

Sermaye piyasasında güvence fonları

SAİM KILIÇ

Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanı-Bakan Danışmanı

Saim Kılıç, 1972 yılında Ankara’da doğdu. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Uluslararası İlişkiler Bölümü’nden 1993 yılında mezun olduktan sonra Sermaye Piyasası Kurulu’nda göreve başladı. Halen Sermaye Piyasası Kurulu’nda Uzman olarak görevli olan Saim KILIÇ, aynı zamanda Devlet Bakanlığı’nda da danışmanlık hizmeti yapmaktadır.

1- GİRİŞ

Özellikle 1994 yılında ortaya çıkan ve pek çok aracı kurum ile bankanın iflasına neden olan mali kriz sonucunda, bir taraftan mali piyasalarda yatırım yapan çok sayıda yatırımcı zarar görürken, diğer taraftan reel kesimde olumsuz gelişmeler meydana gelmiştir. Bu tarihten sonra, para ve sermaye piyasasında yatırımcıların korunmasına yönelik düzenlemeler yeniden tartışma konusu yapılmıştır.

Türkiye’de mali piyasaların bir ayağını oluşturan para piyasasında, pek çok yıldır uygulanan yatırımcıları korumaya yönelik bir özel mevduat sigorta sistemi bulunmaktadır. Buna karşılık, mali piyasaların diğer ayağını oluşturan sermaye piyasasında, henüz bir “yatırımcıyı koruma fonu” veya “güvence fonu” gibi özel bir mekanizma hayata geçirilememiştir. Bununla birlikte, bazı güvence fonu önerileri yapılmıştır. Bu öneriler içerisinde en önemlisi, hiç kuşkusuz Sermaye Piyasası Kurulu’nca (SPK) hazırlanan ve Sermaye Piyasası Kanunu’nda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı’nda yer alan “Yatırımcıları Koruma Fonu”dur. TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu’nda kabul edilerek Genel Kurul gündemine alınan bu tasarının yasallaşması ile birlikte sermaye piyasasındaki önemli bir eksiğin giderileceği açıktır.

Bu çerçevede, çalışmanın konusu, sermaye piyasasında yatırımcıların korunması konusunun önemi ve güncelliği dikkate alınarak “Sermaye Piyasasında Güvence Fonları” olarak belirlenmiştir. Aşağıda, sermaye piyasasında yatırımcıları koruma amaçlı düzenlemelerin sebepleri, yatırımcıları korumaya yönelik mekanizmalar, genel olarak güvence fonları, Türkiye’de güvence fonunun gerekliliği ve önerilen fon sistemi konuları kısaca açıklanmıştır.

2- GENEL OLARAK SERMAYE PİYASASINDA YATIRIMCILARIN KORUNMASI

A- Sermaye Piyasasında Yatırımcıları Koruma Amaçlı Düzenlemelerin Nedenleri

Sermaye piyasasında yatırımcıyı koruma amaçlı düzenlemelerin makro ve mikro düzeyde olmak üzere iki sebebi bulunmaktadır.¹ Makro düzeydeki sebep, genel olarak kamunun düzenleme yaparak piyasaya müdahale etmesinin de teorik temelini oluşturan piyasa mekanizmasının başarısız olması teorisi² (market failure theory) ile ilgilidir. Bu teoriye göre, piyasanın rekabet edebilir şekilde örgütlenmemesi (aksak rekabet), üretim veya tüketimdeki dışsallıklar, kamu mallarının varlığı, asimetric bilgi dağılımı gibi sebeplerle, piyasanın, etkinliği bozacak şekilde yanlış kararlar alması ve bazı aksaklıklar göstermesi mümkündür.

Bu sebeplerden özellikle asimetric bilgi dağılımı, işlemsel anlamda etkinliğin (işlem maliyetinin düşük olması gibi) var olduğu bir durumda, bilginin sermaye piyasasında en önemli güç olması nedeniyle, sermaye piyasasındaki piyasa mekanizmasının başarısızlığının temel nedeni olarak kabul edilmektedir. Zira, doğrudan finansman biçiminin hakim olduğu sermaye piyasasında yatırımcı ile fon kullanan işletme arasındaki ilişki doğrudan kurulduğundan, yatırımcının yatırım kararını doğru bir şekilde verebilmesi için, yatırım yapacağı menkul kıymet ve bu menkul kıymeti ihraç eden işletme hakkındaki bilgileri tam, zamanında ve doğru bir şekilde alması gerekmektedir.

Bilginin sermaye piyasasında bu derece önemli olmasına karşın, maliyetli olması, ulaşımdaki zorluk ve teknolojik imkanlardan yararlanma derecesindeki farklılıklar nedeniyle, piyasaya katılan tüm yatırımcıların aynı düzeyde bilgilendirildiğini söylemek mümkün değildir. Başka bir deyişle piyasada asimetrik bilgi dağılımı söz konusudur. Asimetrik bilgi dağılımı, piyasanın tarafları arasında haksız kazanç transferlerine sebep olmakta, fırsat eşitliğini bozmakta, işlem maliyetini artırmakta ve bu şekilde genel olarak piyasa mekanizmasının başarısız olmasına, özel olarak da yatırımcıların zarar görmesine sebep olmaktadır. O halde, etkin bir piyasada bulunması gereken en önemli koşullardan birisi, bilginin bütün yatırımcılar arasında mümkün olduğunca eşit bir şekilde dağıtılmasıdır.

İşte, düzenleyici otorite burada devreye girerek, özellikle kamuyu aydınlatma yaklaşımı çerçevesinde, yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgilerin tam, zamanında ve doğru bir şekilde yatırımcılara ulaşması için gerekli düzenlemeleri yapmaktadır.

Mikro düzeydeki sebep ise, makro düzeydeki sorunun kamunun müdahalesi ile çözüldüğü durumda dahi, sermaye piyasasında gerek birincil ve gerekse ikincil piyasada fon arzedenlerle fon talep edenler arasındaki bağlantının çoğunlukla araçlar vasıtasıyla kurulması nedeniyle müşteri varlıklarına yönelik olarak ortaya çıkan risklerdir. Aracılar, bu işlemler sırasında yatırımcılara ait menkul kıymet ve nakit üzerinde tasarrufta bulunma imkanına kavuşmaktadır.

Birincil piyasadaki risk, aracılık yüklenimi³ durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu risk, şirketin çıkardığı menkul kıymetlerin satılmasını taahhüt eden aracı kurumun bu yükümlülüğünü (mali yapısının zayıflığı gibi sebeplerle) yerine getirememesi nedeniyle, çıkarılan menkul kıymetleri satın alan yatırımcıların zarara uğramasıdır. Zira, menkul kıymetleri ihraç ederek belli bir projesini gerçekleştirmek isteyen şirket, menkul kıymetlerinin tamamen satılmaması nedeniyle projesini gerçekleştiremeyecek ve mevcut menkul kıymetler değer yitirecektir. Bu durum, bir taraftan menkul kıymetleri alan yatırımcıları zarara sokarken, diğer taraftan sermaye piyasasına ilgi duyan potansiyel yatırımcıların kaybedilmesine yol açacaktır.⁴

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

B- Sermaye Piyasasında Yatırımcıları Korumaya Yönelik Mekanizmalar

Sermaye piyasasındaki düzenlemelerin en önemli amacı yatırımcıların korunması olduğuna göre, yapılan tüm düzenlemelerin doğrudan ya da dolaylı olarak yatırımcının korunmasına ilişkin olduğunu söylemek mümkündür. Bu nedenle, sermaye piyasasında yatırımcının korunmasını tam anlamıyla anlatmak için tüm düzenlemelere değinmek gerekirken birlikte, çalışmanın konusu ve amacı açısından, yatırımcının korunmasına yönelik yaklaşımları yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde genel olarak iki ana başlık altında sınıflandırmak mümkündür:⁵ Yatırımcıların sermaye piyasasında yanlış karar almalarını önleme ve araçlar nedeniyle ortaya çıkacak olan risklere karşı koruma.

Yatırımcıları, yanlış karar almalarını önlemek ve araçların mali risklerine karşı korunmalarını sağlamak amacıyla çeşitli mekanizmalar geliştirilmiştir. Yatırımcıların yanlış karar almalarını önlemek için "liyakat yaklaşımı" ve "kamuyu aydınlatma" yaklaşımı olmak üzere iki sistem geliştirilmiştir. Liyakat yaklaşımında, riskli olduğu düşünülen menkul kıymetlerin piyasaya çıkarılmasına izin verilmezken; kamuyu aydınlatma yaklaşımında riskli menkul kıymetlere de izin verilmekte, ancak birincil ve ikincil piyasada menkul kıymetler ve bunu ihraç eden şirket

hakkındaki bilgiler ile yatırım kararlarını etkileyen diğer bilgilerin yatırımcılara tam, zamanında ve doğru bir şekilde ulaştırılması amaçlanmaktadır.

Yatırımcıları aracılardan mali risklerine karşı korumak için ise, iç kontrol ve gözetim gibi önleyici mekanizmalar ile iflas halinde aracılardan yatırımcılara olan yükümlülüklerinin diğer yükümlülüklerinden farklı işleme tabi tutulması (öncelikli alacaklı statüsü tanıma, müşteri varlıklarının müşterilerin mülkiyetinde olmaya devam etmesi), yatırımcıların zararlarını belli bir dereceye kadar tazmin edecek bir sigorta sistemi veya güvence fonu (koruma fonu) oluşturulması gibi koruyucu mekanizmalar geliştirilmiştir.⁶ Çalışmanın başlığı ve kapsamı açısından bu mekanizmalardan sadece güvence fonları üzerinde durulacaktır.

3- GÜVENCE FONLARI

A- Genel Olarak

Bu sistemde, araçlar önceden belirlenen esaslara göre oluşturulan fona katkıda bulunmakta ve aracılardan ödeme güçlüğüne düşmeleri sonucunda zarara uğrayan müşterilerinin zararlarının bir kısmı bu fondan karşılanmaktadır.

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

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

B- Ülke Uygulamaları

Yurtdışındaki uygulamalara bakıldığında, genel düzenlemeler yanında, yatırımcıları aracılardan risklerine karşı korumada en çok uygulanan mekanizmanın güvence fonu sistemi olduğu görülmektedir.

Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri'nde, 1970 yılında, ödeme güçlüğüne düşen veya iflas eden broker-dealerların müşterilerine belirli limitler dahilinde koruma sağlayarak yatırımcıların menkul kıymetler piyasasına olan güvenlerini artırmak amacıyla Menkul Kıymetlere Yatırım Yapanları Koruma Kanunu (Securities Investors Protection Act of 1970-SIPA) çıkarılmıştır.⁷ Anılan Kanun, Menkul Kıymetlere Yatırım Yapanları Koruma Şirketi (Securities Investors Protection Corporation-SIPC)'nin kurulmasını, bir güvence/koruma fonunun oluşturulmasını öngörmekte ve yatırımcıların zararlarının karşılanmasında izlenecek prosedür hakkında çeşitli hükümler vazedmektedir. Buna göre, koruma kapsamında olan yatırımcının karşılanamayan alacaklarının en çok 100.000 doları nakit olmak üzere 500.000 dolarlık kısmı SIPC fonu tarafından ödenmektedir.

ABD'deki sermaye piyasası yatırımcılarını korumaya yönelik özel düzenlemeye benzer bir düzenleme de Avrupa Birliği Konseyi'nce Birliğe üye ülkeler için getirilmiştir. "Yatırımcı Tazmin Planı" (Investor Compensation Scheme)'na ilişkin Direktif olarak anılan bu düzenleme, üye ülkelerin 01.01.1997 tarihinden itibaren bu Direktifte yer alan asgari unsurları içeren bir güvence/koruma fonu oluşturmalarını veya mevcut güvence/koruma fonlarını direktifte bulunan hükümlere uygun hale getirmelerini veya uyumlaştırmalarını zorunlu kılmaktadır. Buna göre, ödeme güçlüğüne düşen veya iflas eden yatırım şirketlerinin müşterilerinin karşılanamayan alacaklarının en az 20.000 ECU'lük kısmı koruma kapsamında olup, bu tutarın en fazla %10'luk

kısmı üye ülkelerce sınırlandırılabilir. Başka bir deyişle, üye ülkeler, yatırımcıların en az 18.000 ECU tutarındaki alacağını koruma kapsamına alacak düzenlemeleri yapmak zorundadır. Örneğin Avrupa Birliği üyesi ülkelerden İngiltere’de Finansal Hizmetler Kanunu (Financial Services Act) ile bir tazmin fonu kurulmuş olup, müşterinin ilk 30.000 pound tutarındaki zararının %100’ü ve ikinci 20.000 pound tutarındaki zararının %90’ı koruma kapsamında bulunmaktadır.⁸

C- Türkiye’de Güvence Fonları

1- Aracıların Ödeme Güçlüğüne Düşmelerinin Sebepleri

Türkiye’de sermaye piyasası faaliyetinde bulunan aracı kurumların mali yapılarının zayıflaması veya ödeme güçlüğüne düşmesi çeşitli sebeplerden kaynaklanmaktadır.⁹

Bu sebepler;

- Aracılık hizmeti nedeniyle alınan komisyon (kurtaj) gelirlerinin aşırı rekabet veya sınırlı işlem hacmi nedeniyle düşük düzeyde kalması, kendi nam ve hesaplarına yaptıkları alım satım işlemleri sonucunda portföy zararının ortaya çıkması, alacakların tahsil edilememesi gibi nedenlerle aracı kurumun gelirlerinin giderlerini karşılayamaması;
- Aracılık yüklenimi yöntemi ile yapılan halka arza aracılıkta, ihracı yapılacak sermaye piyasası aracının halka arz edilememesi nedeniyle aracı kurumun bu araçları satın almak zorunda kalması;
- Aracı kurum müşterilerinin takas yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirmemeleri ve müşterilerin kredili menkul ve açığa satış işlemleri sonucunda zarar ederek aracı kuruma olan borçlarını ödeyememeleri;
- Aracı kurumun müşterilerinin hesabında bulunan nakit ile müşterilere ait sermaye piyasası araçlarını satarak sağladıkları fonları kendi portföy yatırımları için veya başka amaçlarla (şirket dışına çıkararak ortak ve yöneticilerinin şahsi servetlerini artırma, müşterilerine kredi verme, şirketin giderlerini karşılama gibi) kullanmaları, ancak sermaye piyasası araçlarının fiyatının yükselmesi ve diğer nedenlerle müşterinin nakit ve sermaye piyasası aracı şeklindeki varlıklarını yerine koyamamaları;
- Olmayan hazine bonusu ve devlet tahvilini karşılık göstererek açığa repo işlemi yapmaları;
- Portföy yöneticiliği faaliyetini mevduat toplama aracı olarak kullanmaları;
- Aracı kurumun izinli veya izinsiz acentalarının yatırımcıyı zarara sokacak işlemlerde bulunmaları ve aracı kurumun bu zararları karşılamak zorunda kalması,

şeklinde sıralanabilir.

2- Aracıların Ödeme Güçlüğüne Düşmelerini Önleyici Düzenlemeler

Türkiye’de aracı kurumların ödeme güçlüğüne düşmelerini önlemek için aracı kurumun bazı iş ve işlemleri yapmalarını yasaklamak ve bunları yaptırma bağlamak, asgari kurtaj oranını belirlemek, halka arza aracılığın azami sınırını saptamak, gerçekleştirilebilecekleri işlem hacmini özsermayelerinin katı şeklinde sınırlamak (işlem sınırlaması), Takasbank’ta müşteri bazında saklama zorunluluğu getirmek, aracı kurumlara iştirak sınırlaması getirmek, aracı kurumların mali yapısını etkin bir şekilde gözetleyerek önceden gerekli önlemleri almak ve aracı kurum ile işlem yapan yatırımcıları aracı kurumun yapısı hakkında bilgilendirmek amacıyla çeşitli mali tablo ve raporların Kurul’a gönderilmesini istemek, kredili işlem ve açığa satış işlemlerinin azami sınırını belirlemek gibi bazı düzenlemeler yapılmıştır.¹⁰

3- Yatırımcıların Varlıklarını Korumaya Yönelik Mevcut Düzenlemeler

Türk sermaye piyasasına ilişkin düzenlemelerde, aracı kurumların ödeme güçlüğüne düşmeleri veya iflas etmeleri halinde, yatırımcıların varlıklarını korumaya yönelik genel düzenlemeler dışında yurtdışında olduğu gibi yatırımcıyı koruyan “güvence fonu”, “koruma fonu”, “tasfiye fonu”,

"tazmin fonu" gibi özel bir mekanizma bulunmamaktadır. Bu düzenlemeler esas olarak aracılık teminatı, borsa teminatı ve özsermaye yeterliliği/blokajı düzenlemelerinden oluşmaktadır.¹¹

Aracılık teminatı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:V, No:19 Tebliği'nde düzenlenmiştir. Buna göre, aracı kurumlar, faaliyet izni alırken, "halka arza aracılık" veya "alım satıma aracılık" faaliyetleri için bu Tebliğ'de öngörülen asgari ödenmiş sermayelerinin %10'una tekabül eden tutarı TCMB'ye yatırmak zorundadırlar. Mevcut durumda, aracılık teminatı alım satıma aracılık için 500 milyon TL, halka arza aracılık için 1 milyar TL'dir.

91 sayılı Menkul Kıymet Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname'nin 12. maddesi ve Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik (Genel Yönetmelik) ile İMKB Yönetmeliği'nin aynı numaralı maddelerine göre, Borsa üyeleri, borsa işlemleri sırasında müşterilerine ve borsaya verebilecekleri zararların karşılanmasını teminen, borsa Yönetim Kurulu'nca belirlenen ve SPK tarafından onaylanan tutarda bir teminatı, nakit, teminat mektubu, hazine bonusu ve devlet tahvili olarak, borsa tüzel kişiliği adına T.C. Merkez Bankası'na yatırmak zorundadırlar.

Sermaye yeterliliği/blokajı konusundaki düzenleme ise, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 26.06.1998 tarih ve 23384 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:V, No:34 sayılı "Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği"nde yapılmıştır. Ayrıca konu ile ilgili ilke kararları bulunmaktadır. Her bir sermaye piyasası faaliyeti için sermaye zorunluluğunu getiren ve bir kısmının Takasbank'ta bloke edilmesini gerektiren bu düzenlemelerin ayrıntılı olması nedeniyle, çalışmanın kapsamı dikkate alınarak, burada fazla bir açıklama yapılmamıştır.

4- Güvence Fonunun Gerekliliği¹²

Türkiye'de, mali krizin yaşandığı 1994 yılından 1996 Nisan ayına kadar geçen sürede mevzuata aykırı işlemlerde bulunan 13 aracı kurum ödeme güçlüğüne düşmüştür. Bu aracı kurumların ödeme güçlüğüne düştükleri tarihteki dolar döviz kuruna göre karşılanamayan taahhütleri toplamı yaklaşık 120 milyon dolar olup, zarar gören yatırımcı sayısı 20.000'in üzerinde bulunmaktadır.

Zarar gören yatırımcıların anılan aracı kurumlardan olan alacakları, gerek Türkiye'deki iflas ve tasfiye sürecinin uzun olması ve gerekse ödeme güçlüğüne düşen aracı kurumların müşterilerinin varlıklarını korumaya yönelik aracılık teminatı ile borsa teminatının büyük ölçüde yetersiz kalması nedeniyle henüz karşılanamamıştır. Aracılık teminatı ve borsa teminatı yanında özsermaye blokajı düzenlemesinin yürürlüğe girmesi ile birlikte yatırımcıların zararlarını karşılama oranında yaklaşık iki misli bir artış olmakla birlikte, yine çok düşük düzeyde kalacağı anlaşılmaktadır.

Getirilen düzenlemelere rağmen aracı kurumların ödeme güçlüğüne düşmelerini önlemede tam bir başarı sağlanamaması ve ödeme güçlüğüne düşen veya iflas eden aracı kurumların müşterilere verdikleri zararların giderilmesinde yetersiz kalınması, yatırımcıların sermaye piyasasına olan güvenini sarsarak piyasadaki uzaklaşmalarına neden olmuştur.

Ayrıca, Türkiye'de mali piyasaların diğer ayağını oluşturan ve bir anlamda sermaye piyasasının rakibi olan para piyasasında yatırımcıların korunmasına yönelik özel bir düzenleme olan Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu bulunmaktadır. Böyle bir düzenlemenin, mali sistemi oluşturan iki piyasadaki yatırımcılar arasında eşitsizliğe sebep olduğu açıktır. Zira, bankalara para yatıran tasarruf sahipleri, menkul kıymetlere para yatıranlardan daha fazla korunmaktadır. Halbuki, her iki piyasada da amaç fon açığı olan kesim ile fon fazlası olan kesim arasındaki kaynak aktarımını etkin bir şekilde gerçekleştirmektir.

Diğer taraftan, ülkemizde, yatırımcıları korumaya yönelik bir güvence fonu oluşturulması, hem dünya sermaye piyasaları ile entegrasyonda yardımcı olacak, hem de Avrupa Birliği düzenlemelerine uyum sağlanmış olacaktır.

5- Çeşitli Güvence Fonu Önerileri

a) Genel Olarak

Türkiye’de sermaye piyasasına yönelik bir güvence fonuna ihtiyaç olduğu belirtildikten sonra, yanıtlanması gereken soru, nasıl bir güvence fonunun oluşturulması gerektiğidir.

Türkiye’de oluşturulabilecek güvence fonu ile ilgili olarak sınırlı sayıda da olsa piyasa katılımcıları, ilgililer ve akademisyenler tarafından çeşitli öneriler yapılmıştır.¹³ Bu öneriler içinde Sermaye Piyasası Kanunu Değişiklik Tasarısı’nda yer alan “Yatırımcıları Koruma Fonu”nun temel özellikleri özetlenecektir.

b) Sermaye Piyasası Kanunu Değişiklik Tasarısında Yer Alan Güvence Fonu Önerisi

24.6.1995 tarihinde çıkarılan ve Sermaye Piyasası Kanunu’nun bazı maddelerini değiştiren 558 sayılı KHK’nın Anayasa Mahkemesi tarafından 13.11.1995 tarihinde iptal edilmesinden sonra, ortaya çıkan hukuki boşluğu doldurmak ve piyasanın ihtiyaçlarına cevap vermek için, SPK’nca hazırlanan “2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Değişiklik Yapılması’na Dair Kanun Tasarısı” TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu’nda kabul edilerek Genel Kurul gündemine alınmıştır. Anılan Tasarı’da “Yatırımcıları Koruma Fonu” kurulması öngörülmekte ve bu Fonun gelirleri ile faaliyet esasları düzenlenmektedir. Bu Fon’un özelliklerine ve işleyişine değinmeden önce, Fon’la ilgili olarak aynı tasarı ile getirilen ve Fonun uygulanması açısından büyük önemi bulunan iki konu üzerinde durmak gerekir. Bunlardan birincisi, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, ikincisi ise “tedrici tasfiye”dir.

i) Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

Tasarıda, Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (SPAKB), Anayasa’nın 135. maddesinde yer alan kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşu biçiminde düzenlenmiştir. SPAKB’nin amacı, mesleki işbirliği ve disiplini sağlamak, meslek kurallarını oluşturarak sermaye piyasasında aracılık mekanizmasının gelişmesine katkıda bulunmaktır.

Tasarı ile sermaye piyasasında aracılık faaliyetinde bulunmakla yetkilendirilmiş tüm aracı kuruluşlara, tam bir işbirliğinin sağlanması hedefi doğrultusunda, bu Birliğe üye olmak üzere başvuru zorunluluğu getirilmiştir.

Birliğin kamu kurumu niteliğini haiz meslek kuruluşu olarak düzenlenmesi nedeniyle, Anayasa’nın 135. maddesi uyarınca organlarının seçimi ve denetimi de aynı Tasarı’da hükme bağlanmıştır. Buna göre, organlarının seçimi yargı gözetimi altında gizli oyla yapılmakta; gelirleri, giderleri ve çalışma esasları ile üyeliğe kabul, üyelikten geçici ve sürekli çıkarılma esasları, SPK’nun önerisi, ilgili Bakanlığın uygun görüşüyle Bakanlar Kurulu’nca belirlenmekte ve kamu denetimi ise SPK tarafından yerine getirilmektedir.

ii) Tedrici Tasfiye

Tasarıda, aracı kurumların tasfiyesi için, Türk Ticaret Kanunu ve İcra ve İflas Kanunu’nun tasfiyeye ilişkin hükümlerinin uygulanmadığı tedrici tasfiye öngörülmektedir. Böyle bir özel tasfiye yöntemine ihtiyaç duyulmasının sebebi, genel hükümlerdeki tasfiye prosedürünün sermaye piyasası işlemlerine uygun olmaması ve piyasadaki güven ilkesini zedelemesidir. Öngörülen tedrici tasfiyenin amacı, aracı kurumların mal varlığını işin niteliğine göre aynen veya nakde çevirmek suretiyle elde edilen bedeli tahsis ederek, Kanun çerçevesinde yaptıkları sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle müşterilerine karşı olan nakit ve sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini tasfiye etmektir.

Tedrici tasfiyeye SPK karar vermekle birlikte, tedrici tasfiyenin yürütülmesi bakımından bir ayırım yapılmıştır. Buna göre, SPAKB’ne üye olan aracı kurumların tedrici tasfiyesi Yatırımcıları Koruma

Fonu tarafından yapılırken, Birliğe üye olmayan aracı kuruluşlar ile diğer sermaye piyasası kurumlarının tasfiyesi SPK tarafından yapılmaktadır.

iii) Yatırımcıları Koruma Fonu ve İşleyişi

Kanun Tasarısında yer alan Yatırımcıları Koruma Fonunun özellikleri aşağıda açıklanmıştır.

1. Tüzel kişiliği haiz Fonun amacı, tedrici tasfiyeye tabi tutulan ya da haklarında iflas kararı verilen aracı kurumlarla Bakanlar Kurulu'nca faaliyetleri durdurulan bankalardan sermaye piyasası faaliyetinde bulunanların, bu faaliyetleri nedeniyle hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ödeme ve hisse senedi teslim yükümlülüklerini tasfiye etmektir.
2. Bütün aracı kuruluşların Fona katılmaları zorunlu tutulmuştur.
3. Fon, sermaye piyasası araçlarının kaydını tutmakla görevli Merkez Kayıt Kurulu tarafından temsil ve idare olunmaktadır. Fonun yönetim ve çalışma esasları ise SPK'nca belirlenmektedir.
4. Fon'un başlıca gelir kaynakları şunlardır:
 - Aracı kuruluşların yatıracığı yıllık ödentiler. Bu ödenti, yıllık hisse senedi işlem hacimlerinin parasal miktarlarının onbinde birini aşamayacak şekilde, aracı kuruluşların türü ve riski dikkate alınarak, SPK tarafından belirlenmektedir.
 - Tutarı SPK'nca belirlenen geçici ödentiler. Fon mevcudu yetersiz kaldığı takdirde, gelecek yıllara mahsuben, bir önceki yıldaki hisse senedi işlem hacimlerinin parasal tutarlarının onbinde birine kadar alınabilmektedir. Bu ödenti de ihtiyaca cevap vermez ise, İMKB'den Fon'a avans verilir.
 - Menkul kıymetlerin işlem gördüğü borsalar ve Aracı Kuruluşlar Birliği tarafından verilen para cezaları,
 - Fon mevcudunun Kurul'ca belirlenecek esaslar dahilinde nemalandırılmasından elde edilecek gelirler,
 - Diğer gelirler
5. Fon mevcudu rehnedilememekte, teminat gösterilememekte, üçüncü şahıslar tarafından haczedilememektedir. Ayrıca, Fon, Muhasebe-i Umumiye Kanunu, Devlet İhale Kanunu ve Sayıştay Kanunu'na tabi olmadığı gibi, işlemleri her türlü vergi, resim ve harçtan muaf bulunmaktadır.
6. Fon iki istisna dışında Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'ne üye tüm aracı kurum ve bankaların sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle müşterilerine karşı olan hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ve hisse senedi teslim yükümlülüğünü kapsamına almakta ve her bir yatırımcı için 5 milyar TL (her yıl yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılmaktadır) koruma sağlamaktadır. Bu korumaya getirilen ilk istisna, aracı kurumun ortakları, yönetim kurulu ve denetleme kurulu üyeleri, imzaya yetkili personeli ile bunların eşleri ve üçüncü derece dahil kan ve sıhri hısımlarının aracı kurumdan olan alacaklarıdır. Bu kişiler Fon'un avans ödemesinin tamamen dışında tutulmuştur. İkinci istisna ise, aynı kurumdan alacaklı görünen ve aralarında sermaye, yönetim ya da akrabalık ilişkileri dolayısıyla birlikte hareket ettiklerine fon yönetiminin kanaat getirilenlerdir. Bu kişiler tek kişi olarak kabul edilmekte ve azami 5 milyar TL tutarında avans verilmektedir.
7. Koruma kapsamındaki müşteri alacaklarının tespiti ve ödeme esasları aşağıdaki gibidir:
 - a. *Müşterilerin ve bu müşterilerin alacaklarının tespiti:*

Fon'un koruma alanında bulunmakla birlikte, SPK'nca tedrici tasfiyesine karar verilen aracı kurumlar, tedrici tasfiyesine karar verilmeyen ancak haklarında iflas kararı verilen aracı kurumlar ve ilgili mevzuat uyarınca faaliyetleri durdurulan bankalar şeklinde üçlü bir ayrıma gidilerek müşteriler ile bu müşterilerin alacağının tespiti açısından farklı hükümler getirilmiştir.

SPK tarafından bir aracı kurumun tedrici tasfiyesine karar verildikten sonra, söz konusu aracı kurumun tüm malvarlığı Fon'un tasarrufuna geçmekte ve tüm tasfiye işlemleri Fon tarafından yürütülmektedir. Aracı kurumun aktif ve pasifi ile gerçek hak sahipleri ve alacakları Fon tarafından tespit edilmektedir.

Tedrici tasfiyeye tabi tutulmayan ve haklarında iflas kararı verilen aracı kurumların koruma alanı kapsamındaki hak sahipleri ile alacak tutarları sıra cetveline göre; faaliyetleri durdurulan bankaların hak sahipleri ise, ilgili mevzuat uyarınca

yönetimin devredildiği kuruluş tarafından tespit edilmekte ve Fon yönetiminin onayına sunulmaktadır.

b. *Müşteri alacaklarının ödenmesi:*

Aracı kurumun koruma kapsamındaki müşterilerine olan borçlarının ödenmesinde kademeli bir sistem oluşturulmuştur. İlk olarak, tedrici tasfiyede aynen teslim ilkesi gereğince, öncelik müşteri adına saklanan sermaye piyasası araçlarına verilmektedir. Bu çerçevede, müşteri adına saklanan sermaye piyasası araçları, münferit hesaplar itibariyle karşılaştırılacak ve münhasıran hesap sahiplerine olan teslim yükümlülüklerinin tasfiyesine tahsis olunacaktır. İkinci aşamada, koruma kapsamında olan ve hesabında yeteri kadar ya da hiç sermaye piyasası aracı bulunmayan saklama hesabı sahipleriyle, tasfiyenin amacı kapsamında yer alan diğer hak sahiplerine alacaklarının 5 milyar TL'sına kadar kanun tasfiyenin sonucu beklenmeksizin Fon tarafından ödenecektir. Fon avans ödemelerini yaptıktan sonra aracı kurumun tasfiyesini gerçekleştirecektir. Tasfiye bakiyesinden öncelikle Fon'un avans ödemeleri ve tasfiye giderleri nedeniyle doğan alacağı ödenecektir. Fonun alacakları ödendikten sonra kalan kısım, tasfiyenin amacı kapsamındaki alacaklılara, bakiyenin durumuna göre tamamen ya da garameten dağıtılacak, bakiyeden arta kalan kısım olursa diğer alacaklılara dağıtılacaktır.

Aracı kurumun aktifleri, tasfiyenin amacı kapsamındaki hak sahiplerinin ve Fon'un alacaklarını karşılamaya yetmediği takdirde, tasfiyenin tamamıyla sonuçlandırılması bakımından, aracı kurumun iflası, Kurul'un uygun görüş vermesi halinde Fon tarafından istenebilecektir. İflas halindeki aracı kurumlarla, faaliyetleri durdurulan bankaların alacaklılarına fondan yapılan ödentiler nedeniyle Fon, aracı kurumun ve bankanın malvarlığı üzerinde birinci derecede imtiyazlı alacaklı sıfatını kazanmaktadır.

8. Tasarıya eklenen bir geçici madde ile, bu Kanun'un yürürlüğe girmesinden önce yetki belgeleri iptal edilerek haklarında iflas davası açılmış aracı kurumların her bir müşteri için 1 milyar TL'ye kadar olan yükümlülüklerini yerine getirmek amacıyla İMKB tarafından tahsis edilecek 6 trilyon TL tutarındaki bir kaynakla özel bir fon oluşturulmuştur. Fonun, yapılacak ödemeye yetmemesi halinde, 3 trilyon TL'yi geçmemek üzere, Bakanlar Kurulu Kararı ile belirlenecek miktarda ek kaynak İMKB tarafından karşılanacaktır. İMKB iflas idarelerine yapacağı bu ödemeler nedeniyle, aciz belgesi sahiplerinin haklarına halef olmaktadır.

4- SONUÇ

Mali piyasalarda güvenin sağlanması, dolayısıyla yatırımcıların korunması, sadece yatırımcılar açısından değil finans sektörü, sektör ve ülke ekonomisi açısından da büyük önem taşımaktadır. Aksi halde, sermaye piyasası kendinden beklenen ve varlık sebebini teşkil eden fon aktarım işlemini yerine getiremeyecektir.

Türkiye'de para piyasası için mevcut bir mevduat sigorta sistemi bulunmakla birlikte, sermaye piyasası için güvence fonları gibi bir sistem hayata geçirilememiştir. Piyasada güvenin sağlanması açısından, sermaye piyasasında bir yatırımcıyı koruma fonunun oluşturulması, ülkemizin mali piyasalarının istikrara kavuşması ve kısıtlı sermayenin yatırımlara kanalize edilmesi açısından zorunlu görülmektedir.

DİPNOTLAR

1. KILIÇ, Saim, Sermaye Piyasasında Yatırımcıların Korunması:Güvence Fonları, SPK Yayın No:95, Ankara, Ekim 1997, s.12-14.
2. Düzenleme konusu ve öne sürülen görüşlerle ilgili ayrıntılı bilgi için bakınız KÜÇÜKSÖZEN, Cemal, Sermaye Piyasasında Yatırımcıların Korunması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 1995, s.9-14; STIGLITZ, Joseph E. "The Role of the State in Financial Markets", Proceedings of World Bank Annual Conference on Developments Economics 1993, Washington D.C., The World Bank, 1993, 19-63; TINIÇ,Seha "The Strategy for Developing Efficient and Liquid Securities Markets: Competition or Public Regulation?", Recent

- Developments in Capital Markets in Turkey, Ankara, 1985; NOLL, G.Roger "Economic Perspectives on The Politics of Regulation", Handbook of Industrial Organization, Standford:Elsevier Science Publishers, 1989; PHILIPS-ZECKER, The SEC and Public Interest, Massachusetts, The MIT Press, 1982.
3. Halka arza aracılık , en iyi gayret aracılığı ve aracılık yüklenimi şeklinde yapılmaktadır. En iyi gayret aracılığı, ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmının ise satış yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş olanlara satılmasını ifade etmektedir. Aracılık yüklenimi ise, sermaye piyasası araçlarının satılmasını ve satılmayan kısmının bedeli satış süresi sonunda ödenerek satın alınması (bakiyeyi yüklenim) veya bedeli başlanmadan önce ödemek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasının (tümünü yüklenim) satışı yapana karşı taahhüt edilmesidir.
 4. 3794 sayılı Kanun ile değişmeden önceki 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda, yatırımcıların halka arza aracılık sırasında zarara uğramalarını engellemek amacıyla aracı kurumların tedrici tasfiyesi öngörülmüş ve buna ilişkin bir fon kurulmuştur. Ayrıca Bakanlık 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun Gerekçesi, Sermaye Piyasası Mevzuatı, 1994, s.46.
 5. KILIÇ, a.g.e, s.140.
 6. Ayrıntılı bilgi için bakınız International Organization of Securities Commissions (IOSCO), "Client Asset Protection", Report of The Technical Committee, August 1996
 7. Bakanlık ERSEL, Hasan ve SÜNGÜ, Sevtap, ABD'de Menkul Kıymet Yatırımcılarının Korunması:1970 Tarihli Menkul Kıymet Yatırımcılarının Korunması Yasası (SIPA) ve SIPC, SPK Araştırma Raporu, Şubat 1987.
 8. KILIÇ, a.g.e, s.49-58. Ayrıca bakınız Securities and Investment Board (SIB), The Background to Investor Protection, HMSO London Print Services, 1996; TAŞKIRAN, Sevtap ve UYSAL, Özge, Para ve Sermaye Piyasasında Yatırımcıların Korunması ile ilgili Düzenlemeler, SPK Araştırma Raporu, 1996; UYGUN, Bülent, Sermaye Piyasasında Yatırımcı Zararlarının Karşılmasına İlişkin Mekanizmalar, İ. Ü. İşletme Fakültesi Dergisi, C.25, Sayı:1, Nisan 1996.
 9. KILIÇ, a.g.e, s.86-89.
 10. KILIÇ, a.g.e, s.90-101.
 11. KILIÇ, a.g.e, s.102.
 12. Bu başlık altında yapılan açıklamalar için bakınız KILIÇ, a.g.e, s.111-118
 13. Türk sermaye piyasası için Cemal KÜÇÜKSÖZEN, Saim KILIÇ ve Bülent UYGUN tarafından yapılan öneriler için anılan kişilerin dipnotlarda belirtilen eserlerine bakılabilir. Ayrıca, İMKB, 5.11.1996 tarihinde, İMKB Yönetmeliği'nin 9. maddesinin (b) bendine dayanarak "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Güvence Fonu Yönetmeliği" adıyla bir yönetmelik hazırlamış ve SPK'nın onayına sunmuştur. Söz konusu Yönetmelik SPK tarafından onaylanmadığından yürürlüğe girmemiştir.