



**SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ**

**YATIRIMCI MAĞDURİYETİNİN GİDERİLMESİNDE ABD FAIR
FUND UYGULAMASININ TÜRKİYE İÇİN ANALİZİ**

YETERLİK ETÜDÜ

**Erman ÇETE
Uzman Yardımcısı**

**Mart, 2013
Ankara**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Sermaye piyasalarında her geçen yıl çok farklı nitelikte sermaye piyasası araçlarının ihraç edilmesi ve çeşitli şekillerde işlem yapan katılımcıların farklılaşmasının bir sonucu olarak bu piyasalar oldukça karmaşıklaşmıştır. Bu durum, piyasadaki katılımcıların yatırım kararlarını etkileyen bilgilere tam, doğru ve zamanında ulaşmalarının önemini arttırmıştır. Piyasa katılımcıları arasında bilgi asimetrisi bulunması, bazı piyasa katılımcılarının mağduriyetine sebep olmaktadır. Piyasa katılımcılarının mağduriyetine sebep olan bir diğer unsur ise, piyasa katılımcılarından bazılarının hileli ve düzenlemelere aykırı hareketleridir.

Yatırımcıların çeşitli sebeplerle zarar görmeleri yatırımcıların korunmasına ilişkin düzenlemelerin sürekli olarak gündem konusu olmasına neden olmuştur. Yatırımcıların korunmasında düzenleyici ve denetleyici otoriteler, piyasa katılımcılarının karar almalarında etkili olan bilgilere tam, doğru ve zamanında ulaşmalarını sağlayacak düzenlemelerde bulunmaktadır. Ayrıca, sermaye piyasalarındaki düzenlemelere aykırı hareketlerin önlenmesi için, düzenlemelere aykırı hareket eden kişiler hakkında tedbir ve cezalar da uygulanmaktadır. Bununla birlikte kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemeler ile tedbir ve ceza uygulamalarının önleyici ve caydırıcı niteliği, zarar görmüş yatırımcıların zararlarının giderilmesi hususunu kapsamamaktadır. Mağdur olan yatırımcıların zararlarının tazmin edilmesi, tedbir ve ceza uygulamalarının ötesine geçmekte ve yatırımcıların mağduriyetlerine yol açan işlemler öncesindeki durumlarına geri döndürülmelerini amaçlamaktadır.

Yatırımcıların korunması, ABD’de sermaye piyasalarının düzenleyici ve denetleyici otoritesi olan Securities and Exchange Commission’ın (SEC) öncelikli amaçlarından birisi olarak belirlenmiştir. Yatırımcıların korunması hususunda, Kongre, SEC’e çok çeşitli yaptırım yetkileri vermiştir. Bu yaptırım yetkileri sermaye piyasası düzenlemelerini ihlal eden kişi ve kurumlara karşı idari para cezası uygulama ve diğer önleyici ve caydırıcı yaptırımlar olarak belirlenmiş olup, ayrıca 2002 yılında yürürlüğe giren Sarbanes-Oxley Yasası ile SEC’e yatırımcıları tazmin edici yetkiler de verilmiştir.

SEC yatırımcıların zararlarının tazmini hususunda, iflas ya da benzeri bir sebeple nakit veya sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünü yerine getiremeyen broker-dealer ve araçların sebep olduğu yatırımcı zararları ile düzenlemelere aykırı hareketlerden kaynaklanan yatırımcı zararlarının tazmininde ayrıma gitmiştir. Securities Investors Protection Act ile iflas ya da benzeri bir sebeple nakit veya sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünü yerine getiremeyen broker-dealer ve araçların sebep olduğu yatırımcı zararlarının tazmini amacıyla Securities Investors Protection Company (SIPC) kurulmuş olup, yatırımcıların zararları bu şirket vasıtasıyla tazmin edilmektedir.

Sermaye piyasası düzenlemelerine aykırı fiillerin neden olduğu mağduriyetlerin giderilmesi hususunda ise, Sarbanes-Oxley Yasası'nın 308 (a) maddesinin SEC'e verdiği yetki kapsamında idari para cezaları ve menfaat iadelerinden oluşan "Yatırımcıları Tazmin Fonu" oluşturulmuş olup, zararlar bu fon kullanılarak tazmin edilmektedir.

Geçmiş dönemlerde ülkemizde yatırımcılar çok çeşitli sebeplerle mağdur olmuş ve zarar görmüşlerdir. Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) düzenleme aykırılıklarına ilişkin yaptırım uygulamaları; tedbir kararları uygulanması, idari para cezası verilmesi ve düzenlemelere aykırı hareket edenler hakkında hapis ve adli para cezası talebi ile Cumhuriyet Başsavcılığı'na suç duyurusunda bulunulması şeklinde belirlenmiş, yatırımcıların tazmini açısından Yatırımcıları Tazmin Merkezi (YTM) oluşturulmuştur. YTM'nin yatırımcılara ait olan ve yatırım hizmeti ve faaliyeti veya yan hizmetler ile bağlantılı olarak yatırım kuruluşları tarafından yatırımcı adına saklanan veya yönetilen nakit ve sermaye piyasası araçlarına ilişkin teslim yükümlülüklerinin yerine getirilmemesinden kaynaklanan taleplerin yerine getirilmesi amacıyla kurulması, YTM'nin ABD'deki SIPC ile benzer bir görevi yerine getirdiğini göstermektedir. YTM haricinde, 18.12.1999 tarihinden önce yetki belgeleri iptal edilmiş ve Kurul tarafından haklarında iflas davası açılmış olan 16 aracı kurumdan alacaklı yatırımcılarının mağduriyetinin giderilmesi amacıyla münhasır olarak "Özel Fon" da kurulmuştur. YTM ve "Özel Fon", yatırımcıların zararlarını sınırlı ölçüde tazmin etmekte ve özellikle aracı kurumların varlığından kaynaklanan zararların tazmin edilmesine özgülenmektedir. Bu durum, çok farklı sebeplerden mağdur olmuş yatırımcıların zararlarının tazmin edilmesine imkan tanımamaktadır.

Bu kapsamda, ülkemizde de yatırım kuruluşlarının nakit ve sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünü yerine getirmemeleri nedeniyle ortaya çıkan zararlar ile Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda sayılan suçlar ve idari para cezası gerektiren fiiller nedeniyle oluşan zararların tazmini hususunda ikili bir ayrıma gidilerek düzenleme yapılması önerisi getirilmektedir.

YTM'nin yatırım kuruluşlarının nakit ve sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüklerini yerine getirememeleri nedeniyle ortaya çıkan zararların tazmini amacıyla faaliyet gösteren ayrı bir kuruluş olarak varlığını devam ettirmesinin, bununla birlikte, Sermaye Piyasası Kanunu'nda sayılan suçlar ve idari para cezası gerektiren fiiller nedeniyle zarar gören yatırımcıların tazmini amacıyla YTM'den ayrı bir fonun oluşturulmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Böylelikle ülkemizde farklı nedenlerle oluşan yatırımcı zararlarının tazminine özgülenmiş iki ayrı fon sisteminin oluşturulması önerilmektedir.

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ	ii
İÇİNDEKİLER	ii
KISALTMALAR CETVELİ	vi
GRAFİKLER CETVELİ.....	vii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
FİNANSAL PİYASALARDA BİLGİ, YATIRIMCILARIN KORUNMASI VE GÜVEN UNSURU	3
I.1. Bilginin Önemi.....	3
I.1.1. Asimetrik Bilgi Problemi	4
I.1.2. Asil-vekil Problemi	6
I.2. Yatırımcıların Korunması	7
I.3. Güven Unsuru	9
İKİNCİ BÖLÜM.....	14
ABD’DE YATIRIMCILARIN KORUNMASI VE TAZMİNİ.....	14
II.1. 1970 Tarihli Menkul Kıymet Yatırımcılarının Korunması Yasası (SIPA) ve Menkul Kıymet Yatırımcılarını Koruma Birliği (SIPC)	15
II.1.1. 1970 Tarihli SIPA’nın Çıkarılması	15
II.1.2. SIPC’in Fonksiyonu, Görev ve Yetkileri	16
II.1.3. SIPA Kapsamındaki Müşteriler ve Müşteri Alacakları	17
II.1.4. SIPC’in Yatırımcı Tazmini	18
II.2. SEC’in Yaptırım Uygulamaları ve Gelişimi.....	20
II.2.1. 1984 tarihli İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Yaptırımı Yasası	20
II.2.2. 1988 tarihli İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Menkul Kıymet Dolandırıcılığı Yaptırımı Yasası	21
II.2.3. 1990 Tarihli Remedies Kanunu Düzenlemeleri	21
II.3. Sarbanes-Oxley Yasası’nın Kabulü	25
II.3.1 Sarbanes-Oxley Yasası’nın 308 (a) Maddesi ve Getirdiği Yenilikler	26

II.3.2. Yatırımcıların Tazmininde Karşılaşılan Sorunlar	31
II.3.4. Yatırımcı Tazminine İlişkin Eleştiriler	33
II.4. SEC Tarafından Yapılan İncelemeler	36
II.4.1. İncelemelerin Kaynağı	36
II.4.2. Resmi Olmayan İncelemeler	37
II.4.3. Resmi İncelemeler	37
II.4.4. “Wells” Bildirimi	38
II.5. SEC’in Yaptırım Yolları	38
II.6. Menfaat İadesi ve İdari Para Cezalarının Ödenmesinde Temerrüde Düşülmesi ..	41
II.6.1. SEC’in Kendi İşlemleri	41
II.6.2. SEC’in Paraların Toplanması İşlemini ABD Hazinesi’ne Aktarması	43
II.7. Toplanan Paraların Dağıtılmasına İlişkin Kurallar	44
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	46
TÜRKİYE’DE SERMAYE PİYASALARINDA TEDBİR VE CEZA UYGULAMALARI İLE YATIRIMCILARIN TAZMİNİ VE FAIR FUND HÜKMÜ KAPSAMINDA DEĞERLENDİRME	46
III.1. Türkiye’de Sermaye Piyasalarında Tedbir ve Ceza Uygulamaları	46
III.2. Türkiye’de Yatırımcı Mağduriyetini Doğuran Olaylar	51
III.3. Türkiye’de Yatırımcıların Tazmini ve Fair Fund Uygulaması Kapsamında Öneriler ile Ceza Uygulamalarına İlişkin Değerlendirme	52
SONUÇ	59
KAYNAKÇA	63

KISALTMALAR CETVELİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Adalet Bakanlığı	United States Department of Justice
ABD Hazinesi	U.S. Department of Treasury
Dodd-Frank Yasası	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
Fair Fund	Fair Funds For Investors, Section 308 (a) of Sarbanes - Oxley Act of 2002
Federal Mahkeme	U.S. Federal Court
Hazine	T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı
İMKB, Borsa	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Komisyon	The Board of Securities and Exchange Commission
Kongre	Amerika Birleşik Devletleri Kongresi
Menkul Kıymetler Yasası	Securities Act of 1933
Menkul Kıymetler Borsası Yasası	Securities Exchange Act of 1934
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
NYSE	New York Stock Exchange
Remedies Kanunu	Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990
Sarbanes-Oxley Yasası	Sarbanes - Oxley Act of 2002
SEC	Securities and Exchange Commission
SIPA	Securities Investor Protection Act of 1970
SIPC	Securities Investor Protection Company
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn.	Sermaye Piyasası Kanunu
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
YTM	Yatırımcıları Tazmin Merkezi

GRAFİKLER CETVELİ

Grafik 1 : Yatırım Araçları Seçiminde Önemli Olan Kriterler	11
Grafik 2 : İlk Tercih Edilecek Olan Yatırım Aracı	12
Grafik 3 : İMKB Pay Yatırımcısı Sayısı	12

GİRİŞ

Sermaye piyasalarının ülke ekonomilerinde önemli pay sahibi olduğu ve ticareti yapılan sermaye piyasası araçlarının karmaşıklıktığı günümüz dünyasında, sermaye piyasalarının etkin bir şekilde çalışması ve kaynakların etkin bir şekilde dağılması için bütün piyasa katılımcılarının karar almalarında etkili olabilecek bilgilere tam, doğru ve zamanında ulaşmaları kritik önem arz etmektedir. Sermaye piyasalarındaki katılımcıların hepsinin bilgiye tam, doğru ve zamanında ulaşamamaları, piyasa katılımcılarının bazılarının diğerlerine göre daha fazla bilgiye sahip olmasına ve bu bilgiler çerçevesinde diğer katılımcıların zararına yol açabilecek işlemlerde bulunmasına sebep olabilmektedir.

Sermaye piyasalarındaki bilgi asimetrisi ve bazı piyasa katılımcılarının düzenlemelere aykırı hareketleri yatırımcıların korunması hususunu gündeme getirmektedir. Yatırımcıların korunmasına ilişkin ihtiyaç bilgi asimetrisinden, şirket yöneticilerinin kendi menfaatlerini şirket menfaatlerinin üstünde tutarak yatırımcıların zararına olacak şekilde yaptıkları işlemlerden, aracı kurumların varlığından kaynaklanan sorunlardan ve düzenlemelere aykırı fiil ve işlemlerden doğmaktadır. Sermaye piyasalarındaki düzenleyici ve denetleyici otoritelerin büyük çoğunluğu yatırımcıların korunması ve sermaye piyasalarının etkin, şeffaf ve adil bir şekilde çalışmasını öncelikli amacı olarak belirlemiştir. Yatırımcıların korunması, sermaye piyasalarına olan güvenin tesis edilmesinde ve bu güvenin bir sonucu olarak sermaye piyasalarında arz ve talep tarafını temsil eden piyasa katılımcılarının sayısının artması yoluyla sermaye piyasalarının gelişmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Sermaye piyasalarında yatırımcıların korunması, bilgi dağılımının etkinliğinin sağlanması yönünde olabileceği gibi, piyasa katılımcılarının düzenlemelere aykırı işlemlerine karşı gerekli önlemlerin alınması, tedbir ve cezaların uygulanması suretiyle bu düzenlemelere aykırı fiiller üzerinde önleyici ve caydırıcı bir etkide bulunmak şeklinde de olabilir. Caydırıcı ve önleyici nitelikteki işlemler mağdur olmuş yatırımcıların tazmini hususunu içermediği için sermaye piyasalarında güvenin tahsis edilmesi konusunda yeterli olmamaktadır. Bunun bir sonucu olarak, sermaye piyasalarına olan güvenin sağlanması ve yatırımcı mağduriyetinin giderilmesi amacıyla düzenlemelere aykırı olarak yapılan işlemler nedeniyle zarar görmüş yatırımcıların bu zararlarının tazmin edilmesi önemli bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır.

Bu çalışmanın konusunu, yukarıda yer alan hususlar çerçevesinde sermaye piyasalarında düzenlemeleri ihlal eden fiil ve işlemler nedeniyle oluşan yatırımcı zararlarının tazmini ile bu fiil ve işlemleri yapanlara ilişkin yaptırımlar hususunda ABD'deki uygulamaların ve 2002 yılında çıkarılan Sarbanes-Oxley Yasası'nın 308 (a)

maddesinde yer alan Fair Fund hükmü kapsamında ülkemiz uygulamasının değerlendirilmesi oluşturmaktadır.

Bu kapsamda, çalışmanın I. bölümünde, sermaye piyasalarında bilginin, yatırımcıların korunmasının ve güven unsurunun öneminden bahsedilecektir. Çalışmanın II. bölümünde yatırımcıların korunması ve yatırımcı zararlarının tazmini amacıyla ABD'deki yaptırım uygulamalarının tarihsel gelişimi, tazmin ve inceleme sistemleri ve Sarbanes-Oxley Yasası'nın 308 (a) maddesinde yer alan Fair Fund hükmünün getirdiği yenilikler hakkında bilgilere yer verilecektir. Çalışmanın III. bölümünde ise Türkiye'de sermaye piyasalarında tedbir ve ceza uygulamaları ile yatırımcıları tazmin sistemleri hakkında bilgi verilerek, ABD uygulamaları ve Fair Fund hükmü dikkate alınarak yapılacak değerlendirmelere, önerilere ve ulaşılan sonuca yer verilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANSAL PİYASALARDA BİLGİ, YATIRIMCILARIN KORUNMASI VE GÜVEN UNSURU

I.1. Bilginin Önemi

Finansal piyasaların tanımı, fon fazlası veren ekonomik birimlerin, bu fazla fonlarının fon açığı olan birimlere aktarıldığı sistem olarak yapılabilir. Menkul kıymetler, türev araçlar ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluştuğu kabul edilen sermaye piyasaları, fon fazlası ve fon açığı veren tarafları karşı karşıya getirerek ekonomik büyümeye, gelişmeye ve sermaye birikimine katkıda bulunmaktadır. Sermaye piyasalarının etkin bir şekilde çalışması, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının gerçek değerlerini yansıtması ve kaynakların etkin bir şekilde dağılımı için bilgi kritik önem arz etmektedir.

Etkin bir piyasayı oluşturan temel faktörlerin; arz ve talep dengesinin varlığı, sermaye piyasası araçlarının fiyatını ve piyasa katılımcılarının kararlarını belirleyici bilgilere piyasanın tüm katılımcılarınca aynı anda ulaşılması, piyasada yüksek bir likiditenin var olması ve düşük işlem maliyetleri olduğu söylenebilir (Tezcanlı. 1996:2). Piyasaların mükemmel ve bilgi dağılımının tam olduğu durumlarda, fon temini konusunda hiçbir sorun çıkmaması ve fonların en etkin şekilde kullanıcılara aktarılması esastır.

Söz konusu faktörlerin yanı sıra, sermaye piyasası katılımcıları ve özellikle yatırımcılar, sermaye piyasalarında güven içerisinde işlem yapmak ve bu işlemleri yaparken aldatılma şüphesi içerisinde bulunmamak istemektedirler (Çoşkun. 2009:2).

Bilginin sermaye piyasalarındaki önemi, mevcut ve potansiyel yatırımcıların sahip oldukları bilgiler kapsamında yatırım kararlarını vermeleri ve yatırımlarından elde etmeyi planladıkları getirileri ve bu getirilere ilişkin beklentilerini sahip oldukları bilgiye dayandırmalarından kaynaklanmaktadır. Pay yatırımcıları çok farklı iletişim kanallarından bilgiye ulaşabilme imkanına sahip olup, bunların ihraççılar tarafından zorunlu olarak aktarılan bilgiler, ihraççılar tarafından isteğe bağlı olarak aktarılan bilgiler ve yatırımcıların ihraççılar dışındaki bilgi kaynaklarından elde ettikleri bilgiler oldukları görülmektedir (Temizel, Çoşkun.2010:84). Şirketler, finansal tablolar ve dipnotları ile yönetim kurulu faaliyet raporları gibi açıklamakla zorunlu oldukları raporlarla kamuya bilgi verdikleri gibi, kendilerince isteğe bağlı olarak da yönetim kurulu tahminleri, analist sunumları, basında yer alan haberler vb. araçlar aracılığı ile de kamuya bilgi verirler. Son olarak da, finansal analistler, sektör uzmanları ve finansal

basın gibi bilgi araçları vasıtasıyla da bilgilerin yatırımcılara aktarıldığı görülmektedir (Healy, Palepu.2001:406).

Sermaye piyasası yatırımcılarının yatırım kararları öncesinde, yatırım faaliyeti sırasında ve yatırım sonrasında bilgiye tam, doğru ve zamanında ulaşmaları kritik önem arz etmektedir (Usul, Bekçi.2001:68). Bu noktada, şirketler ve şirket dışı kanallar aracılığı ile yapılan açıklamalar büyük rol oynamaktadır. Ancak, sermaye piyasalarında menkul kıymetleri ihraç edilmiş olan şirketlere ilişkin bilgilerin her zaman tam ve doğru olarak yatırımcılara ulaşması mümkün bulunmamaktadır. Bu durum ise sermaye piyasalarında kaynakların etkin bir şekilde dağılmasını engellemektedir.

Sermaye piyasalarında çok sayıda yeni ve mevcut girişimci, hanehalkı tasarruflarını etkilemek ve fikirlerini finanse ettirmek istegindedir. Hem tasarruf sahipleri hem de girişimciler birbirleri ile iş yapmak isteselerde, tasarrufların girişimcilerin sundukları yatırım olanaklarına aktarılmasının önünde temelde iki engel olduğu söylenebilir. Bunlardan ilki, şirket sahipleri ve girişimciler, şirketlerinin ve sahip oldukları fikirlerin değeri hakkında tasarruf sahiplerinden daha fazla bilgiye sahiptir. Bu durum tasarruf sahiplerinin yatırım yapmadan önce bilgi asimetrisi problemi ile karşı karşıya kalmalarına sebep olmaktadır. İkinci engel ise şirket sahipleri ve girişimcilerin, şirketlerine ve fikirlerine tasarruf sahiplerince yatırım yapıldıktan sonra kendi çıkarlarını en çoklaştırma eğiliminde bulunmaları ve tasarruf sahiplerinin tasarruflarını kendi çıkarları doğrultusunda kullanmalarıdır ki, bu durum “asil-vekil” problemi olarak karşımıza çıkmaktadır.

I.1.1. Asimetrik Bilgi Problemi

Asimetrik bilgi problemi veya Akerlof'un (Akerlof.1970) “Limonlar” problemi şirket sahipleri ile tasarruf sahipleri arasındaki bilgi farklılıklarından ve birbirleri ile çelişen motivasyonlardan kaynaklanmaktadır. İş fikirlerinin yarısının “iyi”, yarısının ise “kötü” olduğu bir ortamda hem tasarruf sahipleri hem de fikre sahip olan girişimciler rasyonel davranacaklar ve yatırımı sahip oldukları bilgi çerçevesinde değerleyeceklerdir. Eğer tasarruf sahipleri “iyi” ve “kötü” fikirler arasındaki farkı anlayamazlarsa, “kötü” fikre sahip girişimciler fikirlerinin “iyi” fikirler kadar değerli olduğu iddiasında bulunacaklardır. Tasarruf sahipleri bu riskin varlığının bilinci altında, “iyi” ve “kötü” fikirler için ortalama bir değer belirleyeceklerdir. Dolayısıyla “limon” problemi tamamen çözülmediği sürece sermaye piyasaları “kötü” fikirleri olduğundan daha fazla, “iyi” fikirleri ise olduğundan daha az şekilde değerleyecektir. Bu durumda, asimetrik bilgi sorunun varlığı piyasaların etkin bir şekilde işlemesi ve kaynakların etkin olarak dağılmasına engel olacaktır (Healy, Palepu.2001:407).

Asimetrik bilgi probleminin temelde iki soruna yol açtığı kabul edilmekte olup, bunlardan ilki “Tersi Seçim”, ikincisi ise “Ahlaki Tehlike”dir. Tersi seçim, sözleşme öncesinde taraflar arasında bulunan asimetrik bilgiden kaynaklanır. Asimetrik bilgi probleminin oluşmasının sebebi “gizli bilgi”dir. Taraflardan birinin kendisi hakkında bildiği, fakat diğerinden sakladığı, dolayısıyla diğer tarafın bilmediği bilgiden dolayı ortaya çıkmaktadır. Ters seçim durumunun varlığında, eğer bu asimetrik bilgi durumu olmasaydı, diğer bir deyişle, “gizli bilgi” olmasaydı, bu bilgiyi bilmeyen tarafın seçiminin tam tersi olacağı kabul edilir. Ahlaki tehlike ise, sözleşme sonrasında oluşan asimetrik bilgiden kaynaklanmaktadır. Bu durumda asimetrik bilginin oluşmasının sebebi “gizli hareket”tir. Sözleşme sonrasında taraflardan birinin, sözleşmenin şartlarına aykırı hareket etmesi sonucu ortaya çıkmaktadır.

Asimetrik enformasyon yaklaşımının menkul kıymet piyasaları açısından da uygulama alanının bulunduğu görülmektedir. Yatırım yapan kişilere ortaklık veya alacaklılık hakkı veren sermaye piyasası araçları açısından söz konusu durum ele alındığında, herhangi bir şirketin paylarını satın alarak bu şirkete ortak olmak isteyen yatırımcı, şirketin sahipleri veya yöneticileri kadar şirket hakkında bilgiye sahip olmayacak ve “Tersi Seçim” ya da “Ahlaki tehlike” riskine maruz kalabilecektir. Bir menkul kıymet yatırımcısı piyasada yer alan getiri beklentisi yüksek, risk oranı düşük olan “iyi” payları, getiri beklentisi düşük ve risk oranı yüksek olan “kötü” paylardan ayırmak için gerekli bilgiye sahip olmadığında, “iyi” paylar için olması gerekenden düşük, “kötü” paylar için ise olması gerekenden fazla değer biçebileceği riskini dikkate alarak, her iki pay için ortalama bir fiyat ödemek isteyecektir (Mishkin. 1998: 202). Bu durumun varlığı halinde ise, potansiyel yatırımcıya göre şirket hakkında daha fazla bilgiye sahip olan iyi şirketlerin yöneticileri, potansiyel yatırımcının teklif ettiği fiyat üzerinden şirket paylarını satmak istemeyecekler ve böylelikle iyi şirketlerin payları pazardan çıkmış olacaktır. Kötü şirketlerin yöneticileri ise paylarını satmak konusunda ısrarcı davranarak, yatırımcılara payın gerçek değeri hakkında sinyal verecek ve yatırımcıların kötü şirketlerin paylarını alma isteklerini sona erdirecektir. Sonuç olarak, menkul kıymet piyasasının işleyişi bozulacak ve olması gereken daha az sayıda şirket varlıklarının finansmanı için menkul kıymet ihraç ederek sermaye piyasalarından yararlanacaktır (Mishkin. 1998: 202).

Pay piyasası için var olan problem, tahvil vb. borçlanma araçları için de mevcuttur. Tahvil piyasasında yer alan iyi ve kötü şirketlerin tahvillerini birbirinden ayıramayan yatırımcı, kötü şirketlerin tahvillerinin faiz oranı, kötü şirketlerin bu tahvillerin itfasında temerrüde düşmelerine ilişkin riski karşılayacak düzeydeyse bu tahvilleri satın alacaktır. Ancak, iyi şirketlerin yöneticileri ihraç ettikleri tahviller için belirlenen faiz oranının olması gereken yüksek olduğu düşüncesiyle tahvil

piyasalarından çekileceklerdir. Pay piyasası ile benzer şekilde, piyasada sadece kötü şirketlerin tahvilleri yer alacak ancak bu durum yatırımcılar tarafından fark edilecek ve sonuç olarak tahvil piyasası da gelişmeyecektir (Mishkin, 1998: 203).

I.1.2. Asil-vekil Problemi

Asil-vekil problemi tasarruf sahiplerinin yatırım yaptıkları şirketlerin yönetimlerinde aktif bir rol oynamak istememelerinden ve yönetimi şirketin ana sahiplerine bırakmayı tercih etmelerinden kaynaklanmaktadır. Bu durumda, kendi çıkarlarını en çoklaştırmaya çalışan şirket yöneticileri tasarrufların kendilerine en fazla fayda sağlayacak şekilde kullanılması yönünde karar alırlar (Healy, Palepu.2001:409). Halka açık şirketlerde, şirketin performansından etkilenecek çok sayıda katılımcı yer almaktadır. Şirketin yöneticileri ve müdürleri, pay sahipleri, şirketin gelişimini takip eden yönetim kurulu üyelerinin farklı farklı amaçları ve çıkarları vardır. Asil-vekil problemi bu katılımcıların amaçları ve çıkarları birbiriyle çeliştiği zaman ortaya çıkmaktadır. Asil- vekil probleminin genel olarak üç durumda ortaya çıktığı söylenebilir.

Bunlardan ilki, şirket sahipleri ile şirketin ücretli yöneticileri arasındadır. Buradaki sorun, şirket yöneticilerinin kendi çıkarlarından daha fazla şirket sahiplerinin çıkarlarını gözetmelerini sağlamanın zorluğudur (Armour. 2009:2-3).

İkincisi, şirketlerin çoğunluk paya veya yönetim kontrolüne sahip paydaşları ile azınlık paydaşları arasındaki asil-vekil problemidir. Buradaki problem çoğunluk paya veya yönetim kontrolüne sahip paydaşların kendi menfaatleri çerçevesinde hareket etmeleri ve azınlık paydaşların menfaatlerini dikkate almamalarıdır. Söz konusu durum, imtiyaz sahibi olmaları nedeniyle kararları veto etme yetkisi olan azınlıklar için de mümkün olabilmekte olup, azınlık paydaşların da asil-vekil problemine sebep olabilecekleri görülmektedir.

Üçüncüsü, şirket ve şirket ile herhangi bir şekilde ilişkisi olan taraflar (çalışanlar, borç verenler, müşteriler) arasında ortaya çıkan asil-vekil problemidir. Burada sorun, şirketin kendi menfaatlerini diğer tarafların menfaatlerinden önde tutmasından kaynaklanmaktadır. Örneğin; yatırımcıların bir şirketin ihraç ettiği tahvilleri satın almak yoluyla o şirkete yatırım yapması halinde, kendi çıkarlarını düşünen şirket yöneticileri borçlanma yoluyla elde ettikleri paraları, yüksek riskli projelerin finansmanında veya yüksek tutarlı kar payı ödemesinde kullanabilirler (Smith, Warner. 1979:117-161).

Asil-vekil probleminin ortaya çıkardığı güven eksikliği ve piyasa etkisizliği ise sermaye piyasalarına yatırım yapmak isteyen yatırımcıları olumsuz yönde etkileyecek ve sermaye piyasalarının gelişmesine engel olacaktır.

I.2. Yatırımcıların Korunması

Sermaye piyasalarına olan güvenin sağlanması ve bunun bir sonucu olarak sermaye piyasalarında rol oynayan yatırımcı, ihraççı vb. katılımcıların sayısının artması için yatırımcıların korunması önem arz etmektedir. Bir ülkede yatırımcıların yasal olarak korunması o ülkenin finansal piyasalarının gelişmişliği açısından önemli bir göstergedir. Yasaların yatırımcıları koruması ve sıkı bir şekilde uygulanması halinde, yatırımcılar şirketlere yatırım yapmak isteyecekler, böylece de sermaye piyasaları gelişecek ve daha değerli olacaktır (Porta, Silanes. 2002). Yapılan çalışmalar ülkelerin finansal piyasalarındaki birçok önemli farklılığın, bu ülkelerdeki yatırımcıların, şirketi kontrol eden ana ortakların veya yöneticilerin düzenlemelere aykırı hareketlerinden korunmasına ilişkin yasal korumaların düzeyine bağlı olduğunu göstermektedir. Yatırımcıların korunmasına ilişkin daha iyi bir yasal alt yapıya sahip ülkelerin, daha değerli sermaye piyasalarına, daha fazla sayıda borsada işlem gören şirketlere, varlık ve satış gelirleri yönünden daha büyük şirketlere; daha fazla kar dağıtımına, daha az sahiplik ve kontrol konsantrasyonuna, kontrol sahiplerinin daha az kendi menfaatlerini maksimizasyonuna ve yatırım fırsatları ile bu fırsatların fiili olarak değerlendirilmesi arasında daha fazla korelasyona sahip oldukları görülmüştür (Shleifer, Wolfenzon.2002:3-4).

Yatırımcının korunması sermaye piyasası düzenleyici otoritelerinin de önemli bir amacı olarak süregelmiştir. Nitekim, SPKn.'nun "Amaç" başlıklı 1 inci maddesinde; *"Bu Kanunun amacı; sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesidir."* hükmü yer almakta olup, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması SPK'nın öncelikli amaçları arasında sayılmıştır.

Sermaye piyasalarındaki yatırımcıların korunmasına ilişkin ihtiyacın genel olarak iki temel unsurdan ortaya çıktığı söylenebilir. Bunlardan ilki, piyasa başarısızlığı, diğeri ise araçların varlığından kaynaklanan sorunlardır.

Piyasa başarısızlığı sermaye piyasalarının etkin olmamasından kaynaklanmaktadır. Etkin bir piyasanın varlığı için kaynakların etkin bir şekilde dağılması gerekmektedir. Yani, finansal kaynaklar en ucuz maliyetle en verimli oldukları alanlara aktarılabilmelidirler. Ayrıca, piyasaya giriş çıkışların kolay olması gerekmektedir. Piyasaya girmek için engellerin bulunması, potansiyel katılımcıları piyasadan uzaklaştıracak ve rekabeti azaltacaktır. Etkin bir piyasanın bir diğer belirleyici unsuru, pazarda tekeli bir gücün bulunmamasıdır. Piyasa katılımcılarının hepsinin yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgilere tam ve zamanında ulaşması da etkin bir

piyasanın vazgeçilmez unsurlarından birisidir. Finansal bilgiye tam ve doğru ulaşımın olmadığı bir ortamda asimetrik bilgi sorunu ortaya çıkacak ve piyasanın etkinliği engellenecektir. Etkin bir piyasada dışsallıkların olmaması ve hane halkının menfaatlerinin korunması gerekmektedir (Melody. 2006:1-5).

Sermaye piyasası araçlarını ihraç eden şirketler ile tasarruf sahipleri arasındaki menkul kıymet ve fon aktarımına yardımcı olan, fon ihtiyacı olanlarla fon fazlası olanların birbirlerini bulmalarını sağlayan aracılar, piyasa katılımcılarına sunulan bilgilerin kaynaklarından biridir. Aracılar, ayrıca, piyasadaki takas ve işlem maliyetinin düşmesine de yardımcı olmaktadır. Bahsi geçen faydalarının yanı sıra aracılardan varlığı sermaye piyasalarında bir takım risklerin de sebebinin oluşturmaktadır. Aracılar sermaye piyasası araçlarını satmak isteyen ihraççılarla bu sermaye piyasası araçlarını satın almak isteyen ihraççıları bir araya getirirler ve bu sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında en iyi gayret aracılığı veya aracılık yüklenimi şeklinde aracılık hizmeti verirler. Halka arz yoluyla sermaye piyasası aracı satışında aracılık yüklenimi kapsamında satılmayan payları satın alma taahhüdünde bulunan aracılardan bu taahhütlerini yerine getirmemeleri, bu sermaye piyasası araçlarını satın alan yatırımcıların zarara uğramasına sebep olacaktır. Çünkü, sermaye piyasası araçlarının satışından elde edilecek fon ile belirli bir yatırım yapmayı planlayan şirket, aracının taahhüdünü yerine getirmemesi sonucunda beklenenden az bir fona sahip olacak ve yatırım planlarını gerçekleştiremeyecektir. Bu durumda şirket paylarının değer kaybetmesi nedeniyle yatırımcılar zarar edecek, sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak isteyen yatırımcılar ise bu piyasalara şüphe ile yaklaşacaktır (Kılıç. 1997:14-16). Aracılar, ikincil piyasada, elinde bulundurduğu sermaye piyasası aracı satmak isteyenlerle, bu sermaye piyasası araçlarını almak isteyenleri bir araya getirirken, yatırımcıların nam ve hesabına işlem yapmaktadır. Aracıların bu faaliyetleri kapsamında yatırımcılar bir takım risklerle karşı karşıya kalmaktadır. Bunların aracılardan ve çalışanlarından aldıkları davranışları, müşteri varlıklarının yetkisiz olarak kullanılması ve nakit ve sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünün yerine getirilmemesi olarak sayılması mümkündür (Kılıç. 1997:16-17).

Yatırımcıların, sermaye piyasalarındaki faaliyetleri çerçevesinde, katılımcı, piyasa oyuncusu ve müşteri olarak üç farklı role sahip olduğu görülmektedir. Bu rolleri kapsamında da, yatırımcılar, çeşitli piyasa aksaklıkları ve etkisizlikleri ile karşı karşıya kalmaktadır.

Yatırımcıların katılımcı olarak sermaye piyasalarında faaliyet göstermeleri, menkul kıymet ihraç eden şirketlerin bu menkul kıymetleri satın almaları vasıtasıyla olmaktadır. Yatırımcılar katılımcı olarak sermaye piyasalarında yer aldıklarında asıl

olarak asimetrik bilgi problemi ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Şirket hakkında yatırımcılara göre daha fazla bilgiye sahip olan ana ortaklar veya yöneticiler, bu bilgilerini diğer yatırımcıların menfaatine olmayan bir şekilde kullanabilirler. Aynı zamanda yatırımcılar asimetrik bilgi sorununun varlığı sebebiyle, bir paya olması gereken daha fazla veya az bir değer verebilir ve gizli bilgiye sahip olsalardı vereceleleri kararın tersi bir karar verebilirler.

Yatırımcılar, menkul kıymet piyasalarında alım satım yaparak piyasa oyuncusu şeklinde bu piyasalarda yer alırlar. Yatırımcıların menkul kıymet piyasalarında piyasa oyuncusu olarak karşı karşıya kaldığı riskleri iki başlık altında incelemek mümkündür. Yatırımcılar ilk olarak piyasa düzeni ve işleyişine karşı duyarlı olacak ve piyasa düzensizliği, karar almada etkili olacak bilgiye eşit şartlarda ulaşamaması ve etkin olmayan bir piyasa yatırımcıları olumsuz yönde etkileyecektir. Yatırımcılar ikinci olarak diğer piyasa oyuncularının düzenlemelere aykırı davranışlarına karşı duyarlı olacak ve zarara uğrayabileceklerdir.

Menkul kıymetlerin alım satımına aracılık, müşteri emirlerinin alınması ve iletilmesi, müşteriler adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına emirlerin gerçekleştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması ve yönetimi ile portföy saklaması gibi çok çeşitli hizmetleri aracılardan satın alan yatırımcılar, bu araçların müşterileri konumundadır. Aracıların birincil ve ikincil piyasada üzerlerine düşen görevleri yapmamaları yatırımcıları zarar etme riski ile karşı karşıya bırakmaktadır. Zira düzenlemelere aykırı davranışlar, müşteri varlıklarının yetkisiz olarak kullanılması, asimetrik bilgi sorunu ve karmaşık finansal ürünlerin ve bilgilerin yatırımcılarca tam ve doğru olarak anlaşılmasında gibi durumların yatırımcıları zarara uğratması muhtemeldir (Çetin, 2011:1-23).

I.3. Güven Unsuru

Genel olarak bir ekonomide yatırımcılar ile şirketler arasındaki güvenin sağlanmasında iki ana faktörün etkili olduğu söylenebilir. Bu faktörler; açıklık ve istikrardır.

Açıklık, piyasa katılımcıları arasında spekülasyonlara ve belirsizliğe yol açacak unsurların ortadan kaldırılmış olması ve karar almada etkili olabilecek her türlü bilgiye herkes tarafından tam ve doğru olarak ulaşılmasıdır. Bu şekilde asimetrik bilgi sorununun olmadığı, azınlık durumundaki yatırımcıların şirket yönetimine katıldığı ve asil-vekil probleminin yaşanmadığı bir sermaye piyasasında, düzenlemelere aykırı fiillerin işlenmesi önlenecek ve yatırımcıların piyasa suçlarının işlenmesinden önce korunması vasıtasıyla piyasa güveni sağlanacaktır. Güvenin sermaye piyasalarında

oynadığı rol, piyasa katılımcıları arasındaki etkileşim için istikrarlı bir yapı kurulması ve böylelikle belirsizliğin ortadan kaldırılmasıdır (North. 2004: 1-8).

Ekonomi politikalarının piyasa katılımcılarının bilgisi dışında değiştirilmesi ve bu değişikliklerin süreklilik arz etmesi, piyasa katılımcılarının ekonomiye olan güveninin azalmasına ve kaynakların etkin olmayan bir şekilde dağılmasına sebep olacaktır (Gökalp.2003:164). Güven ortamının sağlandığı ülkelerde işlem maliyetlerin azaldığı ve yatırımcıların korunması için harcanan kaynakların da yatırıma aktarıldığı ve aynı zamanda güvenin olduğu piyasaların, güvenin olmadığı piyasalara göre daha gelişmiş olduğu görülmektedir (Dinçer, Uslaner. 2007:1).

Sermaye piyasaları, yatırımcıların ortaklık veya alacaklılık hakkını elde ettikleri piyasalardır. Sermaye piyasalarında riski seven ve yüksek getiri beklentisi içerisinde olan pay yatırımcıları ile riskten korunmak isteyen ve sabit bir getiri bekleyen tahvil yatırımcıları olarak ikili bir ayrıma gidilmesi mümkündür. Pay yatırımcısı düzenli ve artan bir temettü getirisi ve pay fiyatında yaşanabilecek artıştan kaynaklanan bir getiri beklentisi ile tahvil yatırımcısı ise düzenli kupon ödemesi ve vade bitiminde anapara ve faiz ödemesi beklentisi ile yatırım yapmaktadır. Bilgi dağılımının tam ve etkin olduğu varsayımı ile yatırım yapan yatırımcı, bu varsayımın gerçekleşmediği ve piyasa suçlarına maruz kalınmasına sebep olan gelişmelerin meydana geldiği ortamlarda zarara uğramakta ve bu durum sermaye piyasalarına olan güveni azaltmaktadır.

Sermaye piyasalarının tarihsel gelişimine bakıldığında, yatırımcıların çok sayıda finansal krizle yüzleştiğini, ihraççıların ve sermaye piyasası kurumlarının düzenlemelere aykırı, hileli işlem ve eylemlerine maruz kaldıklarını görmek mümkündür. Bu tür olaylar, bir yandan yatırımcıların büyük zarara uğramasına, diğer yandan sermaye piyasalarına duyulan güvenin azalmasına neden olmuştur.

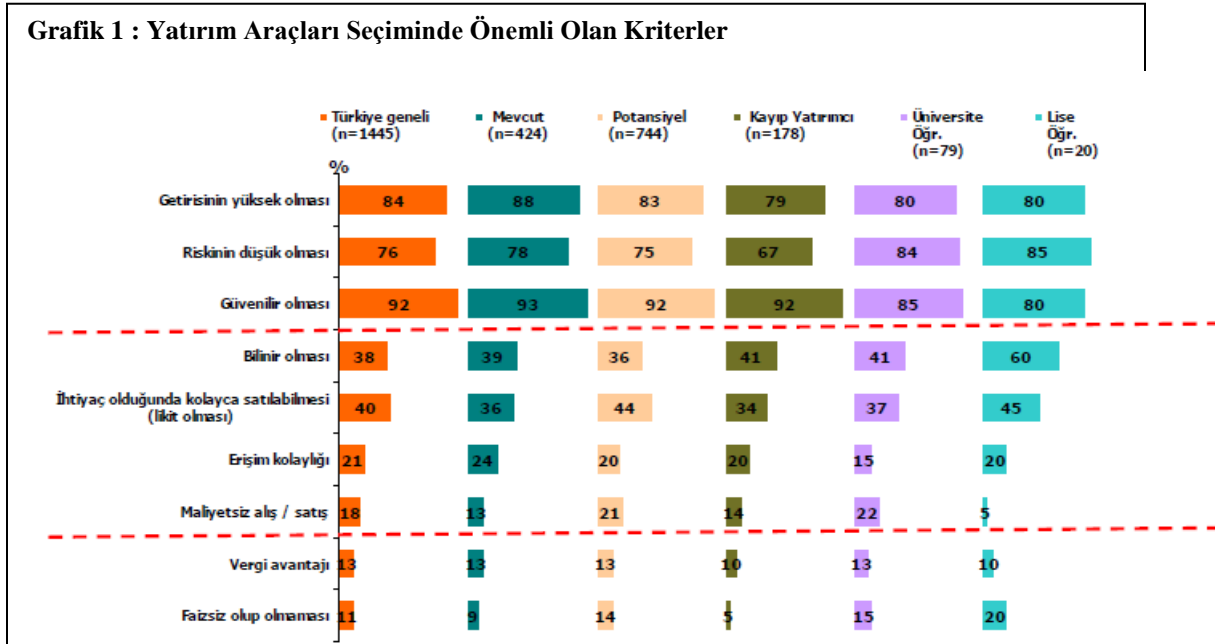
Sermaye piyasalarının güven içinde ve etkin çalışabilmesinin ve kaynakların fon arz edenlerden fon talep edenlere sağlıklı bir şekilde aktarılabilmesinin en önemli unsurlarından birisi yatırımcıların piyasaya güveninin tesis edilmiş olmasıdır. Yatırımcıların piyasaya olan güvenleri, piyasaların gelişmesi için ön koşuldur. Bu kapsamda, yatırımcı güvenini zedeleyici uygulamalardan kaçınılması gerekmektedir.

Türkiye sermaye piyasalarında yatırımcı güveninin azalmasında 1980’li yıllarda yaşanan “Bankerler Krizi”nin, izinsiz halka arz gerçekleştiren holdinglerin, 1990’lı yıllarda iflas eden ve SPK tarafından yetki belgeleri iptal edilen aracı kurumların, 2000 yılında yaşanan bankacılık krizinin ve ana faaliyet konusu Devlet tarafından sağlanan imtiyazlar ile gerçekleştirilen üretimler olan şirket yöneticilerinin ve/veya hakim paydaşların kendi menfaatlerini şirket menfaatlerinin önünde tutarak yaptıkları işlemler

ile bu imtiyazların kaybedilmesine neden olmaları sonrası ana faaliyet konusu kalmayan şirketlerin yol açtığı mağduriyetlerin önemli rol oynadığı düşünülmektedir.

Bu olayların yanı sıra, manipülasyon, içeriden öğrenenlerin ticareti gibi düzenlemelere aykırı hareketlerde bulunmak suretiyle piyasa etkinliğini bozan ve yatırımcıların mağduriyetine yol açan piyasa katılımcıları da sermaye piyasalarına olan güvenin azalmasında etkili olmuşlardır. Genel olarak, düzenlemelere aykırı davranışlar, asimetrik bilgi dağılımı ve şirket yöneticilerinin ve/veya hakim paydaşların kendi menfaatlerini, şirket menfaatlerinin üzerinde tutarak yaptığı işlemler nedeniyle mağdur olan yatırımcıların mağduriyetlerinin giderilmesi ve bu yatırımcıların tazmin edilmesi sermaye piyasalarına olan güvenin artırılmasında önemli rol oynayacaktır.

Sermaye piyasalarına olan güven yatırımcıların yatırım araçlarının seçiminde dikkate aldıkları önemli kriterler arasında yer almaktadır. Aşağıdaki grafik Türkiye’de yatırımcıların yatırım yaparken dikkate aldıkları önemli kriterleri göstermektedir:

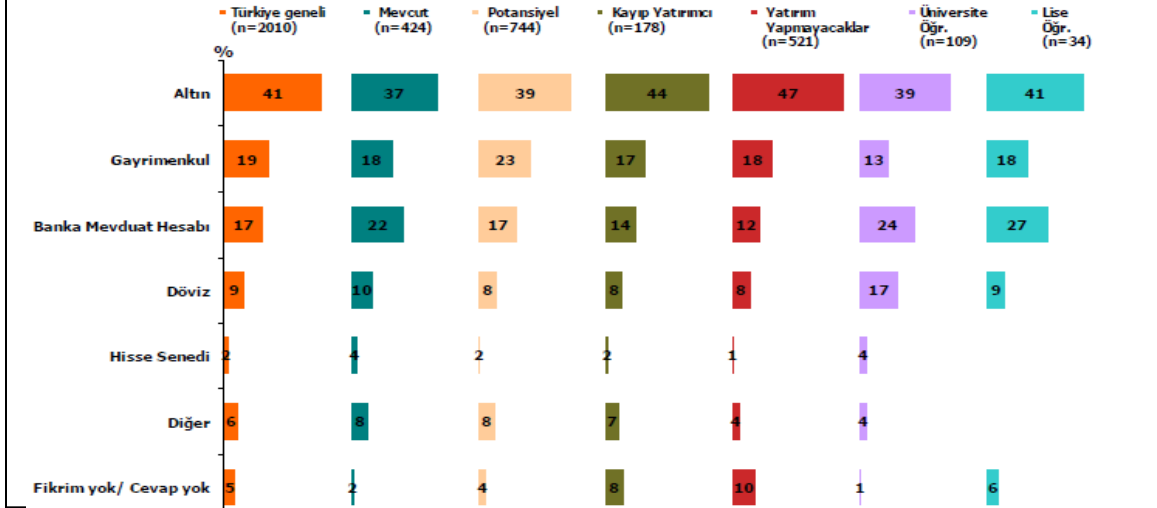


Kaynak: TSPAKB, 2011

Türkiye’de yatırımcıların yatırım kararı alırken dikkate aldıkları en önemli kriterin yatırım aracının güvenilir olması olduğu görülmektedir. Yatırımcılar yatırım yaparken riski düşük ve getirisi yüksek yatırım araçlarını tercih etmektedirler.

Türkiye’de yatırımcıların sahip oldukları tasarruflarını değerlendirmek için tercih edecekleri yatırım araçlarını gösteren grafik aşağıdaki gibidir:

Grafik 2 : İlk Tercih Edilecek Olan Yatırım Aracı

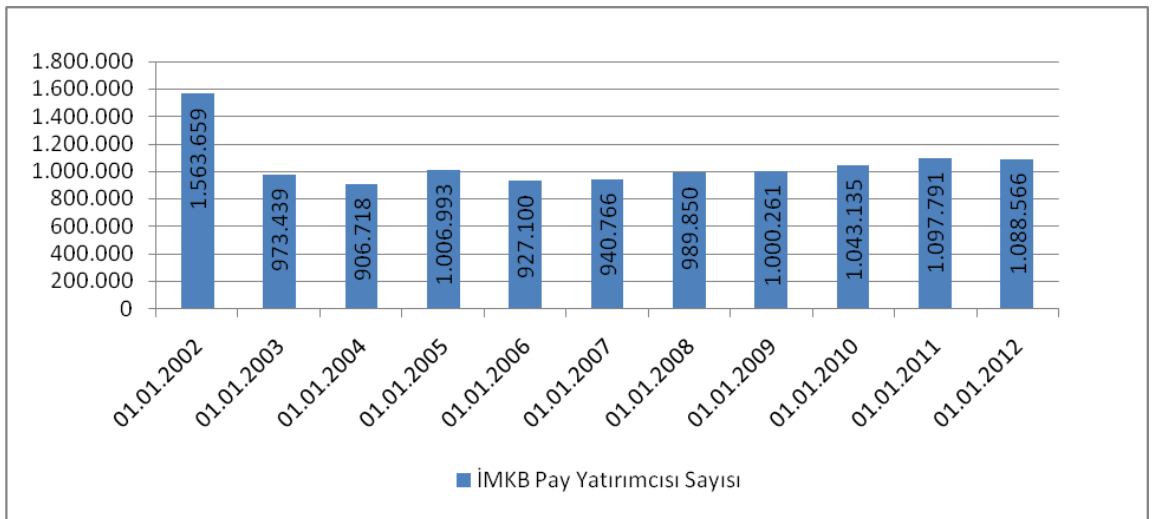


Kaynak: TSPAKB,2011

Türkiye’de yatırımcıların çok düşük bir yüzdesinin tasarruflarını pay piyasalarında yatırım yapmak suretiyle değerlendirmeyi tercih ettiği anlaşılmaktadır.

Türkiye’de yıllar itibariyle pay piyasası yatırımcı sayısını gösteren grafik aşağıdaki gibidir:

Grafik 3: İMKB Pay Yatırımcısı Sayısı



Kaynak: MKK, 2013

Yıllar itibariyle Türkiye’de pay piyasasında işlem yapan yatırımcı sayısının çok fazla değişmediği görülmektedir. Sermaye piyasalarındaki pay yatırımcısı sayısında artış

görülmemesinde yatırımcıların pay piyasasına olan güven eksikliğinin sonucunda potansiyel yatırımcıların pay piyasalarında rol almaması etkili olmaktadır.

Sermaye piyasalarına olan güvenin artırılması için kaydi sisteme geçilmesi, müşteri bazında izlemeye başlanması, YTM'nin kurulması gibi uygulamalar yapılmış olmakla birlikte bu uygulamaların pay piyasalarındaki yatırımcı güvenin tam olarak sağlanmasında yeterli olmadığı görülmekte olup, sermaye piyasalarına olan güvenin ve bunun bir sonucu olarak da pay piyasasında işlem yapan yatırımcı sayısının ve pay piyasası büyüklüğünün artırılmasında, piyasaların etkin çalışmaması, asimetrik bilgi sorunu, asil-vekil problemi vb. sebeplerle mağdur olmuş yatırımcıların tazmin edilmesinin de gerekli olduğu düşünülmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

ABD'DE YATIRIMCILARIN KORUNMASI VE TAZMİNİ

ABD'de 1929 yılında yaşanan "Büyük Buhan" sonrasında, Kongre 1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasası ve 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Yasası'nı çıkarmış ve 1934 tarihli Yasa ile SEC, ABD sermaye piyasalarını ve sermaye piyasası katılımcılarını düzenlemek ve denetlemek amacıyla bağımsız bir otorite olarak kurulmuştur. SEC'in vizyonu; halkın güvenini kazanmış, şeffaflık ve bütünlük içerisinde çalışan bir piyasa ortamının oluşturulması olarak belirlenmiştir. SEC'in misyonu ise adil, düzgün ve etkin bir piyasanın oluşturulması ve sermaye birikiminin sağlanması vasıtasıyla yatırımcıların korunmasıdır (SEC. 2012: 6-7).

SEC'in kuruluşundan günümüze kadar yatırımcıların korunması amacının yerine getirilmesi amacıyla çalıştığı görülmektedir. Ancak, son dönemde sermaye piyasası araçlarının karmaşıklaşmasının, sermaye piyasalarında yer alan katılımcıların farklılaşmasının sonucu olarak yatırımcıların korunması amacının yerine getirilmesi daha zor ve çok yönlü bir amaç haline gelmiştir. Hangi yatırımcıların korunması ve nasıl korunması gerektiği gibi sorunlar ortaya çıkmıştır. Sermaye piyasalarındaki yatırımcılar büyüklükleri, işlemleri, amaçları, ihtiyaçları ve değerleri itibarıyla çok farklılaşmış olup, düzenleme ve kural koymada SEC'in alacağı bir karar bu yatırımcılardan bir kısmını iyi yönde etkilerken, diğerlerini kötü yönde etkileyebilecektir. Yatırımcıların korunmasının çok yönlü yapısı SEC'in piyasa düzenlemelerinin yanı sıra piyasa suçu işleyenlere uygulanan yaptırımların belirlemede de etkili olmaktadır (Atkins, Bondi. 2008:368).

Yasalar SEC'e bir kişinin sermaye piyasası düzenlemelerini ihlal edip etmediğini tespit edebilmek amacıyla inceleme yapma yetkisi vermiştir. Bu inceleme yapma yetkisinin bir parçası olarak, Komisyon tarafından yetkilendirilen herhangi bir SEC yöneticisi yeminli ifade ve beyan alabilir, tanıkları mahkemeye çağırabilir, mahkemeye katılmaya zorlayabilir, kanıt ve delil toplayabilir ve inceleme açısından önemli olduğuna karar verilmesi durumunda herhangi bir defterin, yazının, mektup veya benzeri kayıtların oluşturulmasına karar verebilir. Komisyon bu inceleme ve denetleme yetkilerini her olay bazında ayrı bir resmi görevlendirme ile Denetleme Dairesi'ne devretmiştir (SEC. 2012:10).

Denetleme Dairesi sermaye piyasası düzenlemelerinin olası ihlallerine ilişkin inceleme görevi yerine getirmekte, Komisyon'un mahkemelerdeki davalarını yürütmekte ve ayrıca idari yaptırımlar uygulamaktadır. Komisyon mahkemelerde görülen davalarda, gelecekteki ihlallerin önlenmesi amacıyla tedbir alınmasını talep etmekte olup, tedbir kararlarına uymayanlara para cezası veya hapis cezası verilmektedir. Ayrıca, Komisyon genellikle adli paza cezaları ve haksız kazancın

iadesini de talep etmektedir. Komisyon'un sermaye piyasası suçu işleyen kişilerin yönetici olmalarını yasaklama ya da engelleme talep etme hakkı da bulunmaktadır. Bunların yanı sıra, Denetleme Dairesi Sarbanes-Oxley Yasası'nın 308 (a) maddesince oluşturulan "Yatırımcıları Tazmin Fonu" nun yönetimi hususunda da görevlendirilmiştir.

Sarbanes-Oxley Yasası'nın 308 (a) maddesi hükmü ile yatırımcıların korunmasının yanı sıra güven ortamının sağlanması açısından yatırımcıların tazmin edilmesinin de önemini ortaya koyulmuştur. Bu kapsamda SEC'in uygulamalarında yatırımcı tazminine ilişkin ikili bir ayrıma gidildiği görülmektedir. Bunlardan ilki, iflas ya da başka bir sebeple müşterilerine olan nakit ya da sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünü yerine getiremeyen aracılara müşterilerinin tazmini, ikincisi ise düzenlemelere aykırı hareketler sonucunda zarar görmüş yatırımcıların tazminidir.

Bu bölümde SEC'in yatırımcıların tazmini ve korunması faaliyetleri kapsamında; iflas ya da başka bir sebeple müşterilerine olan nakit ya da sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünü yerine getiremeyen aracılara müşterilerinin tazmini amacıyla çıkarılan SIPA ve bu yasa kapsamında kurulan SIPC'den, SEC'in yaptırım uygulamaları ve bu uygulamaların geçmişinden, Sarbanes-Oxley Yasası'nın çıkarılmasından ve Fair Fund hükmünün getirdiği yeniliklerden, yatırımcıların tazmininde karşılaşılan sorunlardan ve tazmin sistemine ilişkin eleştirilerden, SEC'in yaptığı incelemelerden, bu incelemeler sonucundaki yaptırım uygulamalarından, ödenmesine karar verilen idari para cezaları ve menfaat iadelerinin ödenmesinde temerrüde düşülmesi durumunda yapılan işlemlerden ve toplanan paraların dağıtılmasına ilişkin kurallardan bahsedilecektir.

II.1. 1970 Tarihli Menkul Kıymet Yatırımcılarının Korunması Yasası (SIPA) ve Menkul Kıymet Yatırımcılarını Koruma Birliği (SIPC)

II.1.1. 1970 Tarihli SIPA'nın Çıkarılması

ABD, 1929 yılındaki "Büyük Buhan"dan sonra 1960'lı yıllarda diğer başka büyük bir krizle karşı karşıya kalmıştır. 1960'lı yıllarda NYSE'deki bir takım aracı kurumlar müşterilerine olan yükümlülüklerini yerine getirmekte temerrüde düşmüşler ve sonunda iflas etmişlerdir. Bu süreçte SEC'in baskısı ile söz konusu aracı kurumların mağduriyetinin giderilmesi amacıyla, NYSE üyelerinin katılımıyla oluşturulan bir "Trust Fund"dan yatırımcıların tazmin edilmesine çalışılsa da bu fon yeterli olmamıştır. NYSE "Trust Fund" ın yanı sıra, başka bir amaç için kurduğu "Building Fon"ları da yatırımcıların tazmininde kullanmış ancak bu fon da yeterli olmamıştır.

Bu gelişmeler çerçevesinde, NYSE'nin yatırımcıların tazmini hususunu yatırımcılara bir lütuf olarak görmekten vazgeçmesi ve yatırımcıların tazmin edilmesinin bu yatırımcıların bir hakkı olduğu anlayışını kabul etmesi gerektiği, yatırımcıların tazminine ilişkin bir fon olacaksa bu fonun yatırımcıların mağduriyetini

gidermeye yetecek büyüklükte ve bu fonun kurulmasına ilişkin programın menkul kıymet piyasasında yer alan bütün katılımcıları kapsayacak şekilde olması gerektiği kabul edilmiştir.

30 Aralık 1970 tarihinde Kongre, SIPA'yı kabul etmiş olup, 1978 yılında işlemlerin kolaylaştırılması amacıyla söz konusu yasada bir takım değişiklikler yapılmıştır. 1970 yılında ayrıca SIPA'nın öngördüğü görevlerin yerine getirilmesi amacıyla SIPC kurulmuştur.

II.1.2. SIPC'in Fonksiyonu, Görev ve Yetkileri

SIPC, broker-dealerların ve aracılarn iflası sonucunda zarara uğrayabilecek yatırımcıların korunması ve böylelikle sermaye piyasalarına olan güvenin artırılması amacıyla kurulmuştur. SIPC kar amacı gütmeyen ve üyeliğe dayalı bir kurumdur. 1934 tarihli Yasa'nın 15 (b) maddesinde yer alan bütün broker- dealer ile bütün borsa üyeleri SIPC'in üyeleridir. SIPC'in misyonu bir broker-dealer veya aracının iflas veya benzeri bir finansal güçlük nedeniyle kapanması sonrasında içerisinde nakit, pay ve diğer menkul kıymetlerin de yer aldığı kaybolan müşteri varlıklarının belirli limitler dahilinde müşterilere iadesi olarak belirlenmiştir.¹

İflas ya da başka bir sebeple ödeme güçlüğüne düşen broker- dealer ve aracılarn müşterilerinin tazmini yoluyla bu müşterilerin korunması için SIPC'in görev ve yetkileri aşağıdaki gibi sıralanabilir (SIPC. 2011:4):

- 1) SIPC fonunu kurmak,
- 2) Üyelerden aidat ve fon toplamak,
- 3) İflas eden bir broker ya da dealarn tasfiye işlemlerini yürütmek üzere, kendi çalışanları arasından veya dışarıdan bir yeddiemin atamak,
- 4) Tasfiye işlemlerine yardımcı olmak,
- 5) Belirli koşullarda müşterilere doğrudan ödeme yapmak,
- 6) SIPC üyeleri hakkında, öz düzenleyici kuruluşların raporları ve denetimlerinden yararlanmak,
- 7) Belirtilen görevlerin yerini getirmek ve yetkilerin kullanılması amacıyla SEC'in de onayı alınarak kural koymak ve değiştirmektir.

II.1.2.1. SIPC Üyeliği

SIPC üyeliğine ilişkin hükümler SIPA'nın 78 ccc. maddesinin 3 numaralı alt bendinde düzenlenmiş olup, söz konusu madde uyarınca 1934 tarihli Yasa'nın 15 (b) maddesi uyarınca menkul kıymetler borsası ve borsa dışı piyasalara kayıtlı bütün

¹ Kurulduğu 1970 yılından 2011 yılı sonuna kadar SIPC tarafından yaklaşık 117,5 milyar Dolara yakın mağduriyeti olan tahmini 767.000 yatırımcının tazmini için 1.8 milyar Dolar'a yakın para toplanmıştır.

brokerlar-dealar ve aracilar, aŖađıda istisna olarak tutulan kiŖi ve kuruluŖlar hariç olmak üzere SIPC'in üyesidir. SIPC üyeliği hususunda istisna getirilen kiŖi ve kuruluŖlar aŖađıdaki gibidir:

- 1) Ana faaliyetlerini ABD sınırları dıŖında yürüten kiŖiler,
- 2) Faaliyetleri SEC'e kayıtlı açık uçlu yatırım fonu katılma belgeleri ile yatırım ortaklıklarının payların dağıtımından, faiz ve temettü kuponlarının satışından, yatırım Ŗirketlerine veya sigorta Ŗirketlerine danıŖmanlık hizmeti vermekten, menkul kıymetler borsalarına kayıtlı olmakla birlikte, sadece devlet tahvili ve hazine bonusu alım-satımından oluŖan broker-dealer ve aracilar.

SIPC üyesi olmayan kiŖi ve kuruluŖların, SIPC üyesi olmadıklarını müŖterilerine bildirmeleri gerekmekte olup ayrıca faaliyetlerinde SIPC üyesi olmalarını gerektirecek bir deđiŖiklik olması durumunda bunu SIPC'e bildirmek zorundadırlar.

II.1.2.2. SIPC Fonu

SIPA'nın 78 (ddd) hükmü ile SIPC'in topladığı paraların değerlendirildiği ve iflas ve benzeri sebeplerle ödeme güçlüğüne düŖmüş broker-dealer ve araciların müŖterilerine yapılacak ödemelerin ve SIPC'in giderlerinin karŖılanacađı bir "SIPC Fonu"nun kurulması öngörölmüŖtür. SIPC Fonu'nun gelirleri arasında aŖađıda belirtilen kaynaklar yer almaktadır;

- a) SIPC üyesi broker-dealerlar ve aracilarından toplanan üyelik aidatları,
- b) Gerektiğinde SIPA'da belirlenen Ŗekilde banka ve diğer finans kurumlarından sağlanan krediler,
- c) Fon'da biriken nakdin kamu menkul kıymetlerine yatırılması sonucunda elde edilen gelir,
- d) SEC vasıtasıyla ABD Hazinesi'nden elde edilen borçlar.

KuruluŖundan 2011 yılının sonuna kadar SIPC tarafından SIPA hükümleri kullanılarak 324 adet iŖlem gerçekteŖtirilmiŖtir. 2011 yılı sonuna kadar yaklaşık 39.200 adet SIPC üyesi broker-dealer ve araciların olduğu dikkate alınırŖa, bu broker-dealer ve araciların %1 inden azı hakkında iŖlem tesis edilmiŖtir. SIPC'in 2011 yılı sonu itibariyle 4.541 adet üyesi bulunmaktadır.

II.1.3. SIPA Kapsamındaki MüŖteriler ve MüŖteri Alacakları

İflas veya benzeri bir sebeple ödeme güçlüğüne düŖmüş broker-dealer ve araciların müŖterilerinin sahip olduğu nakit ve pay ile tahvil gibi menkul kıymetler SIPC tarafından koruma altındadır. SIPA kapsamındaki müŖteri varlıkları haricindeki emtiaya dayalı vadeli sözleşmeler, dövizler, yatırım sözleşmeleri ve 1933 tarihli Yasa uyarınca SEC'de kayıtlı olmayan sabit getirili sözleşmeler de koruma kapsamındadır.

Koruma kapsamındaki müşteri alacakları yukarıda belirtilenler olmakla birlikte, SIPA'ya göre, saklanmak, satılmak, yapılan satışı karşılamak, satın alınmak, teminat olmak veya virman verilmek üzere, broker-dealer ve aracı kuruluşa menkul kıymet tevdi edenler ya da belirtilen amaçlarla broker-dealer veya aracılar tarafından alınan veya elde tutulan menkul kıymetler nedeniyle alacaklı bulunanlar ile menkul kıymet satın almak üzere nakit tevdi eden veya satılan ya da değiştirilen menkul kıymetler nedeniyle borçludan nakit alacaklısı olanlar koruma kapsamında yer alırlar. SIPA'ya göre SIPC koruması altında olmayan kişi ve kuruluşlar aşağıdaki gibidir²:

- a) Aracı kuruluşların büyük ortağı, yönetici ve çalışanları,
- b) Aracı kuruluşun herhangi bir tertip pay senetlerinden %5'ine veya daha fazlasına sahip olan ortakları,
- c) Aracı kuruluşun net karının veya net varlıklarının %5 veya daha fazlasına katılma hakkı verecek şekilde borçluya ortak olanlar,
- d) Broker-dealer ve aracılardan politikalarını ya da yönetimi etkileyecek durumda bulunanlar,
- e) Nakit veya menkul kıymet şeklindeki alacağının, bir sözleşme, anlaşma veya çalışma tarzından sermayenin bir kısmına sahip olmaktan kaynaklandığı anlaşılan kişiler,
- f) Broker-dealer ve aracılardan diğer kişilere olan borçları için verdiği teminat nedeniyle bunlardan alacaklı olan kişi ve kuruluşlar,
- g) Aracı kuruluşun yabancı bir şubesi, acentası veya irtibat bürosu ile yaptığı işlemlerden dolayı alacaklı olan kişiler,
- h) Sadece kendi nam ve hesabına işlem yapan aracılar.

II.1.4. SIPC'in Yatırımcı Tazmini

Financial Industry Regulatory Authority gibi özdüzenleyici kuruluşlar ile SEC finansal güçlüğü düşme tehlikesine giren aracı kurumları SIPC'ye bildirirler. Bunun yanı sıra, aracı kurumlar periyodik olarak müşterilerine bildirimde bulunurlar. Bir müşteri bu periyodik bildirimlerin kendisine ulaşmadığı bir durumda, aracı kurumun herhangi bir sebeple faaliyetlerine son vermiş olabileceği gerekçesi ile SEC'in herhangi bir şubesine başvurabilmekte olup, bu başvuruların periyodik bildirim tarihinden itibaren 180 gün içerisinde yapılması gerekmektedir.

SIPC koruması altındaki menkul kıymet ve nakitlere ilişkin limitler en fazla 250.000 Dolar'ı nakit olmak üzere bir yatırımcı için 500.000 Dolar olarak belirlenmiştir.

² SIPA, 78 (fff) (3) hükmünde SIPC koruması altında olmayan kişi ve kuruluşlar belirlenmiştir.

Bir aracı kurum müşterisinin SIPC koruması altına olabilmesi için, bu aracı kurumun SIPC üyesi olması gerekmekte olup, aracı kurumun SIPC'ye üyeliği sona ererse, SIPC bu aracı kurumun müşterilerini koruma yetkisini aracı kurumun SIPC üyeliğinin bitmesinden itibaren 180 gün içerisinde kaybeder. Normal şartlar altında, müşterilerine nakit veya menkul kıymet borcu olan aracı kurumların üyeliklerinin sona erdirilmesine SIPC tarafından izin verilmemekle birlikte, SIPC'nin aracı kurumun müşterilerine olan borcundan haberdar olmaması durumunda aracı kurumun üyelikten çıkarılmasına izin verdiği durumlar da söz konusu olabilmektedir.

Bir aracı kurum müşterilerine olan nakit ve sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüklerini iflas veya benzeri bir sebeple yerine getiremezse, SIPC Federal Mahkeme'den bu aracı kurumun tasfiye işlemlerinin gerçekleştirilmesi için bir yeddiemin atanmasını talep eder. Ödeme güclüğü içinde bulunduğu saptanan SIPC üyesi aracı kuruluşların borçlarının toplamı 250.000 Doları aşmıyorsa, her bir müşterinin söz konusu SIPC üyesinden olan alacağının koruma limitleri içinde bulunması ve SIPC'nin müşteri alacaklarının doğrudan ödenmesinin daha az maliyetli olacağına karar vermesi halinde, SIPC müşteri alacaklarının doğrudan ödenmesi prosedürünü uygulamaktadır. Bir yeddieminin tasfiye işlemleri sonrasında sahip olduğu varlıklar (müflis aracı kurumun net varlığı) aracı kurum müşterilerinin mağduriyetini gidermeye yetmezse, mağduriyetin giderilmesi için gerekli tutar SIPC tarafından sağlanır. Eğer, SIPC'in de kaynakları bu mağduriyetin giderilmesi için yeterli olmazsa, SEC'in ABD Hazinesi'nden borçlanmak suretiyle 2,5 milyar Dolar'a kadar SIPC'e para verme yetkisi bulunmaktadır.

Mahkemece bir yeddiemin atandıktan sonra, yeddiemin müflis aracı kurum müşterilerine sahip oldukları mal varlıklarının belirlenmesi için bir form gönderir ve belirtilen sürelerde bu formun müşterilerce doldurulup kendisine geri gönderilmesini talep eder. Yeddiemin gerek görmesi halinde tasfiye işlemleri sonrasında müşterilere bir sermaye piyasası aracı teslimi ya da nakit ödemesi yapmadan, direkt olarak hesapların başka bir aracı kuruma aktarılmasını talep edebilir.

SIPC'nin kendisinin yatırımcılara direkt olarak ödeme yapma yolunu seçmesi halinde, SIPC konu ile ilgili olarak müflis aracı kurum müşterilerine açıklama yapmakta ve talep formlarını SIPC'ye göndermelerini istemektedir. Duyurunun yapıldığı tarih, doğrudan ödeme prosedürünün başlangıç tarihi ve müşterinin menkul kıymet şeklindeki alacağının değerinin belirlenmesi için kayıt tarihi olarak dikkate alınmaktadır. Gelen talep formları üzerinden, aracı kurum hesaplarındaki müşteri bakiyeleri de kontrol edilerek, müşterilere ödemeler yapılmaktadır.

II.2. SEC'in Yaptırım Uygulamaları ve Gelişimi

1990'lı yıllardan önce, SEC'in piyasa katılımcılarını sermaye piyasası yasalarına uymaya zorlamasını sağlayan yasal düzenlemeler önleyici ve gelecekteki menkul kıymet ihlalleri caydırıcı niteliktedir. Sermaye piyasası düzenlemelerine uyum için yapılan yaptırımlar, tedbir kararı ve menfaatin iadesi şeklindeki uygulamalar daha çok önlem niteliğinde olmuştur. Ancak, SEC zaman içerisinde önlem niteliğindeki uygulamalarını cezalandırıcı olarak değiştirmeye başlamıştır. Bu değişimde, Kongre'nin SEC'e verdiği yöneticilere ve çalışanlara karşı yasak uygulama, bireylere ve piyasa katılımcılarına ceza verme ve idari işlemlerde bulanabilme yetkilerinin büyük bir önemi bulunmaktadır (Atkins, Bondi. 2008:383; Black. 2008: 320-323).

SEC'e idari para cezası talep edebilme yetkisi verilmesi, bir takım olumsuzlukları içermekle birlikte kritik önem arz etmiştir. Bu olumsuzluklardan biri, SEC'in önleyici ve caydırıcı nitelikteki yaptırım uygulamasının cezalandırıcı bir yapıya dönüşmesi ile Federal Mahkeme Yargıçları'nın SEC'in talep ettiği tedbir kararlarına karşı daha ihtiyatlı davranmaları ihtimalinin bulunmasıdır. Cezalandırıcı nitelikteki uygulamanın doğası gereği sebep olabileceği iki durum söz konusudur; yüksek tutarlı cezalar kesildiği zaman, düzenlemelere aykırı hareket edenler bu yüksek tutarları ödemekten kaçınmak için uzlaşma yolunu seçmeyi bırakabilecek veya dava sonucunda daha fazla tutarlı bir ceza ödemekten kaçınmak için daha uzlaşmacı olabileceklerdir. Zaman içerisinde Kongre, SEC'in uygulayabileceği yaptırım seçeneklerini arttırmış ve daha fazla önlem ve ceza yetkisi vermiştir. SEC bu yetkileri 1984 tarihli İçerden Öğrenenlerin Ticareti Yaptırımı Yasası, 1988 tarihli İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Menkul Kıymet Dolandırıcılığı Yaptırımı Yasası ve 1990 tarihli Remedies Kanunu ve 2002 tarihli Sarbanes-Oxley Yasası ile kazanmıştır (Atkins, Bondi. 2008:385).

Söz konusu yasaların bir sonucu olarak, SEC, sermaye piyasası düzenlemelerini ihlal eden kişi ve kurumlara karşı idari para cezası uygulama; sermaye piyasası mevzuatını ihlal eden kişilerin halka açık şirketlerde yönetici olmalarını veya herhangi bir şekilde çalışmalarını yasaklanma; durdurma, yasaklama ve dondurma kararı verme; haksız elde edilen menfaatin iadesini talep edebilme yetkilerine sahip olmuştur.

II.2.1. 1984 tarihli İçerden Öğrenenlerin Ticareti Yaptırımı Yasası

1984 yılı öncesinde, SEC'in içerden öğrenenlerin ticareti suçuna karşı uygulayabileceği yaptırımlar, bu suçu işleyen veya işlemesi muhtemel olan kişiler hakkında idari tedbir uygulanması yoluyla gelecekteki ihlallerin engellenmesi ve haksız elde edilen kazancın iadesinin talebini istemekle sınırlıdır.

İçeriden öğrenenlerin ticareti fiilini işleyenlerin sayısında görülen artışın sonucu olarak, Komisyon uygulanan idari tedbirler ve haksız elde edilen kazancın iadesi şeklindeki uygulamaların, gizli bilgiden menfaat elde edenlerin caydırılmasında yeterli olmadığı kanaatine varmıştır. İdari tedbirler, piyasa suçu işleyenlerin daha sonraki süreçte bu suçu tekrar etmelerini engellemekte ancak tedbirlerin bu kişileri cezalandırıcı bir yapısı bulunmamaktadır. Bunun yanı sıra, menfaatin iadesi şeklindeki uygulama ise piyasa suçu işleyenleri sadece bu suçu işlemeyen önceki hallerine geri döndürmektedir.

Kongre, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Yaptırımı Yasası'nı 10 Ağustos 1984 tarihi itibarıyla kabul etmiştir. Bu yasa, SEC'e içeriden öğrenenlerin ticareti suçu yoluyla elde edilen kazancın veya bertaraf edilen zararın üç katına kadar idari para cezası kesme hakkı tanımıştır.

1984 tarihli İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Yaptırımı Yasası ile SEC'e ilk defa idari para cezası kesme yetkisini verilmiş olup, içeriden öğrenenlerin ticareti fiillerinin gelecekteki uygulamalarında caydırıcı olması amaçlanmıştır (Seitzinger. 2002:1-3).

II.2.2. 1988 tarihli İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Menkul Kıymet Dolandırıcılığı Yaptırımı Yasası

1984 tarihli İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Yaptırımı Yasası'nın kabul edilmesinden sonra, bu yasanın içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun işlenmesini durdurup durduramadığı hususu gündeme gelmiştir. Nitekim, 1984 tarihli Yasa'nın çıkmasından sonra içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu işleyenlerin ve bu vakaların sayısında artış görülmüştür.

1988 yılının Kasım ayında, Kongre, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Menkul Kıymet Dolandırıcılığı Yaptırımı Yasası'nı onaylamıştır. Bu yasa ile SEC'e kamuya henüz duyurulmamış bilgi sayesinde kazanç elde eden kişi veya kurumları kontrol edenlere karşı da idari para cezası uygulama yetkisi verilmiş ve broker-dealerlar ile yatırım danışmanlarına kamuya açıklanmamış bilgileri kullanmamaları için yazılı prosedürler geliştirmeleri zorunluluğu getirilmiştir. Bunun yanı sıra ABD Adalet Bakanlığı'nca konusu cezai bir suç olan 1934 tarihli Yasa hükümlerini ihlallerinde verilebilecek para cezasının limiti kişiler için 1.000.000 Dolar, kurumlar için ise 2.500.000 Dolar olarak arttırılmış ve hapis cezalarının süresi 10 yıla çıkarılmıştır. Ayrıca, ceza uygulanmasına yardımcı olacak bilgileri sağlayanlara bir takım ödüllerin verilmesi de 1984 tarihli Yasa ile sağlanmıştır.

II.2.3. 1990 Tarihli Remedies Kanunu Düzenlemeleri

Remedies Kanunu ile SEC'in denetim ve yaptırım yetkilerinde önemli değişiklikler meydana gelmiştir. Remedies Kanunu'nun çıkarılmasında SEC'in denetim

ve yaptırım uygulamalarında görülen aksaklıklar ve ihtiyaçların etkisi önemli rol oynamıştır. SEC'in söz konusu aksaklıkları; SEC'in düzenleme ihlaline karşı ihlalin veya suçun ciddiyetine uygun bir şekilde alabileceği önlemlerin yeterli olmaması ve SEC tarafından sermaye piyasası suçu işleyenler hakkında uygulanan tedbir kararlarının ve idari işlemlerinin bu suçların tekrar işlenmemesi için yeterli derecede caydırıcı olmamasıdır (Spher. 2005:2).

Remedies Kanunu'nun yürürlüğe girmesinden önce SEC'in idari para ceza uygulama yetkisi çok sınırlıydı (Winship. 2008:13). SEC ancak 1980'li yıllarda çıkarılan İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Yaptırım Yasası ve İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Menkul Kıymet Dolandırıcılığı Yaptırım Yasası kapsamında içeriden öğrenenlerinin ticareti suçunun işlendiği zamanlarda idari para cezası talep edebilmekteydi (Black. 2008:323). SEC'in yaptırım uygulamaları daha çok önleyici nitelikteydi ve menfaatin iadesi uygulaması, sermaye piyasası suçunu işleyenleri suçu işlemeyen önceki durumlarına geri döndürmek dışında bir yaptırım uygulamamakta ve dolayısı ile yeterince caydırıcı olmamaktaydı (Winship. 2008:12).

Remedies Kanunu ile SEC'e 4 temel yetki verilmiş olup, bu yetkilerin aşağıdaki gibi sıralanması mümkündür:

- 1) Durdurma ve yasaklama yetkisi (Cease and Desist Authority),
- 2) İdari para cezası uygulama yetkisi (Civil Monetary Penalty),
- 3) Kanuna aykırı fiiller nedeniyle elde edilen haksız kazanç el konulması (Menfaatin iadesi, Disgorgement),
- 4) Yönetici ve çalışanların cezalandırılması ve çalışma yasağı getirilmesi (Director and Officer Bars).

Durdurma ve Yasaklama Yetkisi

Remedies Kanunu SEC'e sermaye piyasası mevzuatını ihlal etmekte olan, ihlal eden veya ihlal etmek üzere olan herhangi bir kişi hakkında durdurma ve yasaklama kararı vererek bu kişinin geçmişteki, gelecekteki ve devam etmekte olan düzenlemelere aykırı davranışlarını sonlandırabilme yetkisini vermiştir. Bu karar bir kişiyi hukuka aykırı bir fiili işlemekten alıkoymanın yanı sıra, bu kişileri yasalara uymaya da zorlamaktadır. Durdurma ve yasaklama yetkisi bütün piyasa katılımcıları için verilebilecek olup, bu yetkinin amacı süregelmekte olan veya gerçekleşmek üzere olan bir ihlalin yatırımcılara ve diğer piyasa katılımcılarına verebileceği zararın önlenmesidir. Bu yetkinin SEC'in daha önce sahip olduğu idari tedbir uygulama yetkisinden farkı, sadece sermaye piyasası kurumları ve çalışanları için değil bütün piyasa katılımcıları için verilebilecek olmasıdır (Britton. 2005:4).

İdari Para Cezası Uygulama Yetkisi

Remedies Kanunu'nda SEC'e 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu, 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu ve 1940 tarihli Yatırım Danışmanları Kanunu hükümlerinin ihlalleri için idari para cezası uygulama veya mahkemelerde bu ihlallere ilişkin idari para cezası isteme yetkisi verilmiştir. SEC'e daha önce idari para cezası kesme yetkisi 1984 tarihli İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Yaptırımı Yasası ve 1988 tarihli İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Menkul Kıymet Dolandırıcılığı Yaptırımı Yasası ile verilmiş olup, söz konusu yasalarla verilen idari para cezası kesme yetkisi sadece içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun işlenmesi ile ilgilidir (Black. 2008:323). Remedies Kanunu ile bu yetkinin sınırı birçok piyasa ihlalini kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Bu yetkinin verilmesindeki ana amaç, SEC'e piyasa suçlularını caydırmak için yeterince kuvvetli yetkilerin verilmesi ve aynı zamanda ihlallere karşı yeterli esnekliğin kazandırılmasıdır. Remedies Kanunu hükümlerine göre kesilen idari para cezaları ABD Hazinesi'ne aktarılmalıdır. SEC mahkemelerde idari para cezasının verilmesini isteme ve broker-dealer vb. düzenlemeye tabi kişi ve kuruluşlara ise idari bir işlem olarak idari para cezası kesme yetkisine sahiptir (Atkins, Bondi.2008: 388- 394).

SEC'in mahkeme yoluyla idari para cezası kesilmesi yolunu seçmesi halinde, suçun büyüklüğüne göre cezanın büyüklüğünün de arttığı üç aşamalı bir yapı (*three-tier structure*) öngörülmüştür. Her ihlal için uygulanabilecek en yüksek para cezası her aşamada belirtilmiş ve gerçek kişiler ile tüzel kişiler birbirinden ayrıştırılmışlardır. SEC'in idari para cezası kesme yetkisini resen kullanmayı seçmesi durumunda da bu üç aşamalı yapı kullanılmakta ve daha ciddi ihlaller için daha fazla idari para cezası verilmektedir.

Bunların yanı sıra, mahkemelere ve Komisyon'a yasaları ihlal edenlerin bu ihlalleri sonucunda elde ettikleri parasal kazanç kadar idari para cezası kesme yetkisi de verilmiştir. Bu yetkinin altında yatan sebep, ihlalcinin elde ettiği haksız kazanç kadar cezalandırılmasının, menfaatin iadesi şeklindeki yaptırımda belirlenen iade tutarının kesilecek para cezası için bir gösterge olmasıdır (Winship. 2008:14).

Remedies Kanunu uyarınca İdari Hukuku Yargıçları³ ve mahkemeler idari para cezası uygulanıp uygulanmamasına karar verirlerken, idari para cezası uygulanıp uygulanmamasının kamu yararına⁴ olup olmadığını dikkate almaktadırlar. Para cezasının

³ Bu yargıçlar SEC bünyesinde çalışmakta ancak Komisyon'dan bağımsız olarak hareket etmektedirler.

⁴ Remedies Yasası'nın 401 nci maddesinin (i)(3) fıkrasında kamu yararının belirlenmesindeki kriterler sayılmaktadır.

uygulanıp uygulanmamasında kamu yararının tespitinde dikkate alınan hususlar aşağıdaki gibidir:

- 1) Yapılan hareket veya ihmalin hile, aldatma, manipülasyon, kasıt ve dikkatsizlik içerip içermediği,
- 2) Bu hareket veya ihlalden dolayı diğer piyasa katılımcılarına doğrudan veya dolaylı olarak bir zarar verilip verilmediği,
- 3) Zarara uğrayan kişilerin eski hallerine döndürüp döndürülmediği de dikkate alınarak, ihlalcinin malvarlığında meydana gelen sebepsiz zenginleşmenin tutarı,
- 4) Kişinin daha önce benzer düzenlemeleri ihlal edip etmediği,
- 5) İlgili kişiyi veya diğer kişileri işledikleri ihlallerden caydırmanın gerekliliği ve adaletin gerektirdiği diğer hususlar.

Remedies Kanunu hükümlerinin yatırımcıların tazmin edilmesi şeklinde bir amacı bulunmamakta olup, bu kanunun hiçbir hükmü de Komisyon'un böyle bir amacı olduğunu göstermemektedir. Nitekim, Remedies Kanunu uyarınca verilen idari para cezalarının ABD Hazinesi'ne aktarılması gerekmektedir.

Menfaatin İadesi

Remedies Kanunu öncesinde SEC'in piyasa ihlallerinin önlenmesi için kullanabileceği önleyici düzenlemeler çok sınırlıydı ve yaptırımların uygulanması mahkemelerin takdirindeydi. SEC'in haksız şekilde elde edilen paralara el konulması ve bu paraların zarar gören yatırımcılara iade edilmesi şeklinde bir yetkisi bulunmamaktaydı (Black. 2008:320). Remedies Kanunu ile SEC'e mahkemelerde menfaatin iadesini talep etmenin yanı sıra, idari bir işlem olarak da menfaatin iadesini isteme yetkisi verilmiştir (Winship. 2008:10). Menfaatin iadesi yolu ile elde edilen paraların yatırımcılara dağıtılabilmesi de SEC'in yetkileri arasında yer almıştır.

Menfaatin iadesi, piyasa suçu işleyenlerin haksız şekilde elde ettikleri kazançlara el konularak bu kişilerin suç öncesi durumlarına getirilmeleridir. Yani, yatırımcıların tazmin edilmesi ve mağduriyetlerinin giderilmesi amacı yer almamaktadır. Amaç sebepsiz olarak elde edilen kazancın iadesinin sağlanması olduğu için, menfaatin iadesi kararının verilip verilmemesinde piyasa suçu işleyenlerin mal varlıklarındaki artış ile işledikleri suç arasında bir neden-sonuç ilişkisi aranmaktadır. Zarar gören yatırımcıların tespit edilmesi ve toplanan paraların bu yatırımcılara dağıtılması öncelikler arasında bulunmamaktadır (Winship. 2008:11). Menfaatin iadesi ile elde edilen tutarların yatırımcılara dağıtılıp dağıtılmaması SEC'in takdirinde olup, bazı durumlarda toplanan

paraların yatırımcılara iadesi ekonomik olarak rasyonel olmamaktadır. Bu durumlarda, toplanan para zarar görmüş çok sayıdaki yatırımcının tazmini için yeterli ve yatırımcılara çok düşük tutarlı ödemelerin yapılması rasyonel olmamakta ve SEC elde edilen paraların Hazine'ye aktarılmasına karar vermektedir.

Menfaatin iadesi talebi faiziyle beraber ancak kişilerin ihlalleri sonucu elde ettikleri kazançlar için mümkün olabilmektedir. Dolayısıyla, menfaatin iadesinde tutarın belirlenebilmesi için, SEC, genellikle piyasa suçu işleyen kişilerden elde ettikleri kazançların bildirilmesini talep etmekte, elde ettiği bilgiler dahilinde yaklaşık bir kazanç tutarı belirlemekte ve bu tutar kadar malvarlığının iadesini talep etmektedir. SEC'in kazancın tam tutarını belirlemek gibi bir zorunluluğu bulunmamakta olup, yaklaşık bir tutar belirlemesi yeterli olmakta, piyasa suçu işleyen SEC tarafından belirlenen tutara itiraz etmesi durumunda ispat yükü ihlali de bulunmaktadır (SEC. 2002:3).

Menfaatin iadesi şeklindeki uygulama ile idari para cezası kesme şeklindeki uygulamaların tazmin edici olmaktan çok caydırıcı nitelikte olduğu görülmektedir.

Yönetici ve Çalışanlara Verilen Cezalar

Remedies Kanunu, Federal Mahkemelere ve Komisyon'a belirli kişilerin SEC'e raporlama yapan şirketlerde çalışan veya yönetici olmalarını yasaklama veya bu kişileri görevlerinden alma yetkisi vermektedir.

Bu yetkinin kullanılabilmesi için, ilgili kişinin işlemlerinin halka açık bir şirkette çalışan veya yönetici pozisyonunda istihdam edilmesine uygun olmayacak unsurlar içermesi gerekmektedir. Mahkemenin yönetici ve çalışan olabilme yasağı geçici veya sürekli nitelikte olabilir. Eğer ihlalin boyutu büyükse veya ihlali işleyen bu ihlali daha önce yapmışsa yasağın sürekli olmasının daha uygun olabileceği düzenlenmiştir.

Bu şekildeki yasaklama yetkisi, bireylere verilebilecek ağır bir ceza olmakla birlikte, bu cezaların altında yatan mantık, yasalara uymayan ve yasaları açık bir şekilde görmezden gelen kişilerin güven unsurunun kritik önem arz ettiği halka açık bir şirkette yönetici veya çalışan olmasının uygun olmamasıdır. Halka açık şirketlerin çalışanlarının ve yöneticilerinin küçük ortaklara karşı önemli bir sorumluluğu bulunması ve ayrıca bu kişilerin hatalı davranışlarının bütün menkul kıymet piyasasında önemli bir olumsuz etki yaratması ihtimalinin olması nedeniyle, Komisyon tarafından yasak şeklindeki bu yaptırımın uygun olduğu düşünülmüştür.

II.3. Sarbanes-Oxley Yasası'nın Kabulü

Remedies Kanunu'nun yürürlüğe girmesinden sonra SEC'in idari para cezası kesilmesi hususunda ihtiyatlı davrandığı ve çok az sayıda olayda idari para cezası verilmesine karar verildiği görülmüştür. Ancak, 2000'li yılların başlarında ABD çok

büyük tutarlı dolandırıcılık olaylarına tanıklık etmiştir. 2002 yılının Haziran ayında, WorldCom Inc., 2001 yılına ve 2002 yılının ilk çeyreğine ilişkin finansal tablolarında, muhasebe hatalarının varlığı sebebiyle düzeltmeye gideceğini duyurmuştur. Bu duyurunun ardından, SEC, WorldCom Inc. hakkında şirketin finansal tablolarında net dönem karının hileli bir şekilde yaklaşık 9 milyar Dolar arttığı gerekçesiyle dava açmıştır. Komisyon'un elde ettiği 2,25 milyar Dolarlık ceza, yaklaşık 200 milyar Dolar etkisi olduğu tahmin edilen söz konusu dolandırıcılık olayında yetersiz kalmıştır. Nitekim 2,25 milyar Dolar'lık ceza tutarı uzlaşma sonrasında 750 milyon Dolar'a düşmüştür (Winship. 2008:2-3). Ancak bu haliyle dahi kesilen para cezası çok büyük tutarlı ve SEC'in cezalar hususunda bundan sonraki tutumu hakkında bir gösterge olma niteliğindedir. WorldCom, Inc., Enron Corp. vb. finansal dolandırıcılık olaylarının sayısındaki artış ve mağdur olan yatırımcıların tazmin edilememesi menkul kıymet piyasalarına olan güvenin azalmasına neden olmuştur.

Bu gelişmelerin ışığında, Sarbanes Oxley Yasası 25 Temmuz 2002 günü Kongre'de kabul edilmiş, 26 Temmuz 2002'de dönemin ABD Başkanı George W. Bush tarafından imzalanmış ve 29 Temmuz 2002 tarihi itibari ile yasalaşmıştır.

Söz konusu yasanın imzalanması sırasında George W. Bush, bu yasanın kurumsal dolandırıcılık ve muhase dolandırıcılığı işlemleri hakkında yeni ve çok daha sert caydırıcı ve cezalandırıcı hükümler içerdiği, ihlalcilerin cezalandırılmasını sağlayacağı ve çalışanlar ile yatırımcıların haklarını koruyacağını ifade etmiştir (Carillo. 2008:321). Geogre W. Bush'un konuşması iki kritik noktayı içermektedir. Bunlardan birincisi, Sarbanes-Oxley Yasası'nın kurumsal dolandırıcılığın önüne geçmeyi amaçlaması, ikincisi ise, Sarbanes-Oxley Yasası hükümlerinin yatırımcıların korunması hususunu da içermesidir. Çünkü, Sarbanes-Oxley Yasası'nın gelecekte meydana gelebilecek düzenlemelere aykırı fiillerin önlenmesini sağlamanın yanında, düzenlemelere aykırı fiillerden zarar görmüş yatırımcıların tazmin edilmesi hususunu içermektedir.

II.3.1 Sarbanes-Oxley Yasası'nın 308 (a) Maddesi ve Getirdiği Yenilikler

Remedies Kanunu'nun cezai yaptırımını bireysel ihlalcileri cezalandırıcı ve gelecekteki ihlaller için caydırıcı nitelikteydi. Sarbanes-Oxley Yasası'nın yürürlüğe girmesi ile bu yasa yeni bir bakış açısı getirmiş ve idari para cezalarının tabiatını değiştirerek cezaların hem potansiyel ihlalcilerin caydırılması hem de zarar görmüş yatırımcıların tazmin edilmesi amacıyla hizmet etmesine olanak sağlamıştır. Sarbanes-Oxley Yasası'nın yürürlüğe girmesinden önce idari para cezalarının ABD Hazinesi'ne aktarılması zorunlu iken, bu yasanın "Yatırımcılar için Fair Fund" hükmü yaptırım

uygulamalarındaki cezaların menfaatin iadesi fonlarına eklenmesi ve yatırımcılara dağıtılması imkanını getirmiştir.

Sarbanes-Oxley Yasası'nın 308 (a) Fair Fund hükmü aşağıdaki gibidir:

“Madde 308 - Yatırımcılar için Fair Fund

(a) Yatırımcıların tazmini için idari para cezalarının menfaatin iadesi fonlarına eklenmesi.

Menkul kıymet yasaları kapsamında Komisyon tarafından uygulanan herhangi bir idari işlem veya hukuk davası sonucunda, Komisyon bir kişi hakkında, kuralların, düzenlemelerin ve menkul kıymet yasalarının ihlali nedeniyle menfaatin iadesi gerekliliği kararı alırsa veya bu kişi ihlali gerçekleştirdiği işlem ile menfaatin iadesi hakkında uzlaşmayı kabul ederse, aynı zamanda Komisyon yasalara göre bu kişi hakkında idari para cezası uygulanması hakkını elde ederse, bu idari para cezası tutarı, Komisyon'un takdiri uyarınca, ihlalden zarar görmüş yatırımcıların yararına olacak şekilde menfaatin iadesi fonuna eklenebilir.”

Sarbanes-Oxley Yasası'nın Fair Fund hükmünden de anlaşılacağı üzere idari para cezalarının yatırımcıların tazmini amacıyla kullanılıp kullanılmaması Komisyon'un takdirindedir. Yasa amacına ulaşabilmek için çok geniş kapsamlı bir çerçeve belirlemiş olup, menkul kıymet yasaları kapsamında herhangi bir idari işlem veya hukuk davasında, menfaatin iadesine karar verilen veya uzlaşmanın sağlandığı her alanda ve gerçek kişi ile tüzel kişi ayrımı yapılmadan uygulanabilmektedir (Winship. 2008:17).

İdari para cezalarının yatırımcıların tazmini kapsamında yatırımcılara dağıtılabilmesi için, idari para cezası kesilen kişi hakkında ayrıca menfaatin iadesi kararının da verilmesi gerekmektedir. Aynı dava ve suç kapsamında davalı olan başka bir kişi hakkında menfaatin iadesi kararı verilmiş olsa dahi, bu durum idari para cezalarının menfaatin iadesi fonuna eklenmesi için yeterli olmamaktadır. İdari para cezalarının yatırımcıların tazmininde kullanılabilmesi için gerekli olan söz konusu şart, bir ihraççının düzenlemelere aykırı işlemlerden kazanç elde etmediği ve menfaatin iadesi kararı verilmesinin rasyonel olmadığı durumlarda yatırımcıların tazmin edilebilmesi için engelleyici bir durum olarak ortaya çıkmaktadır (Winship. 2008:18). Eğer bir ihlalcisi bu ihlali nedeniyle kazanç elde etmediyse ve bu kişi hakkında menfaatin iadesi kararı verilemiyorsa, yasalar idari para cezalarının ABD Hazinesi'ne aktarılmasını öngörmektedir. Yasa hükmünün bu şekilde bir şart belirlemesinin altındaki gerekçenin, Kongre'nin menfaatin iadesi kararlarını yatırımcıların tazmini ile eşdeğer olarak gördüğü, dolayısı ile idari para cezalarının yatırımcılara dağıtılmasının onlar için

beklenmedik bir tazmin olarak algılanmasının önüne geçilmesi olduğu düşünülmektedir (Black. 2008:327). Yasa hükmündeki bu şartın dolanılması için SEC çoğu zaman kesilen idari para cezalarının yatırımcılara aktarılabilmesinin sağlanması amacıyla, cezaların yanında 1 Dolar⁵ nominal değerli menfaat iadesi kararı da uygulamaktadır. Bu şekildeki uygulama, taraflar arasında belirlenen şartlar altında menfaatin iadesi tutarında bir anlaşmaya varıldığı durumlarda dahi uygulanmaktadır. İhlalciler ceza olarak uygulanan tutarların, menfaatin iadesi şeklinde uygulanmasından daha çok yarar elde edecek olsalar dahi, SEC'in 1 Dolar⁶ nominal değerli menfaatin iadesi şeklindeki uygulamasında uzlaşmaya varmaktadırlar (Black. 2008: 330).

Komisyon, kendi takdirinde olmakla birlikte, mümkün olduğu sürece idari para cezalarının yatırımcıların tazmininde kullanılması yolunu seçmektedir. Ancak idari para cezaları çok sayıdaki mağdur yatırımcıya kıyasla az olduğu zaman, para cezalarının ABD Hazinesi'ne aktarılması yolu seçilmektedir. Bu durum, Fair Fund hükmü öncesinde menfaatin iadesi tutarlarının yatırımcılara dağıtılmasının rasyonel olmadığı durumlarda ABD Hazinesi'ne aktarıldığı uygulamanın devamı niteliğindedir (Winship. 2008:17-18).

Yatırımcı tazmin fonu oluşturulup oluşturulmaması SEC'in takdirinde olup, Fair Fund hükmünün etkinliği ve uygulanabilirliği SEC'e bağlıdır. Yatırımcıların bu hüküm kapsamında alabilecekleri tazminat tutarı SEC'in yapacağı iki seçime bağlıdır: bunlardan ilki idari para cezalarının tutarı ve ikincisi kesilen para cezalarının SEC dışı davalarda öngörülen tazminlerden bir mahsup kalemi olup olmayacağıdır. İdari para cezalarının tutarının önemi açıktır. Yüksek tutarlı cezalar yatırımcıların tazmininde kullanıldığında, düşük tutarlı cezalara göre daha fazla fayda sağlayacaktır. Ayrıca, ceza tutarının küçük olması durumunda ceza paralarının yatırımcıların tazmininde kullanılmadan ABD Hazinesi'ne aktarılması yolunun seçilmesi riski mevcuttur.

Mahsup işlemlerine ilişkin kurallar, yatırımcıların hem kamu hemde özel hukuk uyarınca dava açılan bir ihlalde, ihlalcilerden ne kadar tutarda paralarını tazmin edebileceğini belirleyecektir. Daha açıklayıcı olması açısından SEC ile McAfee Inc. arasındaki olay anlatılacaktır. McAfee Inc. bilgisayar yazılım programı üreten bir şirket olup, SEC tarafından distribütörlerine fazla sayıda mal satmak, distribütörlerine fazla stok tutmaları için gizli para vermek ve tamamına sahip olunan bir bağlı ortaklık

⁵ GAO tarafından hazırlanan GAO-05-670 sayılı raporda; SEC'in iç işleyişindeki rehberlerde Fair Fund hükmünün işleme konulabilmesi için bu şekilde 1 Dolar nominal değerli menfaatin iadesi kararlarının teşvik edildiği ifade edilmektedir.

⁶ Örneğin, SEC ile McAfee arasındaki davada, uzlaşma 1 Dolar nominal değerli menfaat iadesi ve 50 milyon Dolar'lık idari para cezası ödenmesi şeklinde olmuştur. 1 Dolar nominal değerli menfaat iadesi kararı 50 milyon Dolar'lık idari para cezasının yatırımcıların tazmininde kullanılmasının önünü açmıştır.

aracılığıyla distribütörlerindeki fazla stokların geri alınması fiillerini işlemekle suçlanmıştır. McAfee Inc.'in, SEC dışında özel hukuk kapsamında görülen davada 70 milyon Dolar, SEC tarafından yürütülen idari işlemde ise yatırımcıların tazmininde kullanılmak üzere 50 milyon Dolar para cezası ödemesine karar verilmiştir. Burada yatırımcıların tazmininde kullanılacak tutarın özel hukuk davasında belirlenen ceza tutarı ile SEC'in idari işlemi uyarınca belirlediği idari para cezasının toplamı olup olmayacağı ya da SEC'in idari işlemi sonrasında karar verdiği idari para cezasının özel hukuk davasında belirlenen ceza tutarından bir indirim kalemi olup olmayacağı sorusu gündeme gelmiştir. Fair Fund hükmünün uygulanmasından beri çok sayıda davada, uzlaşmayı kabul eden şirketler açısından SEC tarafından verilen idari para cezalarının özel hukuk davalarındaki cezalardan bir indirim kalemi olmayacağı yönünde kararlar alınmış ve dolayısıyla McAfee Inc. olayında da yatırımcıların tazmini için kullanılan tutar 120 milyon Dolar olmuştur.

Fair Fund hükmünün hukuki alt yapısı ve gerekçesi hakkında çok fazla bilgi yer almamaktadır. Çünkü, bu hüküm konferans görüşmeleri sırasında Sarbanes-Oxley Yasası taslağına eklenmiştir. Komisyon'a idari para cezalarını menfaatin iadesi fonlarına ekleyebilme yetkisi vererek, Fair Fund hükmü, yatırımcıların tazmin edilmesinin ve mağduriyetlerinin giderilmesinin amaçlandığını göstermektedir. Sarbanes-Oxley Yasası öncesinde SEC'in amacı menkul yasalara uyumun zorlanması ve uymayanların cezalandırılması suretiyle yatırımcıların korunması olmuştur. SEC mağdur olan yatırımcıların tazmin edilmesi ile çok ilgilenmemiş, yatırımcıların tazmini daha çok özel hukuk davalarının konusunu oluşturmuştur. Sarbanes-Oxley Yasası ile yatırımcıların tazmini SEC'in amaçları arasında yer almaya başlamış olup, bu amacın bir diğer göstergesinin de Sarbanes-Oxley Yasası'nın 308 (c) maddesi olduğu görülmektedir (Atkins, Bondi. 2008:396-397).

Sarbanes-Oxley Yasası'nın 308 (c) maddesi aşağıdaki gibidir:

“Madde 308 (c) Gerekli Çalışma

(1) Çalışmanın Konusu.

(A) Yasa'nın geçmesinden önceki beş yıl boyunca Komisyon'un idari para cezası veya menfaat iadesi kararları ile sonuçlanmış bütün yaptırım işlemlerinin incelenmesi ve bu işlemlerin yatırımcıların tazmininde daha adil, efektif ve etkin bir şekilde kullanılabilmesi için gerekli noktaların tespit edilmesi,

(B) Yatırımcıların daha adil, efektif ve etkin olarak tazmin edilebilmesi için alternatif methodların geliştirilmesi ve idari para cezaları ile menfaat

iadelerinin daha etkin bir şekilde toplanabilmesi için başka methodların belirlenmesi,

(2) Komisyon yapılan çalışma sonucunda ulaşılan tespitleri Yasa'nın kabul edilmesinden sonra 180 gün içerisinde, Senato'ya sunmalı ve tespitlerini gerekli olması halinde kural ve düzenlemelerin değiştirilmesinde kullanılmalıdır. Rapor ayrıca, önerilen düzenleyici ve denetleyici faaliyet hakkında da bir tartişma içermelidir."

Komisyon tarafından hazırlanan rapor sonucunda önerilen düzenleme değişiklikleri aşağıdaki gibidir:

- 1) Fair Fund hükmünün, Komisyon'a, menfaat iadesi kararı alınıp alınmadığından bağımsız olarak, Komisyon'un ödenmesine karar verdiği idari para cezalarını yatırımcıların tazmini için oluşturulacak "Yatırımcıları Tazmin Fonu"na ekleyebilmesine yetki verecek şekilde değiştirilmesi,
- 2) Ödenmesine karar verilen idari para cezaları ve menfaat iadelerinin toplanması hususunda Komisyon'a özel toplama avukatları ile anlaşma yapma yetkisi verilmesi,
- 3) Diğer yasalar uyarınca ihlalcilerin sahip olduğu malvarlıklarının bir kısmı hakkında uygulanan muafiyetlerin kaldırılmasıdır.

Ayrıca söz konusu raporda, Fair Fund hükmünün iki şekilde değiştirilmesinin daha yararlı olacağı sonucuna ulaşılmıştır:

- Komisyon'a idari para cezalarını, menfaat iadesi kararı alınıp alınmadığından bağımsız olarak, ihlal nedeniyle zarar görmüş yatırımcıların tazmininde kullanma yetkisini verecek verilmesi,
- Aynı ve ilgili bir davada davalılardan birisi hakkında menfaatin iadesi kararı verilmesi durumunda diğer davalılar hakkında menfaatin iadesi kararı alınıp alınmadığı dikkate alınmaksızın idari para cezalarının "Yatırımcı Tazmin Fonu"na eklenmesi yetkisinin verilmesi.

Belirtilen değişikliklerin ilkinin yapılması halinde Komisyon'a zarar görmüş yatırımcıların tazmini konusunda önemli bir esneklik sağlanacaktır. Çünkü düzenlemelere aykırı hareket edenlerin, bu hareketleri sonucunda elde ettikleri kazançların, zarara uğrattıkları kişilerin zararlarından çok daha az olduğu olaylar sıklıkla yaşanmaktadır. Bu durum ise yatırımcıların tam olarak tazmin edilmesinin önüne geçmektedir. Ayrıca, değişikliğin yapılması halinde SEC finansal dolandırıcılık ve raporlama dolandırıcılığı olaylarında önemli bir uygulama alanı bulacaktır. Bu gibi

olaylarda ihlal suçunu işleyenlerin bu ihlal sonucunda bir kazanç elde edememeleri durumu söz konusu olmakta ve bu kişiler hakkında verilen idari para cezalarının yatırımcıların tazmininde kullanılması mümkün olmamaktadır. Hükümde yapılması öngörülen ikinci değişiklik ise, SEC'e birden fazla ihlalcinin bulunduğu düzenlemeye aykırı bir işlemde, bu ihlalcilerden biri hakkında menfaatin iadesi kararı verilince diğerleri için bu kararın verilip verilmediğine bakmaksızın, herbiri hakkında verilen idari para cezalarını "Yatırımcıları Tazmin Fonu"na ekleme yetkisini vermektedir. Bu şekildeki bir değişikliğin yatırımcıların tazmini hususunda SEC'e büyük ölçüde yardımcı olacağı açıktır. SEC, Fair Fund hükmünün yukarıda belirtilen hususları içerecek şekilde değiştirilmesi için girişimlerde bulunmuş olsa da, hüküm halen Kongre'de kabul edildiği haliyle uygulanmaktadır.

II.3.2. Yatırımcıların Tazmininde Karşılaşılan Sorunlar

Yatırımcıların tazmini konusunda SEC'in işlemlerini yavaşlatan ve yatırımcıların tazminini engelleyen sorunlar yaşanmaktadır. Bunlar; kanıtların bulunmasındaki zorluklar, menfaatin iadesinin bir tazminat olmaması, paraların toplanmasında yaşanan sorunlar olarak sıralanabilir.

II.3.2.1. Kanıtlama ile İlgili Sorunlar

Komisyon, idari para cezası veya menfaatin iadesi kararlarının verilmesinde sorunlar yaşamaktadır. Yasalardaki eksiklikler, eksik, yanlış ve düzgün tutulmayan defter ve kayıtlar, kaynakların kullanımı ile ilgili sınırlamalar, ihlalcilerin malvarlıklarını kıyı ötesi hesaplarına aktarması SEC'in yatırımcıların tazmini konusunda karşılaştığı problemler arasındadır.

SEC, görülen davalarda kanıtların sunulması ve ihlalcilerin itirazlarına cevap verilmesi sorunlarıyla karşılaşmaktadır. Örneğin, içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu işleyen bir kişi hakkında menfaatin iadesi kararının verilmesinde, mahkemeler genellikle haksız kazancı pay fiyatlarında satın alım tarihinden, gizli bilginin kamuya duyurulduğu tarihten sonraki makul bir süreye kadar olan süreçteki artışlar üzerinden belirlemektedir. Bu durumda, SEC'in makul sürenin ne olması gerektiği hususunda bir belirleme yapması gerekecektir. Ayrıca, elde edilen menfaatin hesaplanması kanıtların azlığı nedeniyle bazen mümkün olamamaktadır (GAO. 2007:25-26).

İhlalciler, mahkemelerde yasaya aykırı hareketlerinin ifası sırasında maruz kaldıkları masrafların elde ettikleri kazançlardan düşürülmesi talebinde bulunmakta ve bu talepleri genellikle kabul edilmemekle birlikte, bazı durumlarda kabul edilmektedir. Dolayısı ile yatırımcı tazmini için elde edilecek fonlarda bir azalma görülmektedir.

İhlalciler, elde ettikleri kazançları kısa bir sürede off-shore hesaplarına aktarmakta ya da gizlemektedirler. SEC'in bu kazançların varlığını ispat edebilmesi için çok fazla kaynak harcaması gerekmekte olup, off-shore hesaplardaki ve gizlenmiş varlıkların tespit edilmesi zordur. Çoğu zaman ihlalciler elde ettikleri kazançları beyan etmemekte ve gizlemektedirler.

İhlalcilerin, yatırımcıların isimlerine, adreslerine, her yatırımcının ne kadar yatırım yaptığı ve bu yatırımların ne kadarının yatırımcıya iade edildiğine ilişkin kayıtlarındaki yanlışlıklar veya bu bilgilere ilişkin kayıtları hiç tutmamaları, zarar gören yatırımcıların kimliklerinin ve bu yatırımcılara yapılacak tazminat ödemelerinin belirlenememesine sebep olmaktadır (SEC.2002:18-19).

II.3.2.2. Menfaatin İadesinin Bir Tazminat Olmaması

Tazminat yatırımcıların piyasa suçlarına maruz kalmadan önceki durumlarına geri dönemlerinin sağlanmasıdır. Menfaatin iadesi ise ihlalcilerin yasa dışı hareketleri nedeniyle elde ettikleri kazançlardan mahrum bırakılmalarıdır. Dolayısı ile menfaatin iadesinin amacı yatırımcıların tazmin edilmesi değil, düzenlemelere aykırı hareket edenlerin elde ettikleri kazançların ellerinden alınmasıdır (Black. 2008:320).

Özel hukuktaki tazminat davaları Komisyon'un yatırım uygulamalarına yardımcı olmanın yanı sıra yatırımcıların tazmin edilmesine de yardımcı olmaktadır. Komisyonun yatırım uygulamalarının, piyasalardaki güvenin sağlanması, muhtemel yasa dışı işlemlerin önlenmesi, yatırımcıların tazmini gibi birden fazla amacı bulunmakla birlikte, özel hukuktaki tazminat davalarının tek amacı yatırımcıların tazmin edilmesidir. Fair Fund hükmü yatırımcıların tazmin edilebilmesi için Komisyon'a yetki vermekle birlikte, Komisyon'un birden fazla önceliğinin bulunması ve kaynaklarının kısıtlı olması, menfaatin iadesi kararıyla elde edilen fonların yatırımcı tazmininde kullanılmasının Komisyon'un takdirinde olması yatırımcı tazmininde sorunlara yol açmakta, özel hukuktaki tazminat davaları önem kazanmaktadır (GAO. 2002:17).

Ayrıca, Komisyon'un menfaatin iadesi kararını vermeden önce menfaatin iadesinin gerekli olduğuna ilişkin gerekçelerden ve piyasanın düzenini bozan bir ihlalin varlığından emin olması gerekmektedir. Başka bir deyişle, menfaatin iadesi kararının verilmesinin kamu yararına olduğunun tespit edilmesi gerekmektedir (Carillo. 2008:328).

Kişiler piyasa suçu işlerken temel olarak üç kriteri değerlendirirler: piyasa suçu işlemleri sebebiyle yakalanmaları ve cezalandırılma ihtimalleri, verilen cezanın parasal tutarı ve suçu işlemekten elde edecekleri kazanç. Bir kişi suçtan elde edeceği faydanın, yakalanması durumunda katlanacağı maliyetlerden fazla olduğuna inandığı zamanlarda suç

işleme eğiliminde olacaktır. Menfaat iadeleri, hesaplanacak bir faiz ile birlikte, suçlunun elde ettiği kazançta el konulması olduğu için daha çok önleyici nitelikte olup, cezalandırıcı bir yapısı bulunmamaktadır (Carillo. 2008: 330). Dolayısıyla, suçun işlenmesi ile elde edilecek fayda, bu suçtan dolayı hüküm giyilmesi nedeniyle katlanılacak maliyetlere denk olsa da, menfaatin iadesi kişilerin piyasa suçu işlemelerini engellemek hususunda tam olarak caydırıcı olamayacaktır (Carillo. 2008: 338). Menfaat iadelerinin yatırımcı tazmininde kullanılıp kullanılmamasının Komisyon'un takdirinde olması sebebiyle de yatırımcı tazmininde her zaman etkin ve yeterli olmayacaktır.

II.3.2.3. Paraların Toplanması ile İlgili Sorunlar

Komisyon tarafından ödenmesine karar verilen menfaatin iadesi veya idari para cezalarının toplanmasını ve dolayısıyla bu paraların yatırımcılara dağıtılarak tazminini engelleyen, Komisyon'un kontrolü dışında çok fazla etken vardır. Menfaat iadeleri yasadışı işlemlerle elde edilen kazançların tamamı ile ilgili olup, ihlalcinin bu menfaat iadelerini ödeyip ödeyemeyeceği dikkate alınmamaktadır. Bir başka deyişle, ödenmesine karar verilen menfaat iadesi haksız yere elde edilen kazanç olup, yatırımcıların ödeyebileceği bir tutar olmak zorunda değildir (GAO. 2002:12). Örneğin, finansal dolandırıcılık suçlarında, yatırımcı mağduriyetinin yapay olarak artmış pay fiyatlarının, yatırımcılar arasında yanlış bilginin hızlı bir şekilde yayılması ile etkisinin katlanarak artması ve mağduriyetin ihlalcinin elde ettiği haksız kazançtan çok daha yüksek bir tutara ulaşması nedeniyle, ihlalciler tarafından yeterince ödeme yapılamayabilmektedir. Menkul kıymet piyasası suçunu işleyenler birden fazla sebepten dolayı menfaat iadeleri ve idari para cezalarını ödeyememektedirler. İhlalciler elde ettikleri kazançları kişisel harcamaları için kullanmakta ve SEC menfaat iadelerini alamamaktadır. Ayrıca, menfaat iadesi kararları zaten iflas etmiş bir şirket hakkında da verilebilmektedir. İhlalcilerin elde ettikleri kazançların başka başka kurum ve mercilerin ödeme kararlarında ve borçların ödenmesinde kullanılması sebebiyle, SEC'in menfaat iadelerini elde edemediği durumlar da mevcuttur. İhlalcilerin, SEC'in ödenmesine karar verdiği menfaat iadeleri ve cezaları ödeyememelerinin bir diğer sebebi de bu ihlalcilerin gelir elde edemez duruma gelmeleridir. SEC'in bu kişilerin sermaye piyasalarında işlem yapmalarını yasaklaması durumunda, ihlalcilerin gelir elde etme imkanı kalmamakta ve dolayısı ile SEC'e ödeme yapamamaktadırlar. Ancak yine de SEC'in ödenmesine karar verdiği menfaat iadeleri ve para cezalarının tamamını toplayamaması bu ödemelerin gelecekteki ihlaller hususunda caydırıcı olmasını engellememektedir (SEC. 2002:20-21).

II.3.4. Yatırımcı Tazminine İlişkin Eleştiriler

ABD'de yatırımcılar özel hukuktaki tazminat davaları, SIPA uyarınca oluşturulan SIPC kapsamında yapılan ödemeler ve menfaat iadesi ile idari para

cezalarının Sarbanes-Oxley Yasası'nın 308 (a) hükmü kapsamında Komisyon'un takdirinde olmak üzere yatırımcılara dağıtılması gibi yollarla tazmin edilmektedir. SEC'in yatırımcıları tazmin sistemleri ve ceza sistemine ilişkin eleştiriler yapılagelmiş olup, bunlardan ikisine bu kısımda yer verilmektedir.

II.3.4.1. Yatırımcı Tazmininin Düşük Seviyelerde Kılması

Fair Fund hükmü, SEC tarafından, yatırımcılara daha fazla fonun geri verilebilmesi için Komisyona yetki veren bir araç olarak görülmektedir. Ancak, yatırımcıların tazmini için yatırımcılara para ödenmesi, bu yatırımcıların suça maruz kalmadan önceki durumlarına aynen döndürülmeleri anlamına gelmemektedir. İdari para cezaları ve menfaat iadeleri yatırımcı mağduriyetini azaltmakta ancak tamamen sona erdirmemektedir. Özel hukuktaki tazminat davaları ile SEC'in idari işlemleri yatırımcı mağduriyetinin küçük bir kısmını gidermektedir. Bunun sebebi ise piyasalarda zarar gören yatırımcı sayısının çok fazla olması ve zararın büyüklüğünün işlenen suça bağlı olarak değişmesidir (GAO. 2003:21-26).

Sarbanes-Oxley Yasası Worldcom Inc, Enron Corp. gibi skandallara tepki olarak çıkarılmış olup, örneğin, Worldcom Inc. olayında yatırımcı tazmini için elde edilen tutar yatırımcı zararlarının çok küçük bir kısmı olmuştur. Federal Mahkeme, yatırımcı zararının 200 milyar Dolar olduğunu tahmin etmiş, ancak SEC'in açtığı dava sonucunda 2,25 milyar Dolar ceza ödenmesine karar verilmiş ve sonuçta iflas hükümleri gereğince 750 milyon Dolar'lık bir uzlaşma sağlanmıştır. Worldcom Inc. olayında yatırımcı tazmin oranının bu kadar düşük kalmasının sebebi olarak, zararın çok farklı sebeplerden ortaya çıkması, örneğin yaklaşık 145 milyar Dolar'lık kısmının şirketin paylarından kaynaklanması, kalanların ise Şirket'in çıkardığı tahvil ve diğer menkul kıymetlerden kaynaklanması nedeniyle, ihlalcilerin elde ettikleri kazancın çok ötesinde bir zararın oluşması gösterilmiştir.

Remedies Kanunu'nun cezalara ilişkin olarak belirlemiş olduğu üç aşamalı yapı nedeniyle (50.000, 250.000 ve 500.000 Dolar) özel hukuktaki tazminat davalarında yatırımcı tazmininin daha yüksek olması beklenebilmektedir. Ancak, bu aşamalı yapı SEC'in tazmin için kullanabileceği tek kriter değildir. Remedies Kanunu hükümlerine göre SEC'in talep edebileceği maksimum para cezası tutarının belirlenmesinde, ihlal suçunu işleyenlerin elde ettiği haksız kazancın da baz olarak alınması mümkündür. Bazı durumlarda elde edilen haksız kazancın kesilecek para cezası için baz alınması, Worldcom Inc. olayındaki gibi ihlalcinin ödemesi mümkün olmayan tutarların belirlenmesine, üç aşamalı yapının seçilmesi ise ihlal başına belirlenecek ceza tutarının, Remedies Kanunu'nda "ihlal başına" teriminin anlamının tam belirlenmemesi sebebiyle, tespitiyle ilgili sorunlarla karşı karşıya kalınmasına sebep olmaktadır. Yukarıda

belirtilen sebeplerin yanı sıra, ihlalcilerin ödeme gücünün bulunmaması, işlenen suçun çok fazla sayıda yatırımcıyı etkilemesi, elde edilen kazancın yatırımcı zararından düşük olması gibi nedenlerle yatırımcı tazmin oranı düşük olmakta, bu durum ise Fair Fund hükmünün etkinliği ve yatırımcı tazminin gerekliliğine ilişkin eleştirilerin yapılmasına neden olmaktadır (Winship. 2008:22-23).

II.3.4.2. Ceza Sistemindeki Döngü Problemi

Yatırımcı tazmininin bir anlamının olup olmayacağı, tazmin için elde edilen fona bağlı olmakla birlikte aynı zamanda bu fonun kaynağına da bağlı olacaktır. Sarbanes-Oxley Yasası'nın Fair Fund hükmü, menfaat iadesi ve para cezası ödemelerini kimin yapacağı ve hangi suçların hükmün kapsamına gireceği hususlarında bir sınırlama içermemektedir. Fair Fund hükmü, SEC'e herhangi bir kişiden aldığı para cezasını kendi takdirinde olmak üzere yatırımcıların tazmini için oluşturulan "Yatırımcı Tazmin Fonu"na ekleme yetkisini vermektedir. Remedies Kanunu'nun SEC'e verdiği çok geniş bir kısım için idari para cezası kesebilme yetkisi ile neredeyse menkul kıymet yasalarını ihlal eden herkes ceza ödemeye mahkum bırakılabilmekte ve Fair Fund hükmü ile bu cezalar yatırımcı tazmininde kullanılabilir.

Yatırımcı tazmininin bir anlam ifade etmesi ikincil piyasada yaptığı yasadışı işlemlerle yatırımcı zararına sebep olan ihraççılar ile SEC'in diğer ceza kesebildiği kişiler arasındaki ayrıma bağlıdır. İkincil piyasada, yatırımcılar diğer bir yatırımcıdan bir şirketin payını satın almakta ve şirketin yanlış ve yanıltıcı raporlama yapması veya ihlalleri nedeniyle yapay olarak yükselmiş fiyatlardan şirket payını satın aldığını iddia etmektedir. Enron Corp. ve Worlcom Inc. olayları bu sistemin en önemli örneklerindedir. Bu şekildeki olaylarda, şirkete ceza verilmesi, şirkete ceza verilmesi anındaki suçlu olmayan şirket ortağı şeklindeki yatırımcıların cezaya katlanmalarına sebep olmaktadır. Elde edilen paralar yanlış ve yanıltıcı bilginin piyasaları etkilemeye başladığı zamanda elinde şirket payını bulunduran kişilerin tazmininde kullanılmaktadır. Ancak bu durumda suçu olmayan bir yatırımcıdan başka bir yatırımcıya para aktarımı olmaktadır. Ayrıca, bir yatırımcı ceza anında halen şirketin bir ortağı olarak verilen cezanın olumsuz etkilerine maruz kalabilmekte, hem de suçun işlendiği anda da şirket ortağı olması durumunda elde edilen tazmin fonundan mağduriyeti giderilen bir yatırımcı olmaktadır.

Dolayısıyla, cezaların şirketten bağımsız olarak suçu işleyen kişilere verilmesi suçsuz bir yatırımcıdan diğer bir suçsuz yatırımcıya varlık transferi problemini ortadan kaldıracak ve yasadışı faaliyetleri nedeniyle yatırımcı zararına sebep olan suçlu kişilerden suçsuz kişilere varlık transferinin yapılmasına yardımcı olacaktır. Ancak, bu şekildeki uygulamada cezaların döngüsel problemini tam olarak giderememektedir.

Çünkü, şirket imajındaki olumsuz etkiler ve şirkete karşı tazminat davalarının açılabilmesinin önünün açık olması nedeniyle düzenlemelere aykırı fiillerin şirkete olan olumsuz etkisi devam edecektir.

Düzenlemelere aykırı hareket edenlere yardım eden ve bu kişilerle işbirliği yapan üçüncü kişilere ceza kesilmesi ve yatırımcı tazmininin bu cezalardan sağlanması, cezaların döngü probleminin ortaya çıkmadığı durumlardır. Bu durumda, şirket ile ilgisi olmayan üçüncü kişiler ceza ödemekte, dolayısı ile şirket herhangi bir maliyete katlanmak zorunda kalmamakta ve varlık transferi suçlu durumdaki üçüncü bir kişiden, suçsuz durumdaki mağdur yatırımcıya olmaktadır. Şirket yerine bireylere ceza verilmesinin de olumsuz yanları bulunmaktadır. Çünkü bireylerin malvarlıkları, şirketlerin malvarlıklarından daha az olmakta ve dolayısıyla tazmin için elde edilebilecek tutar azalmaktadır. Ayrıca bireyler kendi malvarlıklarını korumak hususunda, şirket yöneticilerinin şirket varlıklarını korumasından daha tutucu davranmaktadırlar. Elde edilen tazmin tutarlarının az olması ile cezaların döngüsel olması problemi birbirlerini tetikleyen iki unsur olarak karşımıza çıkmaktadır (Black. 2008:331-335; Winship. 2008:26-30).

II.4. SEC Tarafından Yapılan İncelemeler

SEC sonucunda menfaat iadesi ve idari-adli para cezası kararı verilen veya suç duyurusunda bulunan incelemeler yapmaktadır. Yani, SEC'in yaptırım uygulamaları yapılan incelemeler sonucunda tespit edilen aykırılıklardan kaynaklanmaktadır. Bu bölümde, SEC'in yaptırımlarına dayanak oluşturan incelemeler hakkında bilgiye yer verilecektir.

II.4.1. İncelemelerin Kaynağı

SEC'in incelemeleri çok farklı kaynaklardan ortaya çıkabilmektedir. Genellikle incelemeler SEC çalışanlarının kamuya açıklanan bilgiler üzerinde yaptığı araştırmalardan doğmakla birlikte, yatırımcılardan gelen şikayetler de SEC'in inceleme kaynaklarından bir diğeridir. Finansal dergiler ve köşe yazıları da SEC'in inceleme kaynakları arasında yer almaktadır ki, köşe yazarları bazı durumlarda SEC çalışanlarının bilgisinin bulunmadığı konularda inceleme yapabilmektedir. SEC'in bir diğer başvuru kaynağı, Dodd-Frank Yasası ile getirilen ispiyoncuların ödüllendirilmesi programı kapsamında, şirketlerinde devam etmekte olan bir yasa ihlalinin SEC'e bildiren şirket çalışanlarıdır. Diğer devlet dairelerinin SEC'e yaptığı başvurular da SEC'in inceleme kaynakları arasındadır (Greer. 2011:12; SEC. Enforcement Manual 2012:8-14, GAO. 2005:6-7; GAO. 2007:11-14).

II.4.2. Resmi Olmayan İncelemeler

SEC'in işlemleri genellikle resmi olmayan inceleme ve soruşturmalarla başlamaktadır. Resmi olmayan soruşturma aşamasında, SEC çalışanları zorunlu dokümanların yollanması talep etme ve tanıklık için mahkemeye çağırma yetkilerine sahip değildir. Bunun yerine daha çok delillerin gönüllü bir şekilde sunulmasını ve gönüllü tanıklık yapılmasını talep etmektedir. SEC, resmi olmayan incelemelerini kamunun bilgisi dışında yapmaktadır. Resmi olmayan inceleme ve soruşturmalar genellikle ekinde talep edilen bilgi ve belgelerin bulunduğu bir yazının potansiyel ihlalcıye gönderilmesi ile başlamaktadır. Resmi olmayan soruşturmaların amacı, ihlal konusu olayın anlaşılması olduğundan daha çok genel ve daha az özel bilgi ve belgeler talep edilmektedir. Örneğin, SEC çalışanı olayların kronolojik sıralaması ve ihlal suçunu işleyenlerin kimlik bilgileri gibi belgeleri daha öncede belirtildiği üzere gönüllü olarak SEC'e ulaştırılmalarını talep etmektedir. Sunulan doküman ve kanıtlar, herhangi bir ihlalin varlığını içermiyorsa resmi olmayan incelemeler daha ileri gidilmeden sonuçlandırılmaktadır. Eğer resmi olmayan incelemeler sonucunda ilgili SEC çalışanı kesin bir ihlalin varlığı kanaatine varırsa, resmi inceleme sürecine girilmeksizin Komisyon'dan, idari işlemlere başlama veya mahkemeye tedbir kararı uygulanması talebi ile başvurabilme yetkisi talep edebilmektedir. Aynı zamanda ihlalcileri ve işledikleri fiilleri haklarında cezai bir işlem tesis edilmesi için ABD Adalet Bakanlığı'na da bildirebilmektedir (Greer. 2011: 12-13; GAO. 2005:6-7; GAO. 2007:11-14).

II.4.3. Resmi İncelemeler

İnceleme kapsamındaki kişi ve kurumlardan gerekli bilgilerin alınması ve kanıtların sağlanması için mahkeme celbinin gönderilmesinin zorunlu olduğu kanaatine varılırsa ya da işlemle ilgili üçüncü kişiler gerekli bilgileri resmi olmayan bir talep karşılığında vermek istemezlerse, SEC çalışanları resmi bir inceleme başlatabilir.

Komisyon tarafından resmi görevlendirilme olmadığı sürece resmi bir incelemenin başlatılması ve mahkeme celbi yollama ve şahitlik talep etme yetkilerinin kullanılması mümkün bulunmamaktadır. Resmi inceleme görevlendirmeleri, Komisyon'un menkul kıymet yasalarının ihlalini içeren işlemlerin gerçekleşmekte olduğu veya gerçekleşmek üzere olduğu fikrine sahip olduğu durumlarda verilmektedir. Görevlendirme ayrıca incelemenin içeriğini ve kapsamını da belirlemektedir. Görevlendirme yazıları ihlal hakkında özet bilgiler içerek şekilde hazırlanmakta ve genelde dört bölümden oluşmakta olup bu bölümler Komisyon tarafından bilinen bilgiler, çalışan tarafından bilinen bilgiler, devam etmekte olan ya da oluşması muhtemel ihmaller hakkında bilgiler ve mahkeme celbi yollama ve tanıklık talep etme yetkisine sahip olan SEC çalışanlarının isimlerinden oluşmaktadır.

Resmi incelemeler genellikle kamuoyunun bilgisi dışında yapılmakla birlikte, diğer devlet daireleri ile koordineli çalışılması mümkündür. Ayrıca, resmi incelemeler sırasında tanıklık yapanlar ve bilgi verenler hakkında koruma programları da oluşturulmaktadır.

SEC çalışanları, resmi incelemeleri hiçbir işlemin yapılmaması kararı ya da Komisyon'a yaptırım işlemlerinin başlatılması önerisinin verilmesi ile sonlandırabilir. Herhangi bir işlem yapılmasına karar verilmezse bu durum karşı tarafa bildirilmektedir. Yaptırım işlemi tesis edilmesi kararına varılması halinde, SEC çalışanı yapılması gerekli işlemlere ilişkin hazırladığı müzekkereyi Komisyon'a sunmaktadır. Bunun yanı sıra, ihlalciler tarafından hazırlanan "Wells" bildirimleri de Komisyon'a sunulmaktadır (Greer. 2011:14-15; SEC. Enforcement Manual 2012:16-22 GAO. 2005:6-7;GAO. 2007:11-14).

II.4.4. "Wells" Bildirimi

İncelemelerin Komisyon'a ceza kesilmesi yönünde bir öneri sunulması ile sonuçlanacağına inanılması halinde, genellikle, incelemeye tabi kişilerden haklarını ve konumlarını belirten bir yazıyı Komisyon'a göndermeleri talep edilmekte olup, bu talebin gönderilmesine "Wells" bildirimleri denilmektedir. "Wells" bildirimlerinin herhangi bir kanuni dayanağı bulunmamaktadır. Mahkeme kararlarının hiçbirisinde de SEC'in incelemeye maruz kişilere "Wells" bildirimleri göndermesi gerektiği yer almamaktadır. Kişilerin büyük bir çoğunluğu, "Wells" bildirimleri kapsamında istenilen bilgi ve belgeleri Komisyon'a göndermektedir. Bu bilgi ve belgeler ışığında, Komisyon'a verilen önerilerin değiştirilmesi veya önerilerde belirtilen yaptırımların hafifletilmesi mümkün olabilmektedir. Ayrıca, "Wells" bildirimleri kapsamındaki bilgi ve belgeler, SEC çalışanlarının müzekereleriyle birlikte Komisyon'a sunulduğu için Komisyon üzerinde direkt ve pozitif bir etki yaratma ihtimali bulunmaktadır. "Wells" bildirimleri kapsamında kişilerin gönderdiği bilgi, belge ve açıklamalar Komisyon'a karşı karşıya kalacağı itirazlar ve engeller hakkında fikir vermektedir (SEC. Enforcement Manual 2012:22-28).

II.5. SEC'in Yaptırım Yolları

SEC, incelemeler sonucunda yaptırım uygulama yetkisini yasalardan almaktadır. Denetleme Dairesi, menkul kıymet yasaları ihlallerinin incelenmesi, Komisyon adına idari işlemlerde bulunması ya da mahkemelerden ve İdare Hukuku Yargıçları'ndan yaptırımlarda bulunulmasının talep edilmesi ve davaların takip edilmesi yoluyla Komisyon'a yardımcı olmaktadır. SEC'in yaptırım yetkisini kullanan daire olarak, Denetleme Dairesi diğer yaptırım uygulayan kurumlarla işbirliği içerisinde çalışmaktadır.

Denetim ve incelemelerin sonlandırılmasından sonra SEC çalışanları tespitlerini Komisyon'un takdirine sunmaktadırlar. Komisyon, SEC çalışanlarını mahkemelerde dava açmaya ya da idari işlemlerde bulunmaya yetkili kılmaktadır. Ancak, çoğu zaman Komisyon ihlali yapan kişilerle mahkemeye gitmeden uzlaşma yoluna gitmeyi tercih etmektedir. Gerçekleştirilen yasa ihlallerinin başlıcaları; menkul kıymetlerle ilgili önemli bir bilginin yanlış verilmesi veya hiç verilmemesi, menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarının manipüle edilmesi, müşteri nakitlerinin veya menkul kıymetlerinin çalınması, broker-dealerların müşterilere adil bir şekilde davranma sorumluluğuna aykırı hareket etmeleri, içeriden öğrenenlerin ticareti ve izinsiz halka arzlarıdır. İncelemeler sonucunda uygulanabilecek yaptırım yolları aşağıda belirtilmektedir:

Hukuk Davaları

Komisyon yaptığı incelemeler ve denetimler sonucunda piyasa ihlalinin var olduğunu düşündüğü bir olayı mahkemeye taşıyabilir ve mahkemeden ceza uygulamasını ya da önleyici bir karar almasını talep edebilir. Komisyonun mahkemelerde talep ettiği öncelikli yaptırım, ihlalcı hakkında tedbir uygulanması ve malvarlıklarının geçici durdurulması veya dondurulmasıdır. Bu şekilde piyasa suçu işleyen gelecekte daha fazla SEC düzenlemelerini ihlal edici işlemler yapmasının ve haksız şekilde elde ettiği kazançları harcayarak bitirmesinin önüne geçilmektedir. Bunun yanı sıra, SEC mahkemeden para cezası uygulanmasını ya da elde edilen haksız kazançların iadesini talep edebilir. Mahkemelerin ayrıca, menkul kıymet yasalarını ihlal eden kişilerin halka açık şirketlerde yönetici veya çalışan olmalarını yasaklama yetkisi de bulunmaktadır. Mahkeme kararlarına uymayan kişiler hakkında mahkeme kararına aykırılıktan dolayı para cezası veya hapis cezası da talep edilebilmektedir. Komisyon, mahkemelerde menkul kıymet yasalarını ihlal eden kişi ve kuruluşlardan aynı suçun tekrar işlenmeyeceğine ilişkin taahhütleri de talep etmektedir.

İdari İşlemler

İdari işlemler vasıtasıyla SEC çok sayıda yaptırım uygulayabilmektedir. İdari işlemlerin mahkemelerde görülen hukuk davalarından farkı, mahkemelerce değil Komisyon'dan bağımsız bir şekilde hareket eden İdare Hukuku Yargıçları tarafından yürütülmesidir. İdari Hukuku Yargıçları Komisyon'un ve suçu işleyen ihlalcinin sunduğu bilgi, belge ve kanıtların değerlendirildiği duruşmaya başkanlık eder. Duruşmanın ardından Yargıç, konuyla ilgili tespitlerini ve yasal sonuçları içeren ilk kararını açıklar. Bu ilk karar ayrıca uygulanması öngörülen yaptırımı da içermektedir. Komisyon ve davalı durumdaki ihlalcı yargıcın bu kararına kısmen veya tamamen itiraz edebilmektedir. Komisyon, yargıcın kararına uyabilir, bu kararı reddedebilir veya ilave bir duruşma yapılmasını talep edebilir. İdari işlemler, kınama, malvarlıklarının

dondurulması, durdurma ve yasaklama, broker-dealer veya bir yatırım danışmanının görevden alınması, menkul kıymet piyasalarında çalışmanın yasaklanması, idari para cezaları veya menfaat iadesi şeklinde olabilmektedir.

Uzlaşma

Kendisi hakkında bir işlem yapılacağı bildirilen veya zaten hakkında sürdürülmekte olan bir işlem bulunan kişiler herhangi bir anda yazılı olarak uzlaşma talep edebilirler. Yapılan uzlaşma önerileri SEC'in ilgili dairesince, uzlaşma talebinin zamanı, işlemlerin gerekleri ve kamu yararı hususları dikkate alınarak incelenmektedir. İdari işlemlerin İdare Hukuku Yargıçları tarafından sürdürülmesi durumunda, uzlaşma önerisinde bulunan SEC'in ilgili dairesi ya da ihlalcisi, Yargıç'tan uzlaşma talebi hakkındaki fikirlerini açıklanmasını talep etmektedir. Ancak Yargıç'tan uzlaşma önerisi hakkındaki fikirlerini talep eden ya da uzlaşma konferanslarına katılan kişiler, Yargıç'ın tarafsız olmadığı ve önyargılı davrandığına ilişkin itirazda bulunma haklarını kaybetmektedirler.

Uzlaşma önerisini alan daire, yorumlarını da içerecek şekilde uzlaşma önerilerini Komisyon'a iletmelidir. Öneriyi sunan kişi ısrarcı olmadığı sürece, ilgili daire uzlaşma önerisinin reddedilmesi kanaatindeyse öneriyi Komisyon'a sunmayabilir.

Uzlaşma önerisinde bulunan kişinin, bu önerisinin Komisyonca kabul edilmesi halinde;

- 1) İşlemlerin dayandırıldığı yasaların öngördüğü duruşmaların yapılmasına,
- 2) Yasal sonuçların ve tespitlerin ne olduğunun bildirilmesine,
- 3) İdare Hukuku Yargıçları önündeki duruşmaların yapılmasına,
- 4) Başka bir mahkeme tarafından olayın değerlendirilmesinin talep edilmesine,
- 5) Dava sonrası bütün prosedürlerin gerçekleştirilmesine,

ilişkin haklarından feraget ettiği kabul edilmektedir.

Uzlaşma talebinde bulunan kişinin, uzlaşma önerisinin kabul edilip edilmemesinden bağımsız olarak; bazı Komisyon üyelerinin toplantılara katılmaması talebinde bulunma, Komisyon'a herhangi bir karar, fikir veya tespit hakkında öneride bulunma, Komisyon'un işlemlerin tamamı veya bir kısmı hakkındaki uzlaşma kararlarının tarafsız olmadığına ve önyargılı olduğuna ilişkin iddiada bulunma haklarından feraget ettiği kabul edilmektedir.

Komisyonun uzlaşma önerisini reddetmesi durumunda, öneride bulunan kişinin en kısa sürede durumdan ve Komisyon'un kararından haberdar edilmesi gerekmektedir. Uzlaşma önerisi reddedilen kişi hakkında yapılan işlemlerin hiçbirinde, uzlaşma önerisinin reddedildiği dikkate alınmayacak olmakla birlikte, her halde bazı Komisyon

üyelerinin toplantılara katılmaması talebinde bulunma, Komisyona herhangi bir karar, fikir veya tespit hakkında öneride bulunma, Komisyon'un işlemlerin tamamı veya bir kısmı hakkındaki uzlaşma kararlarının tarafsız olmadığına ve önyargılı olduğuna ilişkin iddiada bulunma hakkından feragat ettiği kabul edilecektir.

Uzlaşma önerilerinin kabul edilmesi ancak tespitlerin bildirilmesi ve Komisyon'un onayı ile olabilmektedir. Komisyon menkul kıymet yasası ihlallerini içeren olayların büyük bir çoğunluğunda uzlaşma yolunu seçmektedir (SEC. Rules of Practice:50).

II.6. Menfaat İadesi ve İdari Para Cezalarının Ödenmesinde Temerrüde Düşülmesi

Yapılan incelemeler sonucundaki tespitler kapsamında, Komisyon veya mahkemeler tarafından verilen idari para cezaları ile menfaat iadesi kararları nedeniyle ihlalcilerden paraların toplanması için çok çeşitli yollar bulunmaktadır. Komisyon paraların toplanması için kendisi bir takım işlemler yapabilmekte ya da paraların toplanması işini ABD Hazinesi'ne aktarmaktadır. Komisyon'un yasal işlem yapma yetkisi paraların toplanmasını da içermektedir. Bu yetki paraların toplanması için mahkeme veya Komisyon tarafından verilen menfaat iadesi ve para cezası kararlarına aykırılıktan kişiler hakkında işlem yapılması ya da dava yolu seçilerek veya seçilmeksizin kişilerin ödeme yapmaya zorlanmasını kapsamaktadır. Komisyon kendisi bir işlem yapmak istemediği zaman temerrüde düşülmüş ödemeleri ABD Hazinesi'ne de aktarabilmekte, ABD Hazineside bazı durumlarda olayın ABD Adalet Bakanlığı'na aktarılması önerisinde bulunmaktadır. Bazı durumlarda ihlalciler kendileri hakkında verilen menfaat iadesi ve para cezası kararlarına uymamakta ve gerekli ödemeleri yapmamaktadır (GAO. 2003: 1-14). İhlalcilerin menfaat iadesi veya idari para cezası ödemelerinde temerrüde düşmesi durumunda, SEC'in yaptığı işlemlere bu kısımda yer verilecektir.

II.6.1. SEC'in Kendi İşlemleri

SEC'in paraların toplanması için yapacağı işlemler, dava açılması şeklinde bir hukuki nitelik taşıyabileceği gibi ödeme planının karşı tarafla (ihlalciler) tartışılması şeklinde hukuki olmayan bir nitelikte de olabilir. Hukuki işlemler kişilerin mahkeme ve Komisyon kararlarına aykırı hareket ettikleri gerekçesiyle bu kişiler hakkında dava açılması ve mahkeme kararına uymaya zorlanmaları ya da kişinin malvarlığı üzerinde tasarruf edebilme yetkisi olarak kişilerin malvarlıklarının nakde çevrilmesi yoluyla olabilir.

Hukuki işlemler yoluyla mahkeme ve Komisyon kararlarının uygulatılması, bir ihlalcinin ödemekle yükümlü olduğu paraları ödemesi için en etkili yol olarak düşünülmekte ve ihlalciden rızası olmadan malvarlıkları alınmaktadır. Ancak, ihlalcilerin hukuki dava yolu ile Komisyon ve mahkeme kararlarına uymalarının sağlanması karmaşık prosedürleri içermekte ve bu gibi yaptırımların uygulanması için gerekli zaman kısıtlamaları SEC'in mevcut dolandırıcılıkların sonlandırılması ya da muhtemel dolandırıcılıkların önlenmesi önceliğini engellemektedir. İhlalcilerin Komisyon ve mahkeme kararlarına uyması için SEC'in yapacağı hukuki işlemler menfaat iadesi ve idari para cezası kararları için farklı farklı olmaktadır.

Menfaat İadesi Kararlarına Uyulması için Yapılan Hukuki İşlemler

Komisyon veya mahkemeler tarafından verilen menfaatin iadesi kararlarına ihlalcilerin uymasının sağlanması için SEC'in yapabileceği hukuki işlemler; ihlaleci hakkında Federal Mahkeme'de Komisyon veya mahkeme kararına aykırılık nedeniyle dava açmak ve karara uymaya zorlamak ya da Federal Mahkeme'den ihlalcinin malvarlıkları hakkında tasarruf edebilme yetkisini veren icra kararının çıkarılmasını sağlamaktır. İcra kararı ile ihlalcinin malvarlıkları satılarak nakde çevirilmekte olup, icra bu kişilerin ücretleri⁷ hakkında da uygulanabilmektedir.

Mahkeme kararlarına uyulması için açılan davalar, ihlalcilerin diğer yasalarda yer alan istisna hükümlerini kullanarak malvarlıklarını kaçırmalarının önüne geçmekte, böylelikle yatırımcıların tazmini için kullanılabilir malvarlığı miktarını arttırmaktadır (SEC. 2002:25-26).

İdari Para Cezası Kararlarına Uyulması için Yapılan Hukuki İşlemler

İdari para cezalarının toplanabilmesi için SEC'in yapabileceği hukuki işlemler Federal Borç Toplama Prosedürleri Yasası'nda belirtilen önlemlerle sınırlıdır. Bu önlemler ihlalcinin malvarlığı üzerinde icra uygulanması ve haciz emri çıkarılması, ödemelerin taksitlendirilmesi kararları ve bazı durumlarda ihlalcilerin malvarlıklarını hileli olarak başkalarına transfer ettikleri gerekçesiyle bu kişiler hakkında dava açılmasıdır. Federal Borç Toplama Prosedürleri Yasası hükümleri menfaat iadesi ödemelerinin alınması için uygulanamamakta, menfaat iadesi ödemelerinin alınması için kullanılabilen mahkeme kararına aykırılık davaları da idari para cezalarında uygulanamamaktadır. Dolayısıyla, bir ihlaleci hakkında hem menfaat iadesi hem de idari para cezası ödemesi yönünde bir karar verilmişse, Komisyon bu paraların toplanabilmesi için birden fazla yol kullanmalıdır.

⁷ Yasalar ücretlerin en fazla %15'i üzerinde icra uygulanabilmesine imkan tanımaktadır.

Bir ihlalcı hakkında genellikle hem menfaatin iadesi hem de idari para cezası kararı verilmekte olup, çoğu zaman ihlalcinin malvarlığı sadece menfaatin iadesi ödemelerinin yapılması için yeterli olmaktadır. Fair Fund hükmü öncesinde, SEC'in yaklaşımı öncelikle yatırımcıların tazmininde kullanılabilen menfaatin iadesi ödemelerinin daha sonra idari para cezalarının toplanması şeklindeydi. Ancak Fair Fund hükmü ile Komisyon'a idari para cezalarını "Yatırımcıları Tazmin Fonu"na ekleyebilme yetkisi verilmesi ile önce idari para cezalarının toplanması da mümkün hale gelmiş, menfaatin iadesi ve idari para cezalarının toplanabilmesi için kullanılacak ayrı yöntemlerin eş zamanlı kullanılmasına da imkan tanınmıştır (SEC. 2002:26-27).

II.6.2. SEC'in Paraların Toplanması İşlemini ABD Hazinesi'ne Aktarması

1996 tarihli Borçların Toplanması Geliştirilmesi Yasası ile bir ihlalcı idari para cezası veya menfaat iadesi ödemesine ilişkin bildirim tarihinden itibaren 180 gün içerisinde borcunu ödemeyemezse veya Komisyon bu ödemeleri ihlalciden alamazsa bu paraların toplanması işini ABD Hazinesi'ne aktarmalıdır. Temerrüde düşmüş borçlar hukuki dava yolu ile takip ediliyorsa ya da bu borçların ödenmesi için özel avukatlarla anlaşılırsa, ABD Hazinesi'ne aktarım söz konusu olmayacaktır. Hazine'nin paraların toplanmasına ilişkin işlemleri ise ihlalcı ile telefon görüşmelerinin yapılması ve ihlalcıye mektup yollanması gibi çok sınırlı imkana sahip işlemlerdir. ABD Hazinesi'nin paraların toplanabilmesi için hukuk davası açma yetkisi bulunmamaktadır. ABD Hazinesi paraların toplanması hususunda başarılı olursa, elde ettiği tutarın %18'ini aldıktan sonra kalan tutarı Komisyon'a aktarmaktadır. ABD Hazinesi paraların toplanması hususunda 120 gün boyunca başarılı olamazsa, konuyu 6 ay süreyle takip etmesi için özel bir avukata aktarmaktadır. Eğer bu özel avukat da paraların toplanmasında 6 ay süreyle başarılı olamazsa, ilave bir 6 aylık süre için ayrı bir avukat atanmakta olup bu şekilde atanacak avukatların sayısı 3'ü aşamayacaktır. Özel avukatlar aracılığıyla da paraların toplanamaması durumunda, borçlar Komisyon'a geri gönderilmektedir. Özel avukatlar paraların toplanması hususunda başarılı olurlarsa, toplanan paraların %25'lik kısmı bu kişilere ödenmekte, %3'ü ABD Hazinesi'ne aktarılmakta, kalan tutar ise Komisyon'a yatırımcıların tazmininde kullanılmak üzere verilmektedir.

ABD Hazinesi görevlileri paraların toplanması sırasında ihlalcilerin uzlaşma önerilerini bu kişilerle tartışmaktadırlar. Bu uzlaşmalarda ihlalciler ödenmesine karar verilen tutarın tamamını ödeyemeyeceklerini iddia etmekte ve tutarın bir kısmını ödemeyi teklif etmektedirler. ABD Hazinesi çalışanları bu uzlaşma önerilerini Komisyon'a aktarmakta olup, Komisyon uzlaşma önerilerinin kabul edilip edilmemesine ilişkin kararı 30 gün içerisinde ABD Hazinesi'ne bildirmektedir (SEC. 2002: 27-28; GAO. 2005:6-7;GAO. 2007:11-14).

II.7. Toplanan Paraların Dağıtılmasına İlişkin Kurallar

Komisyon'un ve mahkemelerin idari para cezası ve menfaatin iadesi ödemesi kararı ile sonuçlanan her işleminde, bu paraların "Yatırımcıları Tazmin Fonu" nda toplanması ve yatırımcılarının tazminin de kullanılması Komisyon'un takdirindedir. Toplanan paraların yatırımcıların tazmini amacıyla "Yatırımcıları Tazmin Fonu"nda toplanmasına karar verilmesi durumunda, Komisyon dağıtım yapacak olan daireden ve dağıtımdan para alacak yatırımcılardan bu fonun yönetimi ve dağıtım için önerilerini Komisyon'a iletmelerini talep etmektedir. Komisyon'un bu talebinin ulaşmasından itibaren, aksi belirtilmedikçe, Denetleme Dairesi'nin fonun yönetimi ve dağıtımına ilişkin önerisini 60 gün içerisinde Komisyon'a sunması gerekmektedir.

Fon'un yönetimine ilişkin planın;

- 1) Fon'un yatırılacağı hesap, Fon'un değerlendirileceği yatırım araçları ve Fair Fund hükmü kapsamında alınabilecek ilave tutarlar,
- 2) Bu Fon'dan yararlanması muhtemel yatırımcı grupları,
- 3) Fon'un varlığı ve bu Fon'dan yararlanabileceklerine ilişkin bilginin Fon'dan yararlanması muhtemel olan yatırımcılara bildirilmesine ilişkin prosedür,
- 4) Dağıtım planına ilişkin itirazların ve önerilerin nasıl yapılacağı, çelişen itirazların nasıl sonuçlandırılacağı ve itirazda bulunulabilecek son gün,
- 5) Yapılacak dağıtımları da içerecek şekilde Fon'un sonlandırılacağı tarih,
- 6) Fon'un gözetimi, vergi konularının çözülmesi, itirazların değerlendirilmesi ve Komisyon'un onayına tabi olmak üzere Fon'dan zarar gören yatırımcılara ödeme yapılması için bir yöneticinin seçilmesi, atanması ve Fon'un yönetime ilişkin prosedürler,

hakkında bilgileri içermesi gerekmektedir.

Komisyon'un veya İdare Hukuku Yargıcı'nın takdirinde olmak üzere, Fon'dan mahkemece atanan tasfiye memurlarına veya diğer mahkeme memurlarına ödeme yapılabilmesi mümkündür. Paraların dağıtılması için plan oluşturulmasının masrafı, elde edilen fonun değeri ve zarar gören yatırımcıların sayısı, yatırımcılara tazmin amacıyla bir para ödenmesinin iktisadi olarak rasyonel olmayacağını gösterirse, elde edilen menfaatin iadesi ve idari para cezası tutarları ABD Hazinesi'ne aktarılmaktadır.

Taslak dağıtım planı SEC'in internet sitesinde tarafların önerisi için yayınlanmaktadır. Bu planın yayınlandığı ilanda, taslak dağıtım planına ulaşılabilir

yerler ve dağıtım planı hakkında önerisi olan kişilerin bu önerileri hakkında yazılı olarak Komisyon'a başvurabilecekleri belirtilmektedir.

Taslak dağıtım planı hakkındaki önerilerin iletilmesi için belirlenen son süreden 30 gün içerisinde Komisyon taslak dağıtım planını, onayladığına, bir takım değişiklikler yaparak onayladığına veya reddettiğine ilişkin kararını vermelidir. Yapılan değişiklikler dağıtım planını önemli ölçüde değiştirirse, dağıtım planının tarafların önerisine sunulmak üzere tekrar yayınlanması mümkündür.

Komisyon takdirinde olmak üzere, SEC çalışanı olan veya olmayan bir kişi fonun yönetimi için seçilebilmektedir. Yatırımcılardan bazıları da Fon'un yönetiminde yardımcı olmak üzere görevlendirilebilir veya bazı yatırımcılara bu hak verilebilir. Fon yöneticisinin SEC çalışanı olmaması durumunda bu kişi ile Komisyon arasında bir anlaşma yapılması gerekmektedir. Fonun yönetiminin bir SEC çalışanına bırakılması durumunda bu kişiye bir ödeme yapılmayacak, ancak SEC dışından bir kişinin Fon'un yönetimiyle görevlendirilmesi durumunda bu kişiye Komisyon'un veya İdare Hukuku Yargıcı'nın onayı ile bir ücret ödemesi yapılacaktır. Ücret ödemeleri, öncelikle Fon'un çeşitli yatırım araçlarında değerlendirilmesi sonucu elde edilen faizlerden, bu faizler ödemenin yapılmasında yeterli olmazsa Fon anaparasından yapılacaktır. Dağıtım planlarının Fon yöneticisi, yatırımcılar veya Komisyon'un isteği ile değiştirilmesi mümkündür (SEC. Rules of Practice:103-107).

Komisyon tarafından Federal Mahkeme'lerde bir kişi hakkında menfaatin iadesi ödemesi veya idari para cezası uygulanması talebi ile dava açıldığında, Komisyon'un mahkemeden tasfiye memuru atanmasını talep etme hakkı bulunmaktadır. Komisyon tasfiye memuru atanmasına ilişkin talebi dava süresince yapabilmektedir. İhralcilerin çok fazla nakit olmayan mal varlığının bulunduğu, malvarlıklarının off-shore hesaplarda olduğu veya saklandığı durumlarda bu malvarlıklarının tespit edilebilmesi için SEC'in yeterli kaynağı olamamakta ve dolayısı ile bu işlemlerin tasfiye memurlarınca yapılması daha etkin olabilmektedir. Tasfiye memurları, toplanan malvarlıklarının yatırımcılara dağıtılması ve itirazların değerlendirilmesi görevini yerine getirmektedir. Mahkemeden bir tasfiye memurunun atanmasını talep ederken, Komisyon tasfiye memurlarınca toplanacak para ve diğer varlıkların, bu tasfiye memurlarına ödecek ücretleri karşılayıp karşılamayacağını dikkate almalıdır. Çünkü tasfiye memurlarına yapılan ödemeler menfaatin iadesi ve idari para cezalarından elde edilen paralardan yapılmakta olup, bu ödemelerin yapılması yatırımcıların tazmini için kullanılabilir fon miktarını azaltmaktadır (SEC. 2002:11).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE SERMAYE PİYASALARINDA TEDBİR VE CEZA UYGULAMALARI İLE YATIRIMCILARIN TAZMİNİ VE FAIR FUND HÜKMÜ KAPSAMINDA DEĞERLENDİRME

III.1. Türkiye’de Sermaye Piyasalarında Tedbir ve Ceza Uygulamaları

Ülkemizde sermaye piyasalarında işlem yapan katılımcıların korunması amacıyla bir takım tedbir ve ceza uygulamaları geliştirilmiş, ayrıca, sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcıların tazmini amacıyla düzenlemeler yapılmıştır. Sermaye piyasası mevzuatında Kurul’un yaptırım uygulamaları tedbir kararları, idari para cezası verilmesi ve hapis ile adli para cezası talebi ile düzenlemelere aykırı hareket edenler hakkında Cumhuriyet Başsavcılığı’na suç duyurusunda bulunulması şeklinde belirlenmiş, yatırımcıların tazmini açısından YTM oluşturulmuş ve “Özel Fon” sisteminin uygulamasına devam edilmiştir.

Tedbirler

SPKn.’nda tedbir gerektiren durumlar kanuna aykırı ihraçlar, ihraççıların hukuka aykırı işlemleri ile sermayeyi veya mal varlığını azaltıcı işlemleri, kayıtlı sermaye sistemindeki yönetim kurulu kararları, örtülü kazanç aktarımları, sermaye piyasası kurumlarının hukuka aykırı faaliyet veya işlemleri, sermaye piyasası kurumlarının mali durumlarının bozulması, tedrici tasfiye ve iflas durumları, izinsiz sermaye piyasası faaliyetleri, kanuna aykırı ilan, reklam ve açıklamalar, bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı olarak belirlenmiştir. Yukarıda belirtilen fiiller ve durumlar için Kurulumuzun tedbir uygulamaları, bu fiilleri işleyerek haksız kazanç elde eden kişilerin elde ettikleri kazançların mağdurlara iadesi, haksız kazançların kişilerin kendi menfaatlerine uygun olarak harcanıp tüketilmesini önlemek için bu malvarlıkları üzerine ihtiyati tedbir ve haciz konulması, aykırılıkların giderilmesi amacıyla işlemler yapılması, gerçekleştirilen işlemlerin iptali için dava açılması, fiillerin işlenmesinde sorumluluğu bulunan kişilerin görevlerine son verilmesi veya imza yetkilerinin kaldırılması, işlemlerin geçici olarak durdurulması ve kişilerin borsalarda işlem yapmalarının geçici veya sürekli olarak sınırlandırılması vb. şeklindedir.

İdari Para Cezaları

SPKn.’da, bu Kanun’a dayanılarak yapılan düzenlemelere, belirlenen standart ve formlara ve Kurulca alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket eden ve mevzuatın öngördüğü hallerde pay alım teklifi yapmayan kişiler, Kurulca belirlenen zaman dilimi içinde ilgili sermaye piyasası araçlarının alım satımından elde ettikleri net kazancı ihraççıya vermeyen ihraççıların yönetim kurulu üyeleri ve yöneticileri, halka

açık ortaklıklar ve kollektif yatırım kuruluşları ile bunların iştirak ve bağlı ortaklıklarının, esas sözleşmeleri veya iç tüzükleri çerçevesinde basiretli ve dürüst bir tacir olarak veya piyasa teamülleri uyarınca kârlarını ya da malvarlıklarını korumak veya artırmak için yapmaları beklenen faaliyetleri yapmamaları yoluyla ilişkili oldukları gerçek veya tüzel kişilerin kârlarının ya da malvarlıklarının artmasını sağlayan ilgili tüzel kişiler, makul bir ekonomik veya finansal gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikteki eylem ve işlemleri yapanlar hakkında idari para cezası uygulanması öngörülmüştür.

İdari para cezalarının uygulanmasından önce ilgililerden savunmaları talep edilmektedir. En az ve en yüksek tutarlı idari para cezaları için limitler belirlenmekle birlikte, yapılan işlem ile menfaat temin edilmesi veya zarara sebebiyet verilmesi hâlinde verilecek idari para cezalarının miktarı bu menfaat veya zararın tutarı dikkate alınarak belirlenmekte ve her halükarda bu menfaat ya da zarardan düşük olmamaktadır. Tahsil edilen idari para cezalarının yüzde ellisi genel bütçeye gelir kaydedilmekte, yüzde ellisi gelir kaydedilmek üzere YTM'ye aktarılmaktadır.

Sermaye Piyasası Suçları

SPKn.'nda sermaye piyasası suçları bilgi suiistimali, piyasa dolandırıcılığı, usülsüz halka arz ve izinsiz sermaye piyasası faaliyeti, güveni kötüye kullanma ve sahtecilik, bilgi ve belge vermeme, denetimin engellenmesi, yasal defterler, muhasebe kayıtlarında ve finansal tablo ve raporlarda usulsüzlük yapılması ve sır saklama yükümlülüğüne uyulmaması olarak belirlenmiştir. SPKn.'nda söz konusu suçlar bakımından Kurul tarafından, hapis ve adli para cezası talebi ile dava açılması için Kurul tarafından Cumhuriyet Başsavcılığı'na yazılı başvuruda bulunulması suretiyle soruşturmaların yapılacağı öngörülmüştür. Ülkemiz uygulamasında tahsil edilen adli para cezaları⁸ Devlet Hazinesi'ne aktarılmaktadır.

Yatırımcıları Tazmin Merkezi

SPKn.'nun 82 nci maddesinde, yatırım kuruluşlarının⁹ sermaye piyasası faaliyetinden kaynaklanan nakit ödeme veya sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini yerine getiremediğinin veya kısa sürede yerine getiremeyeceğinin

⁸ 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu'nun "Adli Para Cezası" başlıklı 52 nci maddesinin 1 nci fıkrasında; "(1) Adli para cezası, beş günden az ve kanunda aksine hüküm bulunmayan hallerde yediyüzotuz günden fazla olmamak üzere belirlenen tam gün sayısının, bir gün karşılığı olarak takdir edilen miktar ile çarpılması suretiyle hesaplanan meblağın hükümlü tarafından Devlet Hazinesine ödenmesinden ibarettir." hükmü yer almaktadır.

⁹ Yatırım kuruluşları SPKn.'nda aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları ve bankalar olarak tanımlanmıştır.

tespit edilmesi hâlinde yatırımcıları tazmin kararı alınacağı belirtilmiş olup, yatırımcıların tazmini amacıyla kamu tüzel kişiliğini haiz YTM kurulmuştur. YTM'nin, Kurul tarafından çıkarılacak bir yönetmelik çerçevesinde Kurul tarafından idare ve temsil olunacağı düzenlenmiştir.

YTM, yatırımcıların yatırım kuruluşlarının sermaye piyasası faaliyetinden kaynaklanan nakit ödeme veya sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini yerine getirememeleri nedeniyle zarara uğramalarının önlenmesi, bu piyasadaki yatırımcıların yatırım kuruluşlarından kaynaklanan risklere karşı korunması ve bu sayede sermaye piyasalarına olan güvenin artırılması amacıyla kurulmuştur.

SPKn.'nda hak sahibi her bir yatırımcıya ödenecek azami tazmin tutarı 100.000 Türk Lirası olarak belirlenmiş ve bu tutarın her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılacağı, Kurul'un teklifi üzerine Bakanlar Kurulu tarafından toplam tazmin tutarının beş katına kadar artırılacağı düzenlenmiştir.

Tazminin kapsamı, yatırımcılara ait olan ve yatırım hizmeti ve faaliyeti veya yan hizmetler ile bağlantılı olarak yatırım kuruluşu tarafından yatırımcı adına saklanan veya yönetilen nakit ödeme veya sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüklerinin yerine getirilmemesinden kaynaklanan talepler olarak belirlenmiş, yatırımcıların yatırım danışmanlığı veya piyasadaki fiyat hareketlerinden kaynaklanan zararları ile bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı suçlarından veya bu suçlardan kaynaklanan mal varlığı değerlerini aklama suçundan mahkûm olan yatırımcıların talepleri, söz konusu eylemlerle ilgili alacaklarla sınırlı olmak üzere tazmin kapsamı dışında bırakılmıştır. Ayrıca SPKn.'unda belirlenen kişi ve kurumlar da¹⁰ tazmin kapsamı dışında bırakılmıştır.

Yatırımcıları tazmin kararı verilenler hakkında, Kurulca, bankalar hariç olmak üzere, tazmin sürecinin kapanmasına ilişkin karar ile birlikte tedrici tasfiye kararı da verilebilmekte ve tedrici tasfiye işlemleri YTM tarafından yürütülmektedir. Tedrici tasfiyenin amacı, tedrici tasfiyesine karar verilenlerin mal varlığını aynen veya nakde çevirmek suretiyle elde edilen bedeli tahsis ederek, tazmin süreci kapsamında

¹⁰ Tazmin kapsamı dışında bırakılan kişi ve kurumlar aşağıdaki gibidir:

- a) Yatırımcıları tazmin kararı verilen yatırım kuruluşlarının yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri ve şahsen sorumlu ortakları, yüzde beş veya daha fazla paya sahip ortakları, denetim kurulu üyeleri veya ilgili yatırım kuruluşları ile aynı grup içinde yer alan diğer şirketlerde benzer konumda olan kişiler ile bu kişilerin eş ve ikinci dereceye kadar kan ve kayın hısımları ile bu kişiler adına hareket eden üçüncü kişiler,
- b) Yatırımcıları tazmin kararı verilen yatırım kuruluşları ile aynı grupta yer alan diğer şirketler,
- c) Yukarıda (a) bendinde sayılan gerçek ve tüzel kişilerin yüzde yirmi beş veya daha fazla paya sahip olduğu şirketler,
- ç) Yatırım kuruluşlarının mali sıkıntıya düşmesine neden olan veya finansal durumunun bozulmasına önemli etkileri olan olaylarda sorumluluğu bulunan veya bu olaylardan menfaat sağlayan kişiler.

yatırımcıların tazmin edilmeyen bakiye alacakları ile YTM'nin yatırımcılara halef olmasından kaynaklanan alacakların ödenmesidir.

SPKn. uyarınca, yatırımcıların tazmin talebinde bulunma hakları, tazmin kararının ilanından itibaren bir yıl sonra zamanaşımına uğramakta olup, YTM, tazmine hak kazanan yatırımcıları mümkün olan en kısa sürede tazmin etmek üzere gerekli hazırlıkları yapmak ve hak sahiplerini ve tazmin tutarlarını belirledikten sonra üç ay içinde¹¹ ödemeleri gerçekleştirmekle yükümlü tutulmuştur.

Yatırım kuruluşlarının YTM'ye katılması zorunludur. YTM'nin gelirleri; yatırım kuruluşlarının giriş aidatı¹², yıllık aidat ve ek aidatlar ve Kurul tarafından verilen idari para cezalarının yarısı olarak belirlenmiştir.

Özel Fon

Özel Fon, 18.12.1999 tarihinden önce yetki belgeleri iptal edilmiş ve Kurulumuzca hakkında iflas davası açılmış olan 16 aracı kurumdan alacaklı olan yatırımcılara münhasır olarak oluşturulmuş olup, SPKn.'un Geçici 3 üncü maddesinde;

“(1) 18/12/1999 tarihinden önce, Kurulca tüm yetki belgeleri iptal edilen aracı kurumların yatırımcılarının sermaye piyasası faaliyetlerinden doğan alacaklarının bu maddedeki esaslar çerçevesinde kısmen ödenmesini teminen Özel Fon kurulmuştur. Özel Fonun idare ve temsili, YTM tarafından yürütülür.

(2) Söz konusu aracı kurum alacaklılarına Özel Fondan, Fonun imkânları da dikkate alınarak, ödeme yapılabilmesi için, 18/12/1999 tarihinden önce veya sonra haklarında iflas davası açılmış ve iflas tasfiyesinde alacakların borç ödemededen aciz belgesine bağlanmış olması zorunludur. Bu Kanunun yürürlüğe girdiği tarihten önce başvuruda bulunmuş olanların hakları saklı kalmak kaydıyla, bu Kanunun yayımı tarihinden itibaren iki yıl içinde iflas masasına alacağını yazdırmak için başvuruda bulunmayan alacaklılara Özel Fondan ödeme yapılmaz.

(3) İflas tasfiyesi sırasında iflas idaresi tarafından yapılacak hesaplamada yetki belgesi iptal tarihindeki nakit ve menkul kıymet alacak tutarı, aracı kurumların yetki belgelerinin iptal edildiği tarihte geçerli TCMB döviz alış kuru üzerinden Amerikan Dolarına çevrilir. Bu aracı kurumların iflasının açılmasından sonra iflas tasfiyesi sırasında yapılan ödemeler, ödemenin yapıldığı tarihte geçerli TCMB döviz alış kuru üzerinden Amerikan Dolarına çevrilerek, dolar bazında asıl alaktan mahsup edilir. Bu suretle bulunan bakiye, borç ödemededen aciz belgesine bağlandığı tarihte geçerli TCMB

11 Zorunlu hâllerde bu süre, Kurul'un onayıyla en fazla üç ay daha uzatılabilir.

12 Aidat tutarının belirlenmesinde, kuruluşların tür ve risk durumlarına göre farklı esaslar da öngörülebilir.

döviz alış kuru üzerinden Türk Lirasına çevrilir ve dördüncü fıkradaki esaslara göre hak sahiplerine ödenir.

(4) 31/12/2012 tarihine kadar bir alacak sahibine yapılacak ödeme tutarı, 18.729 Türk Lirasını aşamaz. Bu tutar, 1/1/2013 tarihinden sonra her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır. Ancak, üçüncü fıkra uyarınca, Amerikan Doları bazında asıl alacaktan mahsup edilen ara ödemeler tutarı, yetki belgesinin iptal tarihi itibarıyla TCMB döviz alış kuru üzerinden Türk Lirasına çevrilir ve bu fıkrada belirtilen azami ödeme tutarından indirilerek, hak sahiplerine yapılacak azami tutar belirlenir.

(5) Özel Fonun mal varlığının yönetimi ve nemalandırılmasına ilişkin esaslar YTM tarafından hazırlanacak ve Kurul tarafından onaylanacak bir yönetmelikle belirlenir. Özel Fon, bu madde gereğince yapılacak ödemeler dışında bir amaçla kullanılamaz. Özel Fonun, yapılacak ödemeleri karşılamaya yetmemesi hâlinde, Bakanlar Kurulu kararıyla belirlenecek ek kaynak, Hazine tarafından karşılanır. Bu Kanunun yayımı tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde bulunan Özel Fon mal varlığı, alacak, borçlar ve hakların Yatırımcıları Koruma Fonundan YTM'ye intikal ettiği tarihten itibaren üç ay içinde devredilir.

(6) İflas idarelerinin ibraz ettiği borç ödemeden aciz belgelerine bağlanmış olan alacaklar için yapılacak ödemeler, üçüncü ve dördüncü fıkralarda yer alan hesaplama yöntemi ile belirlenerek, Özel Fon tarafından iflas idarelerine yapılır. Özel Fon, ödemelerin bu madde hükümlerine uygun yapılmasını teminen, kesinleşmiş sıra cetveline, iflas dosyasındaki belgelere, iflas idaresi ve iflas dairesinden talep edebileceği belgelere dayanarak karşılıklı inceleme yapma ve bu madde ile diğer ilgili mevzuat hükümlerine aykırı ödeme taleplerini reddetme hakkını haizdir.

(7) Hak sahiplerine ödeme, iflas idarelerince gerçekleştirilir. Müflis aracı kurumdan alacaklı görünen ortakları, yönetim kurulu ve denetleme kurulu üyeleri, personeli ile bunların eşlerine ve üçüncü derece dâhil kan ve kayın hısımlarına ve sermaye piyasası kurumlarına bu madde kapsamında ödeme yapılmaz. Alacaklıların, bu madde uyarınca yapılan ödemeleri aşan alacakları için genel hükümlerden doğan hakları saklıdır.

(8) Bu maddenin uygulanması ile ilgili usul ve esasları belirlemeye ve gerekli düzenlemeleri yapmaya Kurul yetkilidir.”

hükmü yer almaktadır.

III.2. Türkiye’de Yatırımcı Mağduriyetini Doğuran Olaylar

Türkiye sermaye piyasalarında yatırımcı güvenin azalmasına ve çok sayıda yatırımcının mağdur olmasına sebep olan olaylar gerçekleşmiştir. Söz konusu mağduriyetlerin doğmasına sebep olan etkenlerin, izinsiz olarak gerçekleştirilen halka arzlar, şirketlerin paylarının Borsa pazarlarında işlem görmekten men edilmeleri, sermaye piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerin TMSF’ye devredilmesi, manipülasyonlar ve aracı kurum iflasları olduğu söylenebilir. İzinsiz halka arzlar, şirketlerin paylarının Borsa pazarlarında işlem görmekten men edilmesi ve halka açık anonim ortaklık şeklindeki şirketlerin TMSF’ye devredilmesine ilişkin detaylı açıklamalar aşağıda yer almaktadır:

İzinsiz Halka Arzlar

SPKn.’nda, Kurul’un izinsiz halka arz işlemlerine ilişkin yaptırımları; satılan kısmın karşılığı ve satışı yapılacak sermaye piyasası aracı için her türlü harç ve teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz istenmesi, SPKn.’na aykırı ihracın doğurduğu sonuçların ortadan kaldırılması ve nakit ve diğer varlıkların hak sahiplerine iadesi için ihbarda bulunulması ve bu fiili işleyenler hakkında iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin günden on bin güne kadar adli para cezası uygulanması şeklinde düzenlenmiştir. Usulsüz olarak gerçekleştirilen halka arzlar sonucunda ihraç edilen sermaye piyasası araçları, Kurul’un denetim ve gözetimi altına alınamamakta ve izinsiz halka arzlardan pay satın aldığını düşünen yatırımcıların hak kaybına uğramaları söz konusu olmaktadır. Bu mağduriyetlerin kapsamını ise şöyle belirlemek mümkündür:

- 1) İzinsiz halka arzdan pay alan kişilerin zarara uğramaları halinde bu zararı karşılamak amacıyla oluşturulmuş bir fon vs. bulunmadığından mağdur olmaları kaçınılmazdır.
- 2) İzinsiz halka arzdan pay alan yatırımcıların, çoğu kez sadece bir makbuz verilmesi nedeniyle, ortak olduklarını belgeleyecekleri yasal bir belgeleri olmamaktadır. Bu nedenle ortaklık haklarını kullanmaları engellenmektedir.
- 3) İzinsiz halka arz yapan ortaklıkların çoğu kez ortak sayısını Kurulca halka arz olunmuş sayılma için gerekli olan sayının üzerine çıkarmamak amacıyla yeni ortakları pay defterine kaydetmedikleri ve mevcut ortakların özel kayıtlarında izledikleri görülmektedir. Bunun bir sonucu olarak herhangi bir uyuşmazlıkta ortak olunduğunun ispatında zorluklar yaşanmaktadır.
- 4) Diğer yandan Kurul düzenlemelerine tabi ortaklıkların belli oranda temettü dağıtımını zorunlu olmakla birlikte, yatırımcılara daha fazla temettü vereceklerini vaad ederek izinsiz şekilde pay satan ortaklıkları zorlayıcı bir hüküm

bulunmamaktadır. Bu nedenle yüksek orandaki kar vaadine inanarak pay alan yatırımcıların hiç kar alamadığı durumlar ortaya çıkmaktadır.

Şirketlerin paylarının Borsa pazarlarında işlem görmekten men edilmesi

İzinsiz halka arzların yanı sıra, Şirket yöneticileri ve ana ortaklarının mevzuatta öngörülen yükümlülükleri yerine getirmemeleri, yönetici ve ana ortakların mevzuata aykırı hareketleri nedeniyle şirketlerin¹³ devlet tarafından verilen üretim ve faaliyette bulunma imtiyazlarını kaybetmeleri sonucunda faaliyet konularının kalmaması vb. sebeplerle, şirketlerin paylarının Borsa pazarlarında işlem görmesi yasaklanmış ve pay senedi pazarlarından çıkarılması da Türkiye’de çok sayıda yatırımcının mağdur olmasına sebep olmuştur. Borsa pazarlarında işlem görmesi yasaklanan şirketlerin ortaklarının mağduriyetinin giderilmesi amacıyla Kurulumuzca herhangi bir düzenleme yapılmamış olduğundan ve ortakların yönetim kurulu üyeleri ve ana ortaklar aleyhine açtıkları sorumluluk davaları uzun yıllar boyunca sonuçlandırılmadığından çok sayıda yatırımcı mağdur olmuş ve bu mağduriyetleri giderilememiştir.

Sermaye piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerin TMSF’ye devredilmesi

4389 sayılı Bankalar Kanunu’nun 14 üncü maddesinde bankaların paylarının ve yönetiminin TMSF’ye aktırılması gerekli durumlar belirlenmiş olup, bu hüküm kapsamında çok sayıda bankanın¹⁴ yönetim ve denetimi TMSF’ye intikal ettirilmiştir. TMSF payları ve/veya yönetim ve denetimi kendisine intikal eden bankaların bir kısmının mali bünyelerini güçlendirilmiş, yeniden yapılandırılmış ve bir kısmını da üçüncü kişilere devretmiştir. Ayrıca, bu bankalarının bazılarının iflas süreci de başlatılmıştır. Bu bankaların ortakları tasfiye işlemleri sonucunda çoğu zaman bakiye kalmaması nedeniyle yatırım tutarlarını kaybetmiş ve banka paylarının başka bankalara devri sırasında ortaklık haklarının kanıtına ilişkin sorunlar yaşanmıştır. Bankaların TMSF’ye devredilmesine sebep olan faaliyetlerde bulunan yöneticiler hakkında açılan sorumluluk davalarının uzun yıllar sonuçlandırılmaması ve sermaye piyasası mevzuatında bu mağduriyetlerin giderilmesi için herhangi bir düzenleme bulunmaması sebebiyle sermaye piyasalarına olan güven azalmıştır.

III.3. Türkiye’de Yatırımcıların Tazmini ve Fair Fund Uygulaması Kapsamında Öneriler ile Ceza Uygulamalarına İlişkin Değerlendirme

Ülkemiz uygulamasında, YTM’nin tazmin kapsamının, yatırımcılara ait olan ve yatırım hizmeti ve faaliyeti veya yan hizmetler ile bağlantılı olarak yatırım kuruluşu tarafından yatırımcı adına saklanan veya yönetilen nakit ve sermaye piyasası araçlarına

¹³ Çukurova Elektrik A.Ş. ve Kepez Elektrik A.Ş. bu şirketlere örnek olarak verilebilecektir.

¹⁴ Etibank A.Ş. bu bankalara örnek olarak verilebilir. Banka’nın hakim ortağı Medya Holding A.Ş.’de TMSF’ye devredilmiştir. TMSF’ye devredilen şirketlerden diğer bazıları Medya Holding A.Ş., Sabah Pazarlama A.Ş., Sabah Yayıncılık A.Ş., EGS Grubu şirketleri ve İktisat Finansal Kiralama A.Ş.’dir.

ilişkin teslim yükümlülüklerinin yerine getirilmemesinden kaynaklanan talepler olarak belirlenmesi, yatırımcıların sermaye piyasalarında zarara uğradıkları ve mağdur oldukları düzenlemelere aykırı işlemlerin büyük bir kısmını tazmin kapsamının dışarısında bırakmaktadır.

“Özel Fon” da 18.12.1999 tarihinden önce yetki belgeleri iptal edilmiş ve Kurulumuzca hakkında iflas davası açılmış olan 16 aracı kurumdan alacaklı yatırımcılarının mağduriyetinin giderilmesi amacıyla münhasır olarak kurulmuş olup, tazminin kapsamı çok sınırlı tutulmuş ve belirli bir amaca özgülüştür.

SPKn.’nun 26 ncı maddesinin 4 üncü fıkrası uyarınca; Kurul, faaliyet konusu imtiyaz verilen bir işi görmek olup da bu imtiyazı kaldırılan veya 19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu uyarınca faaliyet izni kaldırılan veya temettü hariç ortaklık hakları ile yönetim ve denetimi TMSF’ye devredilen halka açık ortaklıkların pay sahiplerinin korunması amacıyla, imtiyazın geri alınmasına veya 5411 sayılı Kanunun ilgili hükümlerinin uygulanmasına neden oldukları tespit edilen hâkim ortak olan gerçek ve tüzel kişilere pay alım teklifi zorunluluğu getirebilir. Ancak, SPKn. 30.12.2012 tarihi itibarıyla yürürlüğe girmiş olup, bu madde kapsamında getirilebilecek pay alım teklifi zorunluluğu ancak SPKn.’nun yürürlüğe girmesi sonrasında gerçekleşen işlemler için mümkün olabilecek ve SPKn.’nun yürürlüğe girmesinden önceki mağduriyetlerin giderilmesine yardımcı olamayacaktır. Ayrıca, SPKn.’nun 26 ncı maddesi hükmü ile mağduriyeti giderilecek yatırımcı grubu sınırlı olarak belirlenmiştir.

SPKn.’nda belirtilen suçları işleyen kişi veya kurumlar hakkında Kurulumuzca Cumhuriyet başsavcılığına hapis ve adli para cezası talebi ile başvurulması sonucunda tahsil edilen adli para cezalarının Hazine’ye aktarılmasının, cezaların tahsil edilen tutarlarının, ilgili suçtan dolayı mağdur olan yatırımcıların tazmininde kullanılmasının önüne geçtiği görülmektedir. Adli para cezalarının, Kurul’un yetkisi ve takdirinde olmak üzere, yatırımcıların tazmini için oluşturulacak fonlara aktarılması, yatırımcıların tazmini için kullanılabilir fon miktarını arttıracak ve daha fazla sayıda yatırımcının daha yüksek tutarlarla tazmin edilmesi ise sermaye piyasalarına olan güveni arttıracaktır.

Ayrıca, SPKn.’nun 105’inci maddesinin 3’üncü fıkrası uyarınca tahsil edilen idari para cezalarının yüzde ellisinin genel bütçeye gelir kaydedilmesi, yüzde ellisinin ise gelir kaydedilmek üzere YTM’ye aktarılması öngörülmüştür. ABD’deki uygulama ile benzer şekilde idari para cezalarının tamamının, Kurul’un yetkisi ve takdirinde olmak üzere yatırımcıların tazmini için oluşturulacak fonlara eklenebilmesi, yatırımcıların tazmini amacının sağlanabilmesi için yararlı olacaktır. Bu şekilde, sermaye piyasası mevzuatını ihlal edilen kişiler hakkında uygulanan parasal cezalar, Hazine için gelir

unsuru olmak yerine yatırımcıların tazmininde kullanılarak sermaye piyasalarındaki güven ortamının sağlanmasında önemli bir rol oynayabilecektir.

Kurulun tedbir uygulamalarında sermaye piyasası mevzuatına aykırı hareketler sonucunda zarar görmüş yatırımcıların tazmini için,

1) ABD'deki menfaatin iadesi ödemeleri benzeri menfaat iadelerinin yapılması,

2) Haksız kazanç elde eden kişilerin bu haksız kazançlarını kendi menfaatleri için harcamalarının ve tüketmelerinin önüne geçebilmek, yatırımcıları mağdur oldukları tutar kadar tazmin edebilmek için haksız elde edilen kazançlar üzerinde ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz uygulanması öngörülmüştür.

Dolayısıyla, ülkemizdeki tedbir uygulamalarında yatırımcıların tazmin edilmesi ve gelecekteki yasa ihlallerinin önüne geçilmesi amaçlanmakla birlikte, sermaye piyasaları ile ilgili çok çeşitli yasa ihlalleri yapan ihlalciler hakkında verilen idari para cezalarının yarısının YTM'ye gelir kaydedilmesi, bir anlamda; nakit ve sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünü yerine getiremeyen yatırım kuruluşlarının bu fiilleri nedeniyle sebep oldukları zararların, çok farklı ihlaller yapan kişiler tarafından finanse edilmesine neden olmaktadır. Bu durum ayrıca, yaptığı yasa ihlali nedeniyle bir ihlalci hakkında verilen idari para cezasının, bu ihlalden zarar gören yatırımcının tazmini yerine, yatırım kuruluşlarının bu ihlalle ilgisi olmayan nakit ve sermaye piyasası aracı yükümlülüğünü yerine getirmemeleri nedeni ile mağdur olan yatırımcısının tazmininde kullanılmasına neden olduğu görülmektedir.

YTM'nin kuruluş amacının ve tazmin kapsamının ABD'deki SIPC ile benzer nitelikte olduğu görülmektedir. ABD'de aracı kurumlar ile broker-dealer'ların nakit ve sermaye piyasası araçlarını teslim yükümlülüklerini iflas veya başka bir sebeple yerine getirememeleri durumunda, yatırımcıların tazmini amacıyla SIPC adında bir şirket kurulmuştur ve mağduriyetler bu şirket aracılığı ile giderilmektedir. Ancak, ABD'de yatırımcı tazmini, aracı kuruluşlar ile broker-dealer'ların teslim yükümlülükleri ile sınırlandırılmamış, Sarbanes-Oxley Yasası'nın Fair Fund hükmü ile sermaye piyasası düzenlemelerine ilişkin her türlü aykırılıktan kaynaklanan zararların giderilmesi amacıyla SIPC'den ayrı ve bağımsız olarak "Yatırımcıları Tazmin Fonu"nun kurulması öngörülmüştür. Sarbanes-Oxley Yasası'nın Fair Fund hükmü, tazmin kapsamına girecek alacakların belirlenmesinde bir sınırlamaya gitmemiş, sermaye piyasası düzenlemelerine aykırı bütün fiiller nedeniyle maruz kalınan zararlar tazminin kapsamı içerisinde yer almıştır.

ABD'deki uygulamaya benzer olarak, YTM'nin yatırım kuruluşlarının nakit ve sermaye piyasası aracı yükümlülüğünü yerine getirmemeleri nedeniyle ortaya çıkan

zararların tazmini amacıyla faaliyet gösteren ayrı bir kuruluş olarak varlığını devam ettirmesi, ancak gelirleri içerisinde yatırım kuruluşlarına SPKn. 110'ncu maddesinin (a) bendi kapsamındaki işlemlerden dolayı verilen adli para cezaları ve SPKn.'nun 103'üncü maddesi kapsamındaki fiillere ilişkin olarak yatırım kuruluşları için kesilen cezalar dışında, başka piyasa katılımcıları hakkında SPKn.'nda sayılan suçlar ve idari para cezası gerektiren fiiller nedeniyle kesilen adli ve idari cezalarının yer almamasının uygun olacağı düşünülmektedir.

YTM'nin gelirlerinin üye yatırım kuruluşlarından elde edilen aidatlar, YTM'nin özel bankalardan mevzuat uyarınca elde edebileceği krediler, YTM'de oluşturulan fonun yatırım araçlarında değerlendirilmesi ile elde edilen gelirler, yatırım kuruluşları hakkında SPKn. 103 ve 110 uncu maddeleri kapsamında verilen idari ve adli para cezaları ile gerekli görülmesi halinde Kurulumuz tarafından verilebilecek borçlar ve geçici ödeneklerden oluşmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Bu şekilde bir uygulama ile yatırım kuruluşlarının nakit ve sermayeye piyasası aracı teslim yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi şeklindeki ihlaleci davranışlarının, yine yatırım kuruluşlarınca finanse edilmesi sağlanacak ve yatırım kuruluşlarının bu yükümlülüklerini yerine getirmemeleri nedeniyle sebep oldukları zararların, başka ihlalcilerin düzenlemelere aykırı fiilleri nedeniyle bu kişiler hakkında verilen idari para cezaları ve adli para cezaları ile finanse edilmesinin önüne geçilebilecek, ayrıca ihlallerden mağdur olan kişilerin bu ihlallerle ilgili olarak verilen idari ve adli para cezaları ile tazmin edilmesi sağlanacaktır.

Dolayısıyla, ABD'deki uygulama gibi yatırım kuruluşlarının nakit ve sermaye piyasası aracı yükümlülüğünü yerine getirmemeleri nedeniyle ortaya çıkan zararlar ile bunun dışında SPKn.'nda sayılan suçlar ve idari para cezası gerektiren fiiller nedeniyle oluşan zararların ayrıştırılması yoluyla ikili bir ayrıma gidilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Bir başka deyişle, yatırım kuruluşlarının nakit ve sermaye piyasası aracı yükümlülüğünü yerine getirmemeleri nedeniyle ortaya çıkan zararların YTM aracılığıyla tazmin edilmesinin, bunun dışındaki SPKn.'nda sayılan suçlar ve idari para cezası gerektiren fiiller nedeniyle oluşan zararların oluşturulan başka bir fon aracılığıyla tazmin edilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Yatırım kuruluşlarının nakit ve sermaye piyasası aracı yükümlülüğünü yerine getirmemeleri nedeniyle ortaya çıkan zararlar dışında, SPKn.'nda sayılan suçlar ve idari para cezası gerektiren fiiller nedeniyle zarar gören yatırımcıların tazmini amacıyla, YTM'den ayrı bir fonun oluşturulması uygun olacaktır. Bu şekilde yatırımcıların yatırımcı kuruluşlarının nakit ve sermaye piyasası aracı yükümlülüğünü yerine getirmemeleri nedeniyle ortaya çıkan zararlar dışında, SPKn.'nda sayılan suçlar ve idari

para cezası gerektiren fiiller nedeniyle uğradıkları zararın tazmini için oluşturulan fon aracılığı ile mağduriyetlerinin giderilmesi sağlanacaktır. Görüldüğü üzere, tazmin kapsamına giren mağduriyetler konusunda ABD’de olduğu gibi bir sınırlamaya gidilmemeli, yatırımcıların yatırımcı kuruluşlarının nakit ve sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünü yerine getirmemeleri nedeniyle ortaya çıkan zararlar dışında, SPKn.’nda belirtilen bütün suç unsuru olan ve idari para cezası gerektiren işlemlerden kaynaklanan zararlar, bu fondan karşılanmalıdır.

Kurulacak bu fonun gelirleri arasında, yatırım kuruluşları hakkında SPKn. 103 ve 110 uncu maddeleri kapsamında verilen idari ve adli para cezaları dışında, SPKn.’unda belirlenen idari para cezası gerektiren fiilleri yapanlar ile sermaye piyasası suçlarını işleyenler hakkında verilen kesilen idari ve adli para cezaları, düzenlemelere aykırı olarak yapılan işlemler sonucunda elde edilen kazançların iadesi, kazançların iadesi üzerinde zamanı ve oranı Kurulca belirlenecek şekilde uygulanacak faiz, fonun çeşitli yatırım araçlarında değerlendirilmesi sonucunda elde edilen gelirler, gerekli görülmesi halinde Kurul tarafından belirli bir tutara kadar verilecek borçlar ve geçici ödeneklerin bulunmasının, ayrıca bu fonun ilk oluşturulması sırasında İMKB ve Kurul’ca belirlenen tutarların bu fona aktarılmasının, böylelikle geçmiş dönemde oluşan mağduriyetlerin ve gelecekte oluşabilecek mağduriyetlerin giderilmesi için bir kaynak oluşturulmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

Söz konusu fonun Kurul’ca idare edilmesi ve yönetilmesi, oluşturulan fonların dağıtımlarına ilişkin planların, düzenleme ihlallerini inceleyen ilgili Kurul uzmanlarının oluşturduğu rapor vb. dokümanlar dikkate alınarak yürütülmesi uygun olacaktır. ABD’deki uygulama ile benzer şekilde, dağıtım planlarının oluşturulması Kurul’da çalışan ilgili personel aracılığıyla ya da Kurul dışından yetkili bir kişinin atanması suretiyle yapılabilir. Dağıtım planları oluşturulduktan sonra Kurul internet sitesi veya belirlenecek ayrı bir yerde ilan edilerek ilgililerin önerilerinin alınması suretiyle olası itirazların dağıtım planları kesinleşmeden dikkate alınacak ve gelecekteki itirazların önüne geçilecektir.

ABD’deki idari ve adli para cezalarının yatırımcıların tazmininde kullanılabilmesi için söz konusu ihlalle ilgili ihlalcı hakkında menfaat iadesi kararının verilmesinin gerekli olması şeklindeki uygulamaya aykırı olarak, Kurulca kesilen idari ve adli para cezalarının yatırımcıların tazmini için kullanılacak fonlara, Kurul’un yetkisi ve takdirinde olmak üzere, herhangi bir şart aranmaksızın aktarılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Böylelikle düzenleme ihlalinde bulunan ihlalcilerin herhangi bir kazanç elde etmediği ya da elde ettiği kazancın belirlenmediği durumlarda, bu kişiler

hakkında uygulanan idari ve adli para cezalarının, ihlalden zarar görmüş yatırımcıların tazmininde kullanılabilmesi mümkün olacaktır.

Bunların yanı sıra, YTM ve kurulacak diğer fonun gelirlerinin, zarar gören yatırımcı sayısının çok fazla olması ya da elde edilen gelirin çok az olması gibi sebeplerle yatırımcıların tazmininde kullanılması iktisadi olarak rasyonel olmayacaksa, Kurul'un takdirinde olmak üzere Hazine'ye aktarılabilmesi mümkün olmalıdır.

Yatırım kuruluşlarının nakit ve sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünü yerine getirmemeleri nedeniyle ortaya çıkan zararlar ile SPKn.'nda sayılan suçlar ve idari para cezası gerektiren fiiller nedeniyle oluşan zararlar arasında ikili bir ayrıma giderek düzenleme yapılması, yatırımcıların tazmini konusunda tazmin edilecek yatırımcıların belirlenmesi, kazanç iadesi için elde edilen kazanç tutarlarının belirlenebilmesi, ihlalin gerçekleştiğine ilişkin kanıtların bulunması gibi sorunları ortadan kaldırmamakla birlikte, yatırımcı tazminine ilişkin düzenlemelerin yatırım kuruluşlarının nakit ve sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünü yerine getirmemeleri nedeniyle ortaya çıkan zararlarla sınırlandırılmasını önleyecektir. Bundan sonraki süreçte SPKn.'nda belirtilen bütün suç ve idari para cezası gerektiren işlemlerden kaynaklanan zararların ortaya çıkması durumunda yatırımcılar tazmin edilebilecektir.

Söz konusu fonun ilk kurulması sırasında İMKB veya Kurul tarafından bu fona yapılacak para aktarımı ile uygulama öncesi süreçte sermaye piyasalarına olan güvenin sarsılmasına neden olan mağduriyetler ile gelecekteki muhtemel mağduriyetler için kaynak sağlanacaktır. Daha fazla yatırımcının daha yüksek tutarlarla tazmin edilmesi ile de sermaye piyasalarına olan güven ve sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcı sayısı arttırılacaktır.

Ceza Uygulamasına İlişkin Öneriler

Kurulumuzun ceza uygulamasında da ABD'de ceza uygulamalarına ilişkin yapılan eleştiriler dikkate alınarak bir takım önceliklerin belirlenmesi uygun olacaktır. Düzenlemelere aykırı hareketler ile idari para cezası gerektiren fiiller nedeniyle şirketlere ceza kesilmesi bu fiillerin ortaya çıkmasında hiçbir sorumluluğu bulunmayan yatırımcıların cezaların yüküne maruz kalmalarına neden olmakta ve varlık transferinin bir suçsuz yatırımcıdan, bu fiiller nedeniyle mağdur olmuş ve zarar görmüş bir diğer suçsuz yatırımcıya olması riskini içermektedir. Dolayısıyla mümkün olduğu ve tespit edilebildiği sürece, zararın oluşmasına sebep olan fiillerde sorumluluğu bulunan kişilerin cezalandırılması ve şirketlere ceza kesilmesi hususunda ihtiyatlı davranılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Cezaların kesileceği kaynağa ilişkin önerilerin yanı sıra, cezaların kesilip kesilmemesi hususunda da ABD'de belirlenen standartlar benzeri

standartların Kurulumuz uygulamasında da yer almasının uygun olacağı düşünülmektedir. Bu kapsamda, Kurulumuzca ceza kesilip kesilmemesinde ve ceza tutarlarının belirlenmesinde;

- 1) Düzenleme ihlali neticesinde şirkete doğrudan bir menfaat sağlanıp sağlanmadığı,
 - 2) Cezanın zarar uğramış pay sahiplerine ne ölçüde yarar sağlayacağı veya ne ölçüde zarar vereceği,
 - 3) Cezanın ilgili ihlalin bir daha olmaması için ne kadar caydırıcı olacağı,
 - 4) Mağdur olan yatırımcıların uğradığı zararın derecesi,
 - 5) Düzenleme ihlaline şirketten ne kadar çok kişinin dahil olduğu ve bu kişilerin şirketteki konumu,
 - 6) İlgili ihlalin tespitinin zorluk derecesi,
 - 7) Şirket tarafından zararın telafî edilmesine yönelik olarak önlem alınıp alınmaması,
 - 8) Kurulumuz ve ilgili diğer otoritelerle yapılan işbirliğinin derecesi,
 - 9) İhlalin niteliği,
 - 10) İlgili kurum, şirket veya kişinin daha önce benzeri bir ihlalden dolayı uyarılıp uyarılmadığı veya ceza alıp almadığı,
- hususlarının dikkate alınmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

SONUÇ

Fon fazlası olanlarla, fon ihtiyacı olanların bir araya geldiği ve doğrudan finansman sisteminin uygulandığı sermaye piyasaları, dünya ekonomisinde önemli bir rol oynamaktadır. Genel ekonomide yaşanan gelişmeler sermaye piyasalarını da etkilemekte, sermaye piyasalarında rol alan katılımcılar ve alım satımı yapılan sermaye piyasası araçları farklılaşmaktadır. Katılımcıların ve sermaye piyasası araçlarının farklılaşması ve karmaşıklaşması, sermaye piyasalarında bilginin önemini ortaya çıkarmaktadır. Sermaye piyasalarındaki bütün katılımcıların, kararlarını etkileyecek bilgiye ulaşmaları, kaynakların etkin bir şekilde dağılması ve etkin bir piyasanın varlığı için vazgeçilmez bir unsurdur. Bilgi asimetrisi ve bazı piyasa katılımcılarının hileli ve düzenlemelere aykırı davranışları vb. sebeplerle sermaye piyasalarında yatırımcılar mağdur olmakta, bu durum ise yatırımcıların korunması hususunu gündeme getirmektedir. Nitekim sermaye piyasalarındaki düzenleyici ve denetleyici otoritelerin birçoğu için yatırımcıların korunması öncelikli amaç olarak belirlenmiştir. Yatırımcıların sermaye piyasalarındaki bilgi asimetrisi ve düzenlemelere aykırı fiiller gibi mağduriyete yol açan işlemlere karşı korunması, yatırımcıların piyasalara olan güveninin artması açısından da kritik önem arz etmektedir. TSPAKB tarafından yapılan araştırma, Türkiye’de yatırımcıların, yatırım kararı almalarında göz önüne aldıkları en önemli unsurun yatırım yapılacak aracın güvenilir olması olduğunu göstermektedir.

Düzenleyici ve denetleyici otoriteler yatırımcıların korunması kapsamında kamunun tam, doğru ve zamanında aydınlatılması için gerekli düzenlemeleri yapmakta ve böylelikle bilgi asimetrisini önlemeye çalışmaktadır. Yatırımcıların korunmasını gerektiren bir diğer husus olan düzenlemelere aykırı hareketler konusunda ise tedbir ve ceza uygulamaları ön plana çıkmaktadır. Ancak tedbir ve ceza uygulamaları, düzenlemelere aykırı fiillerden zarar görmüş yatırımcıların bu fiillere maruz kalmadan önceki hallerine geri döndürülmeleri hususunu içermediği için yatırımcıların korunması ve sermaye piyasalarına olan güvenin artırılması hususunda yeterli olamamaktadır. Bu durum ise, zarar görmüş yatırımcıların tazminin, yatırımcı güvenin sağlanması açısından önemini ortaya koymaktadır.

ABD sermaye piyasalarının düzenleyici ve denetleyici otoritesi olan SEC de, yatırımcıların korunmasını amaçlarından birisi olarak belirlemiştir. Yatırımcıların korunması amacıyla, Kongre tarafından SEC’e çeşitli yaptırım uygulamaları yetkileri verilmiş olup, bunlar arasında; sermaye piyasası düzenlemelerini ihlal eden kişi ve kurumlara karşı idari para cezası uygulama, sermaye piyasası düzenlemelerini ihlal eden kişilerin halka açık şirketlerde yönetici olmalarını veya herhangi bir şekilde

çalışmalarını yasaklanma, durdurma, yasaklama ve dondurma kararı verme, haksız elde edilen menfaatin iadesini talep edebilme sayılabilecektir.

SEC'in yatırımcıların korunmasına ilişkin caydırıcı ve önleyici nitelikteki yaklaşımı, Sarbanes-Oxley Yasası'nın 308 (a) maddesi hükmünün SEC'e verdiği idari para cezalarını yatırımcıların tazmini için oluşturulacak fona ekleyebilme yetkisi ile yatırımcıların tazmini hususunu da içerecek şekilde değişmiştir. SEC'in yatırımcı tazminine ilişkin uygulamalarında; broker-dealer ve aracılardan iflas ya da benzeri bir sebeple nakit ve sermaye piyasası aracı yükümlülüğünü yerine getirmemeleri nedeniyle ortaya çıkan zararlar ile bunun dışında düzenlemelere aykırı fiiller nedeniyle oluşan zararlar şeklinde ikili bir ayrıma gidildiği görülmektedir. SIPA, broker-dealer ve aracılardan iflas ya da benzeri bir sebeple nakit ve sermaye piyasası aracı yükümlülüğünü yerine getirmemeleri nedeniyle ortaya çıkan zararların tazmin edilmesi amacıyla SIPC'in kurulmasını öngörmüş ve bu zararlar SIPC aracılığı ile tazmin edilegelmiştir. Düzenlemelere aykırı fiiller nedeniyle oluşan zararların tazmini hususunda ise menfaat iadeleri yoluyla elde edilen tutarlar ve Sarbanes-Oxley Yasası'nın 308 (a) maddesinin, SEC'e verdiği idari para cezalarının yatırımcıların tazmini için oluşturulacak fona ekleme yetkisi sayesinde, kesilen idari para cezaları etkili olmuştur. Komisyon'un takdirinde olmak üzere düzenlemelere aykırı fiiller nedeniyle mağdur olmuş yatırımcıların tazmini için menfaat iadeleri ve para cezalarından oluşan "Yatırımcıları Tazmin Fonu" oluşturulmakta ve yatırımcılar tazmin edilmektedir.

Ülkemizde de izinsiz olarak gerçekleştirilen halka arzlar, şirketlerin paylarının Borsa pazarlarında işlem görmekten men edilmeleri, sermaye piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerin TMSF'ye devredilmesi, manipülasyonlar ve aracı kurum iflasları gibi hususlar yatırımcı mağduriyetlerine sebep olmuştur. SPKn.'da Kurul'un düzenleme aykırılıklarına ilişkin yaptırım uygulamaları; tedbir kararları uygulanması, idari para cezası verilmesi ve hapis ile adli para cezası talebi ile düzenlemelere aykırı hareket edenler hakkında Cumhuriyet Başsavcılığı'na suç duyurusunda bulunulması şeklinde belirlenmiş, yatırımcıların tazmini açısından YTM oluşturulmuştur.

Kurul uygulamasında yatırımcılara ait olan ve yatırım hizmeti ve faaliyeti veya yan hizmetler ile bağlantılı olarak yatırım kuruluşları tarafından yatırımcı adına saklanan veya yönetilen nakit ve sermaye piyasası araçlarına ilişkin teslim yükümlülüklerinin yerine getirilmemesinden kaynaklanan taleplerin yerine getirilmesi amacıyla YTM kurulmuştur. Ayrıca, 18.12.1999 tarihinden önce yetki belgeleri iptal edilmiş ve Kurulumuzca hakkında iflas davası açılmış olan 16 aracı kurumdan alacaklı yatırımcılarının mağduriyetinin giderilmesi amacıyla münhasır olarak kurulmuş "Özel Fon" bulunmaktadır. Ancak, YTM'nin ve Özel Fon'un tazmin kapsamının sınırlı bir

şekilde belirlendiği ve yatırımcı mağduriyetine sebep olan bir çok unsuru içermediği görülmektedir.

Bu kapsamda, ABD'deki uygulamaya benzer olarak, ülkemizde de yatırım kuruluşlarının nakit ve sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüklerini yerine getirmemeleri nedeniyle ortaya çıkan zararlar ile SPKn.'nda sayılan suçlar ve idari para cezası gerektiren fiiller nedeniyle oluşan zararlar arasında ikili bir ayrıma gidilerek düzenleme yapılması faydalı olacaktır. YTM'nin yatırım kuruluşlarının nakit ve sermaye piyasası aracı yükümlülüğünü yerine getirmemeleri nedeniyle ortaya çıkan zararların tazmini amacıyla faaliyet gösteren ayrı bir kuruluş olarak varlığını devam ettirmesi, yatırım kuruluşlarının nakit ve sermaye piyasası aracı yükümlülüğünü yerine getirmemeleri nedeniyle ortaya çıkan zararlar dışında, SPKn.'nda sayılan suçlar ve idari para cezası gerektiren fiiller nedeniyle zarar gören yatırımcıların tazmini amacıyla, YTM'den ayrı bir fonun oluşturulmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Böylelikle, ülkemizde yatırımcıların tazminine özgülmiş iki ayrı fon sistemi olacaktır.

Bu yapılanmanın yanı sıra, idari para cezalarının yüzde ellisinin genel bütçeye gelir kaydedilmesi, yüzde ellisinin ise gelir kaydedilmek üzere YTM'ye aktarılması ve adli para cezalarının tamamının Hazine'ye aktarılması şeklindeki uygulamaya son verilmesi, idari ve adli para cezalarının tamamının yatırımcıların tazmininde kullanılacak fonlara aktarılabilmesini sağlayacak bir düzenlemenin yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Yatırım kuruluşları hakkında SPKn.'nun 103 ve 110 uncu maddeleri kapsamında verilen idari ve adli para cezalarının YTM'ye, bunların dışındaki SPKn.'nunda belirlenen idari para cezası gerektiren fiilleri yapanlar ile sermaye piyasası suçlarını işleyenler hakkında verilen idari ve adli para cezalarının, kurulacak fona gelir kaydedilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Kurul uygulamasında cezaların uygulanıp uygulanmaması hususunda ise belirli kriterlerin belirlenmesinin, mümkün olduğu ve tespit edilebildiği sürece, zararın oluşmasına sebep olan fiillerde sorumluluğu bulunan kişilerin cezalandırılması ve şirketlere ceza kesilmesi hususunda ihtiyatlı davranılmasının uygun olacağı sonucuna ulaşılmaktadır.

Yatırımcıların tazminine ilişkin önerilen bu ikili sistemle, yatırımcıların tazmini hususunun belirli konularla sınırlandırılmasının önüne geçilecek, sermaye piyasalarındaki olağan fiyat hareketleri veya makul sebeplerle açıklanabilecek hallerden oluşan zararlar dışında, yatırımcıların diğer piyasa katılımcılarının düzenlemelere aykırı bütün fiillerinden doğan zararlarının tazmin edilebilmesinin yolu açılacaktır. Ayrıca, oluşturulacak fona Kurul veya İMKB tarafından yapılacak ilk ödeneğin geçmişte mağdur olan yatırımcıların bu mağduriyetlerinin giderilmesinde katkı sağlayacağı

düşünülmektedir. Önerilen uygulamanın, Türkiye sermaye piyasalarına olan güveni arttıracığı, sermaye piyasalarında yatırım yapmaktan imtina eden potansiyel yatırımcıların yatırım yapmaları hususunda bir teşvik unsuru olacağı, ülkemiz sermaye piyasalarının en önemli sorunlarından birisi olan yatırımcı sayısı azlığına olumlu bir etkide ve böylelikle sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

AKERLOF, A.

1970, "The Market For "Lemons": Quality Uncertainty And The Market Mechanism", Quarterly Journal of Economics, Volume 84, Issue 3

ATKINS, Paul S. ve BONDI, Bradley J.

2008 "Evaluating the Mission: A Critical Review of the History and Evolution of the SEC Enforcement Program", Fordham Journal of Corporate&Financial Law

ARMOUR John, HANSMANN Henry ve başk.

2009 "Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement", Discussion Paper No: 644, Harvard Law School

BLACK, Barbara

2008 "Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?", University of Cincinnati College of Law Scholarship and Publications

BRITTON, Raymond L. ve BOHANNON, N. K.

2005 "Perp Walk or Cake Walk? A study of the SEC's Enforcement of the Securities Laws Through Agreed Settlements", Houston Business&Tax Law Journal

CARILLO, Don

2008 "Disgorgement Plans Under The Fair Funds Provision of the Sarbanes-Oxley Act of 2002: Are Creditors and Investors Truly Being Protected?", DePaul Business&Commercial Law Journal

COŞKUN, İnci Oya ve TEMİZEL, Fatih

2010 "Finansal Piyasalar ile Etkin Bir İletişim ve Geliştirilmiş Şeffaflık Aracı Olarak Yatırımcı İlişkileri", Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi

COŞKUN, Metin

2009 "Kamunun Aydınlatılması ve Sermaye Piyasaları Açısından Önemi", Anadolu Üniversitesi Yayınları

ÇETİN, Nusret

2011 “Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XV

DİNÇER, Oğuzhan ve USLANER, Eric

2007 “Trust and Growth”, KTHC – Knowledge, Technology, Human Capital

GAO,

2002 “SEC Enforcement: More Actions Needed to Improve Oversight of Disgorgement Collections”, GAO-02-771

2003 “SEC and CFTC Fines Follow-Up: Collection Programs Are Improving, But Further Steps Are Warrented”, GAO-03-795, A report to House Ranking Minority Members of Congressional Committees

2005 “SEC and CTFC Penalties: Continued Progress Made in Collection Efforts, but Greater SEC Management Attention Is Needed”, GAO-05-670, A Report to Congressional Requesters

2007 “SEC: Additional Actions Needed to Ensure Planned Improvements Address Limitations in Enforcement Division Operations”, GAO-07-830, A Report to the Ranking Member, Committee on Finance, U.S. Senate

GÖKALP, Nuri

2003 “Ekonomide Güven Faktörü”, Celal Bayar Üniversitesi Cilt: 10 Sayı: 2

GREER, George E.

2011 “SEC Investigations and Enforcement Actions; A Practical Handbook for Municipal Securities Issuers”, Orrick, Herrington&Sutchcliffe LLP

HEALY, M. Paul ve PALEPU, G. Krishna

2001 “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and The Capital Markets: A Review of The Emprical Disclosure Literature”, Journal of Accounting and Economics 31

KILIÇ, S.

1997 “Sermaye Piyasasında Yatırımcıların Korunması: Güvence Fonları”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara

MELODY, H. William

2006 “Liberalising Telecommunication Markets; A framework for Assesment”

MISHKIN, Frederic S.

1998 “The Economics of Money, Banking, and Financial Markets”

NORTH, Douglass C.

2004 “The New Institutional Economics and Development”

ÖKTE, Kutluğhan Savaş

2010 “Finansal Piyasalarda Asimetrik Enformasyon Problemi: Temel Kavramlar, Literatür ve Çözüm Önerileri”

PORTA, Rafael La; SILANES, Florencio Lopez-de ve başk.

2002 “Investor Protection and Corporate Valuation”, The Journal of Finance, Vol. 57, No: 3

SEC,

2002 “Report Pursuant to Section 308 (c) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002”

2012 “Enforcement Manual”, Division of Enforcement

2012 “Fiscal Year 2012, Agency Financial Report”

2012 “Rules of Practice”

SEITZINGER, Michael V.

2002 “Federal Securities Law: Insider Trading”, CRS Report for Congress

SHLEIFER, Andrei ve WOLFENZON, Daniel

2002 “Investor Protection and Equity Markets”, Journal of Financial Economics 66

SIPC,

2011 “Annual Report 2011”

SMITH, C. ve WARNER, J.

1979 “On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants”, Journal of Financial Economics 7

SPHER, Richard A. ve ANNUNZIATA, M.J.

2005 “Practitioner Note: The Remedies Act Turns Fifteen: What Is Its Relevance Today?”, New York University Journal of Law&Business

TEZCANLI VARIŞ, Meral

1996 “İçeriden Öğrenenlerin Ticaret ve Manipülasyonlar” İstanbul, Ufuk Reklamcılık ve Matbaacılık Ltd. Şti.

TSPAKB,

2011 “Sermaye Piyasaları Algı ve Yatırım Potansiyeli Belirlenmesi Araştırması”

USUL, Hayrettin ve BEKÇİ, İsmail

2001 “Bireysel Yatırımcılar Açısından Finansal Bilgi Sisteminin Sermaye Piyasasında Etkinliğinin Analizi”, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 2, Sayı: 1

WINSHIP, Verity

2008 “Fair Funds and the Compensation Conundrum”, Fordham University School of Law

Yararlanılan İnternet Siteleri

<http://www.gao.gov/>

<http://www.mkk.com.tr/wps/portal/MKK>

<http://www.sec.gov/>

<http://www.sipc.org/>

<http://www.spk.gov.tr/>

<http://www.tspakb.org.tr/tr/>

<http://www.dunya.com/halka-arz-seferberligi-ve-sermaye-piyasasinda-guven-eksikligi-88185h.htm>