancak kayda alma maliyetini karşılayacak mali güçte olmayan firmaların sermaye piyasasından fon sağlamasına imkan yaratılmış olacak ve sermaye piyasasının en önemli amaçlarından biri olan sermayenin tabana yayılması gerçekleşecektir. Ayrıca söz konusu muafiyetler, uzun ve zahmetli bir çalışma olan izahnamenin hazırlanması ve incelenmesi aşamasını ortadan kaldıracak ve böylelikle zamanlama riski bertaraf edilmiş olacaktır.

Tek izin prensibi, menkul kıymet ihraçlarında yayınlanacak izahnamelerin de standart koşullarda hazırlanmasını içermektedir. Bu bağlamda, yerli şirketlerin AB üyesi ülke borsalarında kote olması kadar, yabancı şirketlerin Türkiye'de menkul kıymet ihracı da kolaylaşacaktır.

AB mevzuatına uyum ile birlikte kolektif yatırım kuruluşları olarak tanımlanan yatırım ortaklıkları ve yatırım fonlarına ilişkin olarak bir takım yenilikler gündeme gelecektir. Özellikle ülkemizde yasal mevzuatı oluşturulmayan, yatırım fonu ve ortaklıklarının avantajlarını bünyesinde toplayan, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları olarak ifade edilen şirket tipi kolektif yatırım modelinin devreye girmesi, sermaye piyasasında enstrüman çeşitliliğinin artmasına katkıda bulunacaktır.

AB düzenlemeleri çerçevesinde, bankaların da tüm sermaye piyasası faaliyetlerini doğrudan yürütmesinin önü açılacaktır. Türkiye'de sermaye piyasası faaliyetlerinin bankacılık faaliyetlerinden ayrıştırılması aslen işlemlerin şeffaflığını sağlanabilmesi için yapılmış bir düzenlemedir. Bankaların da hisse senedi piyasası işlemlerinde bulunması şeffaflığı sağlayıcı ve denetimi güçlendirici düzenlemelerle beraber ele alındığında bir sorun oluşturmayacaktır. Halihazırda ticari

bankaların büyük çoğunluğu bir aracı kuruma sahiptir. Mevcut aracı kurum/banka yapılarında bir geriye dönüş beklenmemektedir. Ancak, yeni kurulacak kurumlar ve AB üye devletlerinde kurulu kurumların Türkiye’de şube/acente açması gibi yatırımları çerçevesinde bankalar sermaye piyasası işlemleri yapabileceklerdir.

BÖLÜM III: SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

1980'li yıllarda temelleri atılan sermaye piyasamız, 2000'li yıllara kadar hızlı bir gelişim göstererek reel sektöre önemli ölçüde bir kaynak aktarımına aracılık etmiştir. Fakat, özellikle makroekonomik alandaki olumsuz gelişmelerin etkisiyle, sermaye piyasamızın derinliği ve genişliği potansiyelinin altında kalmıştır.

Aslında, sermaye piyasamızın hızlı, düzenli işleyişini sağlayan köklü kurumlar ve yatırımcının korunmasına dönük işlevsel mekanizmalar mevcuttur. Piyasamızın tüm kurumlarında veya işlem platformlarında son derece gelişmiş teknoloji kullanımıyla işlemler hızlı ve güvenli bir biçimde gerçekleşmekte, kayıtlar tutulabilmektedir. Sektör, genç, yüksek eğitilmiş ve yeniliklere açık bir çalışan profiline sahiptir. Sermaye piyasamızın hukuki altyapısı ise, AB normlarıyla büyük ölçüde uyumludur.

Bununla beraber, AB üyeliği aşamasında sermaye piyasamızla ilgili düzenlemelerde bazı değişikliklerin yapılması gerekecektir. Ancak, bu değişiklikler sermaye piyasamızın mevcut yapısını önemli ölçüde etkileyecek boyutta olmayacaktır.

AB üyeliğinin sermaye piyasamıza getireceği temel farklılıklar ise özetle şöyledir:

- Menkul kıymetler alanında yatırım hizmetlerine ilişkin AB düzenlemeleri çerçevesinde ülkemizde bankaların da sermaye piyasası faaliyetinde bulunması sağlanacaktır.
- Aynı düzenleme çerçevesinde, AB üye devletlerinde faaliyet gösteren yatırım firmaları, banka veya borsaların, Türkiye'de de faaliyet göstermesi sağlanacaktır.
- Tazmin sisteminde yapılacak değişiklikte sadece hisse senedi değil, tüm sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan yatırımcılar koruma kapsamına alınacaktır.
- İzahname düzenlenmesine yönelik muafiyetler halka arzları kolaylaştıracaktır.
- Münhasıran yatırım fonu portföyü yönetmekle yetkili yönetim şirketleri kurulması gündeme gelecektir.

- Yatırım fonu portföyünü saklamakla yükümlü kuruluşların sorumluluğu artırılarak, saklamacı kuruluşlar fonun işlemlerinin uygunluğunu sağlamakla da görevli olacaklardır.
- Sermaye piyasası araçlarının çeşitlenmesi gündeme gelecek, örneğin mevzuatımızda yeri bulunmayan değişken sermayeli yatırım ortaklığı kurulabilecektir.
- Sermaye piyasasının iki temel nitelikteki suçu olarak nitelendirilebilecek manipülasyon ve içeriden öğrenenlerin ticaretinin tanımlamalarının daha detaylı yapılması gündeme gelecektir. Ayrıca, piyasa şartlarına ve teknolojik gelişmelere paralel olarak düzenleyici ve denetleyici kurumlara konuya ilişkin düzenleme yetkisi verilmesi söz konusudur.

EK: AB Üyelik Müzakereleri Sonuçları

Avrupa Birliği'ne Mayıs 2004'te üye olan 10 ülkenin müzakere sonuçları incelendiğinde, AB müktesebatının üyelik tarihinden itibaren uygulanması gerekliliğiyle beraber, bazı konularda çeşitli ülkelere geçiş süreleri tanındığı da gözlenmektedir. Sermaye piyasasını ilgilendiren başlıklarda tanınan geçiş sürelerinin kapsamı ve takvimi aşağıda sunulmuştur.

Hizmet Sunumu Serbestisi

Bu başlık altında yalnızca mali kurumlarla ilgili düzenlemelerde geçiş süreleri tanınmıştır. Geçiş süresi tanınan konuların detayı aşağıda verilmektedir.

Kooperatif Kredi Kurumları

- Güney Kıbrıs'a kredi kurumlarının AB müktesebatına tam uyumu için 2007 yılı sonuna kadar geçiş süresi verilmiştir.
- Macaristan ve Polonya'ya asgari sermaye yeterliliklerini yükseltmeleri için 2007 sonuna kadar geçiş süresi tanınmıştır.

Tasarruf ve Kredi İşletmeleri

- Slovenya'ya 20 Şubat 1999'dan önce kurulmuş olan Tasarruf ve Kredi Girişimleri için müktesebata uyum konusunda 2004 sonuna kadar geçiş süresi tanınmıştır. Geçiş süresi kredi kurumlarının çalışma esaslarını, banka ve diğer mali kuruluşların yıllık hesaplarını ve mevduat garanti sistemi düzenlemelerini kapsamaktadır.

Mevduat Garanti Sistemi

- Estonya, Letonya ve Litvanya'ya asgari mevduat garantisi seviyelerine ulaşılması için 2007 sonuna kadar süre tanınmıştır.
- Slovenya'ya 2005 sonuna kadar geçiş süresi tanınmış olup, bu süre zarfında Slovenya'da faaliyet gösteren AB üyesi bir ülkenin kredi kurumunun mevduat garantisi Slovenya'da uygulanan mevduat garantisini seviye ve kapsam olarak aşamayacaktır.

Yatırımcı Tazmin Sistemi

- Estonya, Macaristan, Letonya, Litvanya ve Polonya'ya asgari yatırımcı tazmin seviyelerine ulaşmaları için 2007 sonuna kadar süre tanınmıştır.
- Slovakya'ya tanınan geçiş süresi ise 2006 sonunda bitmektedir.
- Slovenya'ya 2005 sonuna kadar geçiş süresi tanınmış olup, bu süre zarfında Slovenya'da faaliyet gösteren AB üyesi bir ülkenin yatırım firmasının tazminat güvencesi Slovenya'da uygulanan güvenceyi seviye ve kapsam olarak aşamayacaktır.
- Macaristan'a 2007 sonuna kadar geçiş süresi tanınmış olup, bu süre zarfında Macaristan'da faaliyet gösteren AB üyesi bir ülkenin yatırım firmasının tazminat güvencesi ilgili direktifte öngörülen en düşük seviyeyi aşamayacaktır. Ayrıca, bu süre zarfında Macaristan'da faaliyet gösteren AB üyesi bir ülkenin yatırım firmasının tazminat güvencesi Macaristan'da uygulanan güvenceyi kapsam olarak aşamayacaktır.

Sermayenin Serbest Dolaşımı

Bu konuda mali piyasaları ilgilendiren bir geçiş süresi hiçbir ülkeye verilmemiştir. Ancak, tarım arazileri ve ormanlarla ilgili düzenlemelerde ve emlak piyasasında geçiş süreleri tanınmıştır. Bu konuda Malta'ya verilen istisna (derogasyon) ile ikinci ev alımları ülkenin ulusal yasalarına bırakılmıştır.

KAYNAKÇA

Yayınlar

AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin Gelişimi, İMKB Dergisi, Yıl: 4 Sayı: 14, 2000

Aracı Kuruluşların Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem, Sermaye Yeterliliği, Dilek Türker Uludağ, SPK, Yayın No: 134, 2001

Menkul Kıymetler ve Borsalarla İlgili Avrupa Topluluğu Düzenlemeleri, SPK, Yayın No: 85, 1997

İnternet Siteleri

Avrupa Birliği: europa.eu.int

Avrupa Birliği İstatistik Ofisi: epp.eurostat.cec.eu.int

Avrupa Birliği Genel Sekreterliği: www.abgs.gov.tr

Avrupa Menkul Kıymet Borsaları Federasyonu: www.fese.org

İktisadi Kalkınma Vakfı: www.ikv.org.tr

Türkiye Bankalar Birliği: www.tbb.org.tr

Uluslararası Borsalar Federasyonu: www.fibv.com

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
Büyükdere Caddesi No:173
1. Levent Plaza A Blok Kat:4
1. Levent 34394 İSTANBUL
Telefon: 212-280 85 67
Faks: 212-280 85 89
www.tspakb.org.tr
tspakb@tspakb.org.tr

ISBN 975-6483-14-8