

2008 Finansal Krizi Sonrasında AB ve ABD’de Önemli Düzenlemeler ve Yeni Türk Sermaye Piyasası Kanunu’na Etkileri

Yakup ERGİNCAN*
Ümit YAYLA**

ÖZET

2008 ekonomik krizi sonrasında özellikle Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa Birliği’nde ekonomik yönden büyük kayıplar yaşanmış olup, bu tür kayıpların bir daha yaşanmaması için tüm finansal sistemi yeniden kurgulamak amacıyla çalışmalara başlanmıştır. Söz konusu yeniden yapılanma çerçevesinde gerek ABD gerek AB’de hukuk alanında önemli gelişmeler yaşanmış ve birbiri ardına yeni düzenlemeler kabul edilmiştir.

Bu çalışmada krizin ortaya çıkış nedenleri üzerinde durularak, kriz sonrası yapılan önemli düzenlemeler ve bu düzenlemelerin 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu’na etkilerine değinilmektedir.

Anahtar Kelimeler: 2008 ekonomik krizi, Dodd Frank Kanunu, Pittsburgh Zirvesi, Basel III, MiFID II, Sermaye Piyasası Kanunu.

JEL Sınıflandırması: G01, K22, K29.

Significant Regulations In The USA And EU Following 2008 Financial Crisis And Its Effects On The New Turkish Capital Markets Law

ABSTRACT

Huge financial losses have been occurred especially at United States and European Union afterwards the 2008 financial crisis and working for building a brand new financial system has been started in order not to live such a loss again. Significant developments have been occurred and new regulations have been adopted within the scope of such new settlement.

In this article, the reasons of the crisis would be emphasised, and then, significant regulations that have adopted after the crisis and their impact to our new Capital Markets Law numbered 6362 is explained.

Keywords: 2008 financial crisis, Dodd Frank Act, Pittsburgh Summit, Basel III, MiFID II, Capital Markets Law.

Jel Classification: G01, K22, K29.

* Doç. Dr. Yakup Engincan, Merkezi Kayıt Kuruluşu Genel Müdürü ve Yönetim Kurulu Üyesi, yakup.ergincan@mkk.com.tr

** Avukat Ümit Yayla, uyayla@gmail.com

1. GİRİŞ

2008 yılında tüm dünyayı etkisi altına alan finansal ekonomik kriz sonucunda Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve Avrupa Birliği (AB) ekonomik yönden büyük kayıplara uğramıştır. Böyle bir kaybın bir daha yaşanmaması için tüm finansal sistemi yeniden kurgulamak amacıyla çalışmalara başlanmıştır. Finansal sistem yeniden kurgulanırken hem sistemik riskin gerçekleşmesini önlemek hem de piyasayı daha iyi gözlemleyerek riski önceden hesaplayabilmek kaygısıyla hareket edilmiştir. Söz konusu yeniden yapılanma çerçevesinde gerek ABD gerek AB’de hukuk alanında önemli gelişmeler yaşanmış ve birbiri ardına yeni düzenlemeler kabul edilmiştir. ABD ve AB arasında koordineli olarak yürütülen ve birbiriyle büyük ölçüde paralellik taşıyan bu düzenlemelerin kapsamı dünyanın önde gelen ekonomilerinin liderlerinin katılımıyla toplanan G20 zirvelerinde belirlenmektedir. Yine G20 kapsamında kurulmuş olan Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board - FSB), söz konusu zirvelerde alınan kararların uygulanmasını izlemekte ve denetlemektedir.

Çalışmamızın ana konusunu 2008 krizinden sonra AB ve ABD’de yapılan yeni düzenlemeler oluşturmaktadır. Ancak söz konusu düzenlemelerin anlaşılabilmesi açısından 2008 krizinin ortaya çıkış nedenlerinin de üzerinde durulması gerektiği kanaatindeyiz. Nitekim 2008 krizine yol açan nedenler anlaşılmaksızın bu krize tepki niteliğinde gelişen finansal ve hukuki gelişmeler de anlaşılacaktır.

2. KRİZİN ORTAYA ÇIKIŞI

Ekonomik krizin patlak vermesinde ABD’deki kredi kuruluşlarının verdikleri konut kredileri önemli rol oynamıştır. Kriz öncesi dönemde söz konusu krediler kredi kuruluşlarının bilançosunda alacak hanesinde beklemekte ve risk oluşturmakta, üstelik kredi kuruluşlarının verdikleri kredinin geri dönüşleri en az on yıldan oluşan son derece uzun bir zaman dilimine yayılmaktaydı. Buna karşılık kredi kuruluşlarının portföylerindeki konut kredilerinden kaynaklanan alacaklarını ipotek finansman kuruluşlarına satarak çok daha hızlı şekilde likiditeye kavuşmaya başladılar. Alacakları satın alan ipotek finansman kuruluşları ise ipoteklere dayalı menkul kıymet ihraç ederek ve bunları tüm dünya piyasalarında yatırımcılara satarak gelir elde etme yoluna gittiler¹. Elde ettikleri bu gelirle kredi kuruluşlarından daha çok kredi alacağı satın aldılar. Kredi kuruluşları ise ipotek finansman kuruluşlarına daha çok satış yapabilmek için müşterilerinin gelir durumlarını incelemeksizin konut kredisi vermeye ve yüksek miktarda risk almaya başladılar.

Bu noktada 2004 yılında Amerikan Merkez Bankasının faiz oranlarını arttırmasıyla birlikte konut talebi de azalmaya başladı. Bu durum konut fiyatlarında düşmeye yol açtı. Bu düşme sonucunda kredi borçluları sahip oldukları konutları satarak kredilerini kapatmakta

¹ Bu şekilde ihraç edilen menkul kıymetler Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (*Mortgage Backed Securities*) veya Varlık Teminatlı Menkul Kıymet (*Covered Bonds*) olarak adlandırılmaktadırlar.

sıkıntılar yaşadılar ve 2006 yılı itibariyle konut kredilerinin geri ödemelerinde aksaklıklar ortaya çıkmaya başladı (Yılmaz, 2008: 2). İşte bu konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesiyle oluşturulmuş finansal araçlar başta Lehman Brothers Holdings Inc. (Lehman) olmak üzere birçok yatırım şirketinin portföyünü oluşturmaktaydı. Bu gelişmeler sonucunda konut kredilerine dayalı veya söz konusu konut kredilerinin teminatını oluşturduğu menkul kıymetlere yatırımcıların duyduğu güven azaldı ve menkul kıymetlerin değeri hızla azalmaya başladı. Daha önce aldıkları krediler karşılığında bu kıymetleri teminat olarak göstermiş olan yatırım kuruluşlarının alacaklıları, ek teminat gösterilmesini istemeye başladığında ise başta Lehman olmak üzere yatırım kuruluşları bu talepleri karşılayamadılar ve iflaslarını ilan etmek zorunda kaldılar.

Lehman'ın 2008 yılında iflasını açıklaması tüm dünya finans piyasasının derinden sarsılmasına yol açmış; bu iflasın ardından Lehman'ın küresel piyasalarda karşı tarafı olduğu çok sayıda sözleşme ortaya çıkmıştır. Nitekim Lehman'ın iflası ile ortaya çıkan zararlar domino etkisiyle tüm finans piyasasına sirayet etmiştir (Moller, 2011: 1).

Lehman'ın, iflas ettiği tarihte Goldman Sachs, Morgan Stanley ve Merrill Lynch'ten sonra ABD'nin dördüncü büyük yatırım bankası olması (Moller, 2011: 1) piyasada egemen olan “batmayacak kadar büyük” (too big to fail) inancına olan güveninin yıkılmasını sağlamıştır (Lastra, 2011: 308). İlgili finans kuruluşunun büyüklüğü ve piyasa içerisinde bağlantılarının fazla olması nedeniyle iflas etmesi halinde ekonominin büyük bir tehlike ile karşılaşacak olması, birçok kuruluşa karşı bu inancın yerleşmesine yol açmıştır. Nitekim devletin böyle bir riski göze almayacağı, bu kuruluşları desteklemekle yükümlü olduğu ve batmalarının devlet tarafından engelleneceği düşünülmektedir. Böylece finans kuruluşları mali durumları kötüye doğru gitse bile “batmayacak kadar büyük” inancı sayesinde ve hatta bu inancı suiistimal ederek kolayca kredi bulabilmiştir. Lehman'ın iflasından sonra Goldman Sachs ve Morgan Stanley de ABD Merkez Bankası tarafından desteklenmiş ve hazine yardımı almışlardır (Davies, 2011: 85).

3. KRİZE İLK TEPKİLER

3.1. Avrupa Finansal Denetim Sistemi'nin Oluşumu

2008 ekonomik krizi sürecinde AB'nin düzenleyici ve denetleyici mekanizmalarındaki eksiklik ve boşluklar yoğun şekilde ortaya çıkmıştır. Bu kapsamda düzenleme ve denetleme alanlarında yapılacak çalışmaların AB'nin gelecekteki olası krizler karşısında duruşunu sağlamlaştıracağı ve birliğin bunlardan en az seviyede etkilenmesini sağlayacağı düşünülmektedir (Wouters ve Kerhoven, 2011: 23). Bu doğrultuda finansal denetimi kurumsal bir yapıyla teşkilatlandırmak üzere 2010 yılında Avrupa Parlamentosu tarafından Avrupa Finansal Denetim Sistemi (European System of Financial Supervisors - ESFS) kurulmuştur. ESFS, Avrupa Sistemik Risk Kurulu (European Systemic Risk Board - ESRB) ve Avrupa Denetim Merciiilerinden (European Supervisory Authorities - ESAs) oluşan bir

yapıdır. Avrupa Denetim Mercileri üç tane olup Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Kurulu (European Securities and Markets Authority - ESMA), Avrupa Bankacılık Kurulu (European Banking Authority - EBA) ve Avrupa Sigorta ve Emeklilik Kurulundan (European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA) ibarettir.

AB'nin kriz yönetimi konusundaki çalışmalarının diğer ekonomilerle koordineli şekilde yürütülmesinde de fayda görülmüştür. Bu konuda destek G20'den gelmiştir. Benzer reformların dünya çapında önemli ekonomiler tarafından da benimsenebilmesi için G20 bir buluşma noktası olarak düşünülmüştür. Nitekim bölgesel bir aktör olarak AB'nin yanı sıra AB üye ülkelerinden Fransa, Almanya, İngiltere ve İtalya'nın da ülke olarak G20'ye dahil olmaları, yürütülen çalışmaların etkinliğini artırmıştır (Wouters ve Kerckhoven, 2011: 10).

3.2. Pittsburgh Zirvesi

2008 yılında Washington D.C.'de gerçekleştirilen ilk G20 zirvesinde devlet liderleri şeffaflığı arttırmak, düzenlemeleri arttırmak, finansal entegrasyonu teşvik etmek ve uluslararası işbirliğini güçlendirmek amacıyla bir hareket planı üzerinde anlaşmışlardır. 2009 yılında G20 üyesi ülkelerin liderleri bir kere daha toplanmış ve Pittsburgh zirvesini gerçekleştirmişlerdir. Bu zirvenin toplanmasındaki amaç gelecekte yaşanabilecek finansal krizlerin çapını ve etkisini azaltmak için gerçekleştirilecek reformların çerçevesini çizmek olarak belirlenmiştir (Chicago Fed Letter, 2012: 1). Bu zirvede alınan kararlar uyarınca bankaların sermaye yeterliliklerinin gözden geçirilerek daha çok ve kaliteli sermaye tutulmasına yönelik düzenlemeler yapılması; tezgah üstü piyasalara şeffaflık kazandırılması için yeni kanun çalışmaları yapılması ve büyük küresel firmaların ekonomik sıkıntıya düşmeleri halinde bu süreci sistemik riski en aza indirecek şekilde yönetmeye izin verecek düzenlemelerin hayata geçirilmesi gerekmektedir. Bu şekilde inşa edilecek yeni finansal sistemin, sistemik riskin gerçekleşmesi halinde yaşanabilecek kayıpları kaldıracak esneklik ve güçte olacağı düşünülmektedir. Ayrıca 2008 krizine yol açmış olan pervasız ve sorumsuz tutuma geri dönülmesine izin verilmeyeceği de açık bir dille belirtilmektedir (The Pittsburgh Summit: Key Accomplishments, 2012: 2)

3.3. Basel III

Basel III, 2007 yılı sonu 2008 başı itibariyle tüm dünyada etkisini göstermiş ve halen bazı ülke ve sektörlerde göstermekte olan global finans krizinin sebepleri olarak kabul edilen eksik veya yetersiz düzenlemeler, likidite yönetimi, operasyonel risklerin ölçülmesi ve olumsuz etkilerinin azaltılması maksadı ile 12 Eylül 2010 tarihinde Merkez Bankası Başkanları ve Denetim Otoritesi Başkanları toplantısında kabul edilerek uygulama kararları şeklinde kamuoyuna sunulmuştur. Basel Bankacılık Komitesi, sermaye ve likiditeye ilişkin yeni kuralların uygulanması amacıyla bir uyum takvimi açıklamıştır. Bu takvime göre 2013-2019 yılları arasında bankaların aşamalı olarak uyum göstermesi gereken Basel III kriterleri, global krizin sebeplerine ve etkilerine yönelik olmakla birlikte aynı zamanda Basel II

kurallarını da geliştirici ve tamamlayıcı nitelik taşımaktadır. Basel III'ün sermaye yeterliliği kurallarının [Sermaye Yükümlülükleri Direktifi IV (Capital Requirements Directive IV)] aşamalı uyum sürecine geçilmesi amacıyla AB ve ABD tarafından onaylanıp kanunlaşması iki taraftan yapılan ertelemelerle uzamıştır. AB tarafından kanunun Ocak 2014'te yürürlüğe sokulması planlanırken ABD tarafı henüz bir tarih açıklamamıştır.

Basel III en temel kapsamı ile bankaların riskli aktifleri için ayırmaları gereken sermaye yeterliliği seviyelerinde önemli ölçüde artırım yapılmasını şart koşmakta; kriz ortamlarında bankaların finansal kayıplarını karşılayabilmek için ayırdıkları sermaye miktarlarını artırmalarını zorunlu tutmaktadır. Ayrıca bankaların katı likidite oranlarına uygunluk göstermeleri ile yüksek likiditeye sahip aktifleri bünyelerinde tutmalarına ilişkin şartları da göze çarpan diğer ayrıntılarıdır.

Finansal yapının güçlendirilmesi, bankaların aşırı risk almaları ve yüksek kaldıraç oranlarının engellenmesi gibi amaçları taşıyan Basel III, küresel finans krizinin sebeplerine yönelik oluşturulmuş yeni bir kurallar bütünü olmayıp, Basel II kurallarına ek ve tamamlayıcı nitelik taşımaktadır.

Ayrıca likidite yönetimi ve bankaların özvarlıklarında bulunan nakit varlık miktarını vurgulayan kararları ile Basel III global finans krizinin oluşmasına neden olan etkenlerin ileriki dönemler için finansal piyasaları ve özellikle bankaları hazırlıklı tutma çabasını içermektedir.

Basel III kurallarında yer alan likidite ve özvarlık oranları, Türk bankalarında da çok yakından takip edilmekte ve denetlenmektedir. Bu oranlar Türkiye'de muadilleri olan yabancı bankalara nazaran daha yüksek oranlarda tutulmakta olduğundan Basel III ile gelen değişkenlerin Türk Bankacılık sektörüne etkisinin görece olarak kısıtlı olacağı düşüncesi hakimdir (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, 2010: 11; Delikanlı, 2011: 2).

4. KRİZ SONRASINDA ABD'DE YAPILAN DÜZENLEMELER

G20 kararları çerçevesinde hem AB hem de ABD'de yoğun şekilde kanun yapma çalışmaları yapılmış ve düzenlemeler yavaş yavaş yürürlüğe girmeye başlamıştır. ABD'de yürürlüğe giren Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Kanunu) gerekli olduğu düşünülen düzenlemeleri sağlarken AB zamanlama olarak ABD'nin gerisinde kalmıştır. Tabii bunda AB'nin bir çok ülkeden oluşan bir yapı olmasının ve tek bir kanun çıkarmak yerine konuyu farklı direktif ve düzenlemelerle AB çapında yeknesaklık teşkil edecek şekilde düzenlemeye çalışmasının da etkisinin olduğu muhakkaktır. Bu kapsamda çalışmamızda ABD'de yürürlüğe giren Dodd-Frank Kanunu kapsamında getirilen yeniliklere değinildikten sonra AB'de yürürlüğe girmiş ve girecek olan düzenlemelere ilişkin açıklamalara yer verilmektedir.

4.1. Dodd-Frank Kanunu

Dodd-Frank Kanunu, ABD’de 21 Temmuz 2010 tarihinde yürürlüğe girmiştir. G20 çerçevesinde sistemik riskin yönetimine ilişkin olarak yapılmasına karar verilen düzenlemeler bu kanunda yer bulmuştur². Söz konusu düzenlemeler, ABD’de finansal denetim sistemine ilişkin olarak 1930 yılından beri yapılan en kapsamlı değişiklik olarak değerlendirilmektedir (Davis Polk, 2012: i). Giriş kısmında kanunun çıkarılış amacı; finansal sistemde hesap verilebilirlik ve şeffaflığın geliştirilerek ABD’nin finansal sağlamlığının artırılması, “batmayacak kadar büyük” inancına son verilmesi, ekonomik durumu kötüye giden finansal şirketlerin kurtarılmasına son verilerek vergi ödeyen vatandaşların korunması ve tüketicilerin kötüye kullanılan finansal hizmetlerden korunması şeklinde sayılmaktadır³. Bu sayılan prensipler, yukarıda açıklandığı üzere G20 kararlarıyla da örtüşmektedir. Aşağıda Dodd-Frank Kanunu kapsamında getirilen yeni düzenlemelerin ayrıntıları açıklanmaktadır:

4.2. Ekonomik Sıkıntıya Düşen Şirketlerin Devlet Tarafından Kurtarılmasına Son Verilmesi

Dodd-Frank Kanunu’nun önemli bir bölümünde ekonomik durumu kötüye giden şirketlerin devlet tarafından kurtarılması uygulamasına son verilmesi amacıyla hükümler getirilmektedir. Bu amaçla ilk olarak şirketlerin devlet tarafından kurtarılması yerine ekonomik açıdan sıkıntıya düşen şirketlerin tasfiyesinin piyasayı sarsmayacak şekilde yapılacağı bir sistem tasarlanmıştır. Tasfiyeler Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC) tarafından yürütülecek, meydana gelen kayıptan şirket hissedarları ve güvencesi olmayan alacaklılar sorumlu olacaktır. Bu süreçte yönetim ve kusurlu müdürler görevden alınacaktır. Tasfiye, yargının yapacağı bir ön inceleme sonrasında Hazine, FDIC ve ABD Merkez Bankası’nın ortaklaşa vereceği bir kararla başlayacaktır.

İkinci olarak aşırı büyümenin önüne geçilmesi amacıyla mevcut duruma göre daha ağır sermaye yükümlülükleri getirilmektedir. Şirketlerden kaynaklanan sistemik riskin devamlı olarak takip edilmesi öngörülmüş, büyümeyle orantılı şekilde şirketin sermaye, risk yönetimi ve benzer yükümlülükleri ağırlaştırılmıştır. Aşırı şekilde büyüme gösteren karmaşık yapıdaki şirketlerin ABD’nin finansal sağlamlığına tehdit oluşturdukları takdirde ABD Merkez Bankası’nın kararı ile mevcutlarını elden çıkarması düzenlenmektedir. Büyük ve karmaşık yapıdaki şirketlerin tasfiye planları hazırlamaları ve bunları periyodik olarak yenileyerek yetkili mercilere sunmaları gerekmektedir. Bu gerekliliği yerine getirmeyen şirketler için sermaye yükümlülüklerinde artış, büyümelerinde ve faaliyetlerinde kısıtlama ve hatta mevcutların elden çıkarılması gibi yaptırımlar öngörülmektedir. Bu şekilde şirketlerin sunacakları tasfiye planlarının, piyasa düzenleyicilerinin şirket yapılarını daha iyi anlamalarına yardım edeceği ve gerektiği takdirde tasfiye için yol gösterici olacağı

³ ABD Başkanı Barack Obama, 21 Ocak 2010 tarihinde, sonradan Dodd-Frank Act olarak anılacak mali reform çalışmasının amaçları arasında *too big to fail* inancına son verilmesinin olduğunu açıklamıştır (The White House Statements, 2010).

düşünülmektedir (United States Senate Committee on Banking, Housing & Urban Affairs , 2012: 5).

Dodd-Frank Kanunu ile ABD Merkez Bankası'nın yetkileri tekrar düzenlenmiş ve bankanın finansal sistemi bir bütün olarak desteklemeye devam etmesi ancak tek tek kuruluşları desteklemeye son vermesi sağlanmıştır (United States Senate Committee on Banking, Housing & Urban Affairs, 2012: 1). Bunun için örneğin bankanın acil durum destek kredisi adı altında sağladığı kredilere ilişkin olarak Hazine Bakanlığı tarafından onay zorunluluğu getirilmiştir. Bu krediler tek bir şirketi kurtarmaya yönelik olarak kullanılamamaktadır. Vergi mükelleflerine yük olunmaması için yeterli teminatın alınmış olması gerekmektedir.

4.3. Türev Araçlara İlişkin Düzenlemeler

Yukarıda değinildiği üzere tezgah üstü piyasalara şeffaflık kazandırılması, G20 Pittsburgh zirvesinde alınan kararlar arasındadır. Bu şekilde tezgah üstü piyasalarda mevcut riskin düzenleyici otoriteler tarafından algılanabilmesi ve bu finansal sağlamlığı tehdit edecek boyutlara ulaşmamasını teminen bu riskin yönetilebilmesi amaçlanmaktadır.

Dodd-Frank Kanunu kapsamında öncelikle Menkul Kıymetler Piyasası Komisyonu (Securities Exchange Commission: SEC) ve Vadeli Emtia İşlemleri Ticaret Komisyonu'nun (Commodity Futures Trading Commission: CFTC) tezgah üstü piyasaları düzenlemesine karar verilmiştir. Böylece aşırı risk alınması ve sorumsuz ticari davranışların söz konusu otoritelerin denetiminden kaçması önlenmiş olacaktır. Yine türev piyasalarına ilişkin verilerin toplanması ve yayınlanmasına ilişkin düzenlemeler de piyasa şeffaflığının sağlanmasına yöneliktir.

Türev araç piyasalarına ilişkin bir diğer düzenleme, aracı ve swap taraflarının yükümlülüklerini karşılayacak miktarda kaynak bulundurma yükümlülüğüdür. Ayrıca piyasa düzenleyicilerine verilen yetkiyle araçlar ve swap taraflarına sermaye yükümlülüğü getirilebilecektir. Bunun yanı sıra, AB'deki detaylı düzenlemelere karşılık Dodd-Frank Kanununda, Merkezi Karşı Taraf kuruluşlarının yapılanmalarının ne şekilde olacağı ve bu kuruluşların işleyiş esaslarının piyasa düzenleyicileri tarafından belirleneceği düzenlenmektedir (Bryceson, 2012).

4.3.1. Menkul Kıymetleştirme

ABD'de verilen konut kredilerine dayalı olarak çıkarılan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin, dayanak konut kredilerinin taşıdığı yüksek derecedeki riskin gerçekleşmesi sonucu değer kaybetmesi, krize yol açan önemli etkenlerden olmuştur⁴. Bu şekilde ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin olarak aynı sıkıntının yaşanmaması için ipoteğe dayalı menkul kıymet gibi ürünleri ihraç eden şirketlere ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Menkul kıymetin dayandığı kredi ilişkisi, kredi riskini azaltan standartlarda

⁴ Bkz. §1. Krizin ortaya çıkışı

olmadığı takdirde ihraççı şirketin kredi riskinin en az %5'ini kendisinde tutması gerekmektedir. Bu sayede eğer yatırım başarısızlığa uğrarsa yatırımcılarla beraber ihraççı da para kaybetmiş olacaktır. Bu tutum ihraççıları daha dikkatli davranmaya yöneltecek ve riskli ürünleri pazarlarken daha sorumlu davranmalarını sağlayacaktır. Nitekim 2008 krizine yol açan en büyük etkenlerden birisi piyasa aktörlerinin kendi paralarını kullanırken almayacakları derecede yüksek riskleri, başkalarının paraları ile yatırım yaparken almaları olmuştur (Moller, 2011: 4).

Ayrıca Dodd-Frank Kanunu kapsamında varlığa dayalı menkul kıymet ihraç eden şirketlerin dayanak varlıklara ilişkin olarak daha çok veri açıklamaları ve bu varlıkların kalitesini daha iyi analiz etmelerini zorunlu kılan düzenlemeler de bulunmaktadır.

4.3.2. Volcker Kuralı

Volcker kuralı, Dodd-Frank Kanunu'nun 619. maddesinde yer almakta olup ABD Merkez Bankası eski başkanı Paul Volcker tarafından hazırlandığı için bu ismi almıştır. Kural esas olarak, bankaların ve diğer sistemik açıdan önemli finansal kuruluşların kendi adlarına gerçekleştirdikleri işlemlere ciddi sınırlamalar getirmektedir. Buna göre bankaların, kısa dönemde kar elde etmek amacıyla menkul kıymet veya diğer finansal araçlarda pozisyon almaları yasaklanmaktadır. Bu şekilde banka kaynaklarının spekülasyon amaçlı al-sat işlemlerinden çekilerek yatırım amaçlı işlemler ve kredilere yönlendirilmesi istenmektedir (Cangürel, 2012). Söz konusu düzenleme ABD'de faaliyet gösteren büyük bankalar tarafından olduğu kadar AB, Kanada, İngiltere ve Japonya'da piyasa aktörleri tarafından da yoğun eleştirilere maruz kalmıştır. ABD dışında yapılan eleştirilerde devlet tahvillerinin ABD pazarında satılmayacağı endişesi dile getirilmektedir (Orol, 2012). ABD kaynaklı eleştirilerde ise düzenleme kapsamına giren kuruluşların piyasa yapıcılık faaliyetlerinden yoksun kalacakları iddia edilmektedir. Burada bahsedilen faaliyet, bankaların müşteri taleplerini karşılamak amacıyla yürüttükleri piyasa yapıcılık faaliyetidir (Eavis, 2012). Her ne kadar bankaların piyasa oluşturmak amacıyla alım-satım faaliyetinde bulunması Volcker kuralı kapsamında değilse de bu faaliyetlerinin, otoriteler tarafından Volcker kuralı kapsamında yasak faaliyet kapsamında değerlendirilebileceği ifade edilmektedir (Cangürel, 2012, s.2).

5. KRİZ SONRASINDA AB'DE YAPILAN DÜZENLEMELER

5.1. Avrupa Piyasa Altyapılarına İlişkin Tüzük: EMIR

2008 krizin yaşanmasıyla birlikte tezgah üstü piyasalarda işlem gören türev araçlara ilişkin bazı düzenlemeler yapılması gereği ABD'de olduğu kadar AB'de de anlaşılmıştır. Türev araçlar organize piyasalarda işlem görmedikleri sürece yalnızca işlemin taraflarınca bilinmektedirler. Bu durum piyasanın şeffaflığını olumsuz yönde etkilemekte ve tezgah üstü türev araç işlemlerinde mevcut pozisyonlar ve riskler, piyasa düzenleyicileri tarafından

algılanamamaktadır. Aynı nedenle piyasa düzenleyicileri, piyasa katılımcılarının temerrüde düşmeleri halinde meydana gelebilecek riskleri doğru değerlendirme imkanından da yoksun kalmaktadırlar. Nitekim Lehman'ın piyasada çok sayıda işlemin karşı tarafı olduğu ve bunlardan kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirememesinin ne gibi sonuçlara yol açacağı ancak Lehman'ın iflasını açıklamasından sonra anlaşılabilmiştir.

Tezgaah üstü türev araçlardan kaynaklanan tüm bu risklere karşı finansal sistemlerinin devamlılığını korumak isteyen AB'ye üye ülkeler "Tezgaah üstü türev araçlar, merkezi karşı taraflar ve ticaret havuzlarına dair tüzük" önerisini hazırlamışlardır [Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories: European Market Infrastructure Regulation (EMIR)] EMIR'in, tüzük olarak hazırlanması sayesinde direktiflerden farklı olarak, üye ülkeler tarafından iç hukuka aktarılmasına gerek olmayacak ve önerilen metin Avrupa Komisyonunca kabul edildikten sonra doğrudan uygulanabilir olacaktır. EMIR öneri metni 15 Eylül 2010 tarihinde Avrupa Komisyonu tarafından kabul edilmiştir. Bu tarihten sonra tüzük öneri metni hükümleri üzerinde görüşmeler sürdürülmüş, 9 Şubat 2012 tarihinde ise metin Avrupa Parlamentosu ve Avrupa Konseyi tarafından son haliyle onaylanmıştır. 4 Temmuz 2012'de kabul edilen tüzük 16 Ağustos 2012'de yürürlüğe girmiştir.

Tüzüğün teknik detaylarının belirlenerek sonlandırılmasından Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Kurulu (ESMA)⁵ sorumludur. ESMA, teknik kurallarla ilgili bir konsültasyon belgesi yayınlanmış, konsültasyon safhasının bitimiyle birlikte belirlenen kurallar Avrupa Komisyonu'na sunulmuştur. Avrupa Komisyonu ESMA tarafından oluşturulan dokuz adet teknik standart belgesini değişiklik yapmadan 19 Aralık 2012'de kabul etmiştir.

ESMA'nın EMIR hükümleriyle ilgili hazırladığı Teknik Standartlar Dokümanı türev araç işlemlerine taraf olan finansal olmayan kuruluşların zarar görebileceği çekincesiyle Avrupa Parlamentosu Ekonomik İlişkiler Komitesi tarafından reddedilmiştir. Buna karşın Avrupa Parlamentosu, bahsedilen kuruluşların ileri bir tarihte EMIR'e dahil edilmesi konusunda Avrupa Komisyonu'yla anlaşmaya vararak belgenin son halini kabul etmiştir. Hangi türev araç işlemlerinin Merkezi Karşı Taraf takasından geçeceği ve kuruluşların marjin yükümlülükleriyle ilgili kuralları da içeren Teknik Standartlar Dokümanı 23 Şubat 2013 tarihinde yayınlanmış ve 15 Mart 2013'te yürürlüğe girmiştir.

EMIR, AB çapında risk yönetiminin yapılabilmesi amacıyla iki konuda düzenlemeler içermektedir: Tezgaah üstü türev sözleşmelerden kaynaklanan netleştirme ve takas (clearing) işlemlerinin bir Merkezi Karşı Taraf tarafından yerine getirilmesine ilişkin düzenlemeler ve tezgaah üstü türev sözleşmelere dair işlemlerin bir Veri Deposunda toplanmasına ilişkin düzenlemeler:

⁵ European Securities and Markets Authority. ESMA, 2011 yılına kadar CESR (Committee of European Securities Regulators) adıyla faaliyet göstermiştir.

1. Merkezi Karşı Taraf

EMIR'in "Tanımlar" başlıklı 2 nci maddesinde Merkezi Karşı Taraf, bir veya birden fazla mali piyasada işlem gören sözleşmelerin tarafları arasına giren ve satıcıya karşı alıcı, alıcıya karşı ise satıcı konumuna geçerek netleştirme ve takas sisteminin işleyişinden sorumlu olan kuruluş olarak tanımlanmıştır.

Hangi tezgah üstü türev sözleşmelerin netleştirme ve takasının Merkezi Karşı Taraf aracılığıyla yapılacağı, yetkili mercilerin yapacakları başvuru sonucunda ESMA tarafından verilecek kararlar belirlenecektir. Bu şekilde ESMA tarafından EMIR kapsamında işlem görebileceği bildirilen tezgah üstü türev sözleşmelerinden finansal karşı taraflar arasında gerçekleştirilenlerin tümünün netleştirme ve takas işlemleri Merkezi Karşı Taraf aracılığıyla yapılacaktır. Diğer yandan taraflarından biri finansal olmayan sözleşmelerin yalnızca belli bir meblağın üstünde olanlarının netleştirme ve takas işlemlerinin Merkezi Karşı Taraf aracılığıyla yapılması gerekmektedir. EMIR uyarınca "finansal karşı taraf" ifadesinden anlaşılacak, bazı AB direktiflerinde belirlendiği şekliyle yatırım şirketleri, kredi kurumları, sigorta ve reasürans şirketleri gibi kurumlardır (EMIR m.2). Finansal olmayan karşı taraf ise bu sayılanların dışında kalan AB dahilindeki kurumlar şeklinde tanımlanmıştır (EMIR m.2).

EMIR'in 23 üncü maddesi uyarınca AB üyesi ülkeler dışında bir üçüncü ülkede kurulmuş bir Merkezi Karşı Taraf da AB dahilinde kurulmuş kurumlara netleştirme ve takas hizmeti verebilmektedir. Ancak bunun için söz konusu Merkezi Karşı Tarafın ESMA tarafından tanınıyor olması gerekmektedir. Bahsedilen tanımın hangi şartlarda gerçekleşeceği aynı maddenin ikinci fıkrasında açıklanmaktadır.

Merkezi Karşı Taraf olarak faaliyet gösteren kuruluşlar, gerçekleştirdikleri işlemlerin EMIR ile uyumluluğunun yetkili mercilerce kontrolünün yapılabilmesi için söz konusu işlemlere ilişkin kayıtları 10 yıl süre ile tutmak zorundadırlar (EMIR m.27)

2. Veri Deposu

EMIR'in "Tanımlar" başlıklı 2 nci maddesinde Veri Deposu, merkezi şekilde tezgah üstü türev araçların kaydını toplayan ve tutan kuruluş olarak tanımlanmıştır. 6 ncı madde uyarınca taraflar akdettikleri tezgah üstü türev sözleşmeleri, bu sözleşmelerde meydana gelen uyarılma ve sona ermeleri ticari kayıt havuzlarına bildirmekle yükümlüdürler. Bu şekilde kayıt altına alınan bilgilerin, ilgili sözleşmenin sona ermesinden itibaren 10 yıl süreyle saklanmasından ve bilgilerin gizliliğinin ve bütünlüğünün korunmasından ticari kayıt havuzları sorumludur (EMIR m.66). Veri Deposu görevini yürüten kuruluşların EMIR m.51 uyarınca ESMA'ya kayıt olmaları zorunludur. Aynı madde uyarınca ESMA'ya kayıt olabilecek kuruluşların AB dahilinde kurulmuş olmaları gerekmektedir. Ancak AB dışında kurulmuş ticari kayıt havuzları da, ESMA tarafından tanınmış olmak şartıyla AB dahilinde hizmet sunabilmektedirler (EMIR m.63).

5.2. Finansal Araç Piyasaları Direktifi II: MiFID II

MiFID olarak anılan ve 1 Kasım 2007 tarihinden beri yürürlükte bulunan Finansal Araçlar Piyasaları Direktifi'nde (2004/39/EC) değişiklikler yapılması için Avrupa Komisyonu nezdinde çalışmalar devam etmektedir. Söz konusu değişiklik çalışmaları MiFID II olarak anılmaktadır.

MiFID, bankalar ve yatırım kuruluşları tarafından sağlanan finansal araçlara ilişkin yatırım hizmetlerini düzenlemektedir. Söz konusu yatırım hizmetleri arasında brokerlik hizmeti, yatırım danışmanlığı, finansal araçların alım-satımı, portföy yönetimi ve halka arza aracılık gibi faaliyetler sayılmaktadır (Commission Staff Working Paper, 2011: 4). MiFID kapsamında aynı zamanda organize piyasaların işletilmesine ilişkin kurallara da yer verilmektedir.

MiFID, finansal araçların ticaretinin yapılması için sunulan platformlar arasında rekabetin gelişmesini ve yatırımcıların daha fazla sayıda finansal araç ve hizmet sağlayıcı seçeneğine sahip olmasını sağlamış ve sonuçta işlem maliyetlerinin düşmesine yol açmıştır. Bu yönleriyle MiFID yürürlüğe girdiği zaman geçerli olan piyasa koşullarına ve ihtiyaçlara cevap vermiş olsa da özellikle 2008 krizinden sonra yaşanan gelişmeler daha kapsamlı bir düzenlemeye olan gereksinimi ortaya çıkarmıştır. Nitekim 2009 yılında Pittsburgh'ta düzenlenen G20 zirvesinde, organize piyasalarda işlem görmeyen türev işlemlerin görünürlüğünün artırılması ve emtiaya dayalı türev araçlarda aşırı fiyat artışlarının önlenmesi amacıyla MiFID'in yenilenmesine karar verilmiştir. Bu doğrultuda MiFID II'nin esas amacı şeffaflık düzenlemelerine yer vererek tezgah üstü türev araçları yatırımcılar ve piyasa açısından görünür kılmaktır.

MiFID düzenlemelerinin eksiklikleri, Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanan etki değerlendirmesi raporunda detaylı şekilde açıklanmaktadır (Commission Staff Working Paper, 2011: 8-175). Buna göre öncelikle MTF şeklinde kısaltılan ve Türkçe'ye "çok taraflı işlem platformu" olarak çevirebileceğimiz finansal araçların ticaretinin yapıldığı platformların MiFID kapsamında AB çapında kurulduğunu belirtmemiz gereklidir⁶. MTF'lerde finansal araçlar borsalarda olduğu gibi işlem görmekle birlikte bu platformlarda işlem görmenin şartları borsalara göre daha hafiftir. MiFID'in yürürlüğe girmesinden sonraki dönemde MTF'lere ek olarak benzer hizmetleri sunan platformlar (Broker Crossing Networks - BCN gibi) oluşmuştur⁷. Ancak bunlar için de şeffaflık ve yatırımcıların korunmasına ilişkin düzenlemelerinin yapılması gerekmektedir.

Diğer yandan Avrupa Komisyonu tarafından bildirildiği üzere (Commission Staff Working Paper, 2011: 11) gelişen teknoloji ve yüksek frekanslı alım-satımlardaki artış, özellikle yüksek frekanslı alım-satım yapan kuruluşların tamamının MiFID kapsamındaki düzenlemelere tabi olmadığı düşünüldüğünde piyasaların organize işleyişi açısından risk

⁶ Multilateral Trading Facilities

⁷ Broker Crossing Networks (BCN), yatırım fonları ve kurumsal yatırımcıların kimliklerini ve alım-satımın büyüklüğünü ifşa etmeden işlem yapmalarına izin veren platformlardır. İngilizce'de "dark pool (karanlık havuz)" olarak adlandırılmaktadırlar.

oluşturmaktadır. Hisse senetlerinin gittikçe daha yoğun şekilde tezgah üstü işlemlere konu olması da borsa fiyatlarının doğru bir şekilde oluşmasına ilişkin endişeleri arttırmıştır. Bunlara ek olarak küçük ve orta ölçekteki işletmelerin finans piyasalarına erişmekte güçlük yaşamaları, hisse senedi dışındaki piyasalarda MiFID kapsamında piyasa katılımcılarına yönelik şeffaflık düzenlemelerinin bulunmaması, yapı itibarıyla fiyat dalgalanmalarına müsait olan özellikle emtiaya dayalı türev araç işlemlerinde herhangi bir denetleme mekanizması bulunmaması, yatırımcıların korunmasına ilişkin MiFID hükümlerinin yetersiz olması; MiFID düzenlemelerinin yenilenmesine ihtiyaç duyulduğunu göstermiştir.

Açıklanan nedenlerle MiFID hükümlerinde planlanan değişikliklere baktığımızda öncelikle “Türev Araçlar” başlıklı beşinci bölümde önemli değişikliklere gidildiğini görmekteyiz. Bu bölümde yer alan hükümlerde yukarıda açıklamış olduğumuz EMIR düzenlemelerine atıf yapılmış ve EMIR kapsamındaki türev işlemlerin yalnızca organize piyasalar, MTF’ler ve OTF’lerde (Organised Trade Facility – Organize İşlem Platformları) gerçekleştirilebileceği hüküm altına alınmıştır. OTF, MiFID direktifinde yer almayan ancak MiFID II’de düzenlenen bir çeşit finansal araç işlem platformuna verilen addır. Yukarıda bahsettiğimiz üzere MTF’lere benzer hizmet sunan ancak MiFID kapsamında olmayan BCN gibi platformlar, OTF başlığı altında MiFID II’de kapsam dahiline alınacaktır. Dikkat çeken başka bir düzenleme, daha önce yalnızca hisse senetleri için geçerli olan şeffaflık hükümlerinin MiFID II ile beraber tahvil ve türev araçlar için de öngörülmüş olmasıdır (MiFID II, m.7-10)⁸.

MiFID II tasarı metni Ekim 2012’de Avrupa Parlamentosu tarafından kabul edilmiş ve Avrupa Konseyi’nin onayına sunulmuştur. Konseyin 12 Şubat 2013 tarihinde onayladığı son direktif metninde OTF’lerde işlem görececek varlıklara, tahviller ve türev enstrümanlara, hisse senetleri de eklenmiştir. Ayrıca alım satım aracı kurumlar işlemlerini regüle edilen MTF ve OTF gibi platformlarda gerçekleştirmek zorunda bırakılmaktadır. Konsey onayını takiben Avrupa Komisyonu, Avrupa Parlamentosu ve Konseyi arasında üçlü diyalog sürecine geçilecektir. Süreç sonrası son halini alan metnin 2014 yılı başlarında yürürlüğe girmesi beklenmektedir.

5.3. Kollektif Yatırım Kuruluşları Direktifi ve Alternatif Yatırım Fonu Yöneticileri Direktif Taslağı: UCITS

Kollektif Yatırım Kuruluşları Direktifi (UCITS), kollektif yatırım kuruluşlarının, tek bir üye devletten aldıkları izinle AB çapında faaliyet gösterebilmelerine ilişkin düzenlemeler içeren bir dizi direktiften oluşmaktadır. Bu direktiflerin ilki 1985 yılında kabul edilen 85/611/EEC sayılı düzenlemedir. Çalışmamız tarihinde yürürlükte olan UCITS IV direktifi (2009/65/CE) ise 1 Temmuz 2011’de yürürlüğe girmiştir. UCITS direktiflerinde öngörülen koşulları taşıyan fonlar UCITS olarak adlandırılmakta ve Avrupa Birliği genelinde

⁸ MiFID II düzenlemeleriyle tahvil ve türev araçlara ek olarak yapılandırılmış finansal ürün ve karbon salınımı da dahil olmak üzere toplam dört farklı finansal araç için şeffaflık hükümleri getirilmektedir.

yatırımcılara sunulmaktadır. Direktifte yer alan koşulları taşımayan fonlar ise non-UCITS olarak adlandırılmakta ve ancak kuruldukları ülkenin sınırları dahilinde yatırımcılara sunulabilmektedirler. Dolayısıyla UCITS direktifleri bir yandan yatırım fonlarının AB genelinde yatırımcılara sunulmasına imkan tanıırken bir yandan da yatırımcıyı koruyucu tedbirleri alarak fonların AB çapında geçerli olan yeknesak düzenleme ve şartlara tabi olmasını sağlamaktadır (EurActive). UCITS IV direktifinin yürürlüğe girmesinden kısa bir süre sonra UCITS V direktifi hazırlanmış, görüşe sunulmuş ve 31 Ocak 2011 tarihinde görüşe kapatılmıştır. UCITS V ile UCITS'lerin malvarlıklarının saklanması ve UCITS yöneticilerine yapılan ödemelere ilişkin olarak yeni düzenlemelere yer verilmektedir. Söz konusu düzenlemelere örnek olarak UCITS'lerin malvarlıklarının tek bir saklamacıya tevdi edilmesi, saklamacıların üye devletlerin hukukuna göre belirlenen gözetme yükümlülüğünün yeknesaklaştırılması, görevini gereği gibi ifa ettiğine dair ispat yükünün saklamacıda olması, UCITS yöneticilerine yapılacak ödemelerin etkili risk yönetimini teşvik ederken UCITS profiliyle uyumlu olmayan derecede risk alınması konusunda ise caydırıcı politikalara dayanması sayılmaktadır (Deloitte).

Alternatif Yatırım Fonu Yöneticileri Direktifi Taslağı (Alternative Investment Fund Managers Directive: AIFMD) ise serbest fonlar (hedge funds) gibi UCITS kapsamında olmayan diğer fonlara ilişkin olarak denetim, şeffaflık ve istikrarın sağlanması konusunda yeknesak düzenlemeler içermektedir. Direktif hükümleri aslında fonlara değil ancak fonların yöneticilerine ilişkin kurallar getirmektedir (Autorité des Marchés Financiers, 2011: 13). Avrupa Konseyi AIFMD'yi 27 Mayıs 2011 tarihinde kabul ettikten sonra ESMA tarafından 16 Kasım 2011 tarihinde teknik rapor yayınlanmıştır. Avrupa Komisyonu tarafından söz konusu rapor temel alınarak AIFMD'nin üye devletler tarafından iç hukuka aktarımının ne şekilde yapılacağına dair yürütülen çalışmaların 22 Temmuz 2013 tarihine kadar tamamlanarak bu tarihte üye devletlerce kabul edilmesi beklenmektedir (KPMG, 2013: 25). AIFMD'nin UCITS ile yakın ilişkisinden dolayı, her iki direktif hükümlerinin uyum içinde olması yönünde çalışmalar da sürdürülmektedir.

5.4. Merkezi Saklama Kuruluşları Tüzük Teklifi

Avrupa Komisyonu 7 Mart 2012 tarihinde menkul kıymet mutabakatından sorumlu olan Merkezi Saklama Kuruluşları (MSK) ve 98/26/EC sayılı Mutabakat Kesinliği Direktifinin değiştirilmesi hakkında Tüzük teklifi yayınlamıştır (Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Improving Securities Settlement in the European Union and on Central Securities Depositories (CSDs) and amending Directive 98/26/EC). Avrupa Parlamentosu ve üye devletlerin konseyleri tarafından incelenecek olan düzenlemenin Haziran 2013 itibarıyla yürürlüğe girmesi beklenmektedir. Tüzüğün yürürlüğe girmesiyle birlikte MSK'lara düzenleme hükümleriyle uyum sağlanması için 2 yıllık süre tanınacaktır.

Düzenleme AB dahilinde menkul kıymet mutabakatı ve MSK'lar hakkında ortak hükümler getirmeyi amaçlamakla birlikte ulusal MSK'ların hizmetlerini tek bir piyasa üzerinde gerçekleştirmelerini öngörmektedir. Düzenlemede ayrıca AB dahilindeki devri kabil tüm menkul kıymetlerin kaydileştirilmesi gerektiği belirtilmektedir. Nitekim kaydileştirme sonucunda mutabakat süreleri kısılacak ve mutabakat işlemleri daha kolay ve doğru şekilde yapılabilecektir (Proposal for a Regulation, 2012: 6). Tüzük bu kapsamda piyasa katılımcılarına ellerinde mevcut kıymetleri kaydileştirmeleri için 1 Ocak 2020 yılına kadar süre tanımaktadır.

Düzenlemenin tüzük olması da dikkat çekicidir. Nitekim AB tarafından çıkarılan direktifler, üye ülkeler tarafından iç hukuka aktarılmakta; tüzükler ise üye devletlerin ayrıca kabulüne gerek olmaksızın yürürlüğe girerek tüm üye devletlerce uygulanmaktadırlar. Söz konusu düzenlemenin tüzük olarak çıkarılması, MSK'lara ilişkin düzenlemelerin AB çapında yeknesak ve uygulanabilir olmasına verilen önemin bir göstergesidir.

Düzenleme önerisinin içerdiği önemli hususları aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür (Proposal for a Regulation, 2012: 6-9):

- Borsa veya diğer organize piyasalarda işlem gören menkul kıymetler için takas süresi işlem görmeden itibaren 2 gün olarak (T+2) belirlenecektir.
- Menkul kıymetleri takas gününde teslim edemeyen piyasa katılımcıları yaptırımlara tabi olacak ve piyasadan bu kıymetleri satın alarak işlemin karşı tarafına teslim etmek zorunda kalacaktır.
- Organize piyasalarda işlem görecektir menkul kıymetler kaydi olmak zorundadır. Söz konusu kıymetler kaydileştirilmiş şekilde ihraç edilebilecekleri gibi toplu senetlerin immobilizasyonu yoluyla da kaydileştirilebilirler. Anılan menkul kıymetlerin işlem görebilmeleri için bir MSK'da kayden izleniyor olmaları şarttır.
- MSK'lar finansal kapasitelerini ve kullanıcılarının korunmasını teminen iş yönetimine ilişkin organizasyonel katı kurallara tabi olacaktır ve ayrıca kendi ülkelerindeki yetkili makamlarınca denetleneceklerdir.
- Yetkili MSK'lar alacakları lisans ve pasaport ile ve başka bir yetkiye ihtiyaç duymaksızın yalnızca kendi ülkelerindeki yetkili makamın denetimine tabi olmak kaydıyla faaliyetlerini tüm AB dahilinde gerçekleştirebileceklerdir.
- Kullanıcılar Avrupa dahilindeki otuz MSK'dan birini tercih edebilecektir.
- AB dahilindeki MSK'lar, diğer tüm MSK'lara veya Merkezi Karşı Taraf gibi diğer piyasa yapılarına erişim sağlayabilecektir.

Düzenlemenin temel hedefleri arasında özellikle sınır ötesi işlemlerde alıcı ve satıcıların menkul kıymetlerini veya nakitlerini zamanında ve risksiz olarak almalarını temin etmek, mutabakat kesinliğini sağlamlaştırmak ve ulusal MSK'ların operasyonları için gerçek bir iç piyasa temin ederek mutabakat işlemlerinin etkinliğini arttırmak yer almaktadır.

Düzenleme ile getirilen en önemli yeniliklerden biri MSK faaliyetlerinin sınıflandırılması ve hangi faaliyetlerin MSK'lar tarafından ve ne şartlarla gerçekleştirilebileceğinin belirleniyor olmasıdır. Düzenlemenin ekinde yer alan "Hizmet Listesi" başlıklı belgede MSK faaliyetleri, Birincil Hizmetler (A grubu), Bankacılık niteliği taşımayan ikincil hizmetler (B grubu) ve Bankacılık niteliği taşıyan ikincil hizmetler (C grubu) olarak üçe ayrılmıştır. A grubundaki birincil MSK hizmetleri; kaydi sistemde menkul kıymetlerin ilk kaydının yapılması, saklama zincirinin en üst seviyesinde menkul kıymet hesaplarının işletilmesi ve menkul kıymet mutabakat sisteminin işletilmesi olarak sayılmıştır (Proposal for a Regulation, 2012: 79). Düzenlemenin 52. maddesinde MSK'ların C grubunda yer alan bankacılık niteliğindeki ikincil hizmetleri sunamayacağı hükme bağlanmıştır. Bu hizmetlere örnek olarak takas ve mutabakat sistemi katılımcılarına mutabakat hizmetiyle ilişkili olarak nakit hesabı açılması, mevduat kabulü, nakit kredi sağlanması, menkul kıymetlerin ödünç verilmesi gibi faaliyetler sayılmıştır (Proposal for a Regulation, 2012: 80) Bu düzenlemenin istisnası olarak 52 nci maddenin ikinci fıkrasında yetkili merci tarafından AB Komisyonuna başvurarak MSK'nın ikincil hizmetleri sağlayabilmek için gerekli tedbirleri aldığını ve C grubunda sayılan bankacılık niteliği taşıyan ikincil hizmetleri sağlaması için MSK'ya izin verilmesinin talep edilebileceği düzenlenmektedir. Bununla birlikte düzenleme uyarınca MSK ve bankacılık hizmeti veren kredi kurumunun aynı gruba ait şirketler olması mümkündür. Ancak bunun için kredi kurumunun yalnızca mutabakata ilişkin ikincil nitelikteki bankacılık hizmetlerini sunuyor olması ve bunun dışında bankacılık hizmeti sunmaması gerekmektedir. Bu şekilde MSK faaliyetlerinin düzenlenmesinin amacı, bankacılık faaliyetlerinden kaynaklanan kredi ve likidite risklerinin MSK'nın birincil hizmetlerine sirayet etmesini engellemektir (Proposal for a Regulation, 2012: 80).

Düzenleme AB sınırları dışındaki MSK'ların durumuna da yer vermektedir. Tasarı uyarınca AB dışındaki bir MSK'nın AB'de hizmet verebilmesi için ESMA tarafından tanınması gerekmektedir. Bunun için ise üçüncü ülkenin kanuni ve denetleyici düzenlemeleri AB'deki MSK ile aynı güvenliği sağlamalı ve üçüncü ülkenin yetkili makamları ESMA ile gerektiğinde işbirliği içerisinde hizmetlerini yürütmeli ve gerekli tüm bilgileri talep halinde ESMA'ya iletmelidir.

Avrupa Komisyonu Raportörü Kay Swinburne'ün tüzük hükümleriyle ilgili Avrupa Parlamentosu'na 18 Temmuz 2012'de sunduğu raporda kanun metninin aşağıda genel çerçevesi verilen hususları içerecek şekilde tadil edilmesi önerilmiştir:

- Kurum içi takas gerçekleştiren finansal kurumlar takası gerçekleşen hacim ve değerleri ilgili otoritelere yıllık bazda bildirmekle yükümlü olmalıdır. Böylece MSK'ların yönettiklerinden başka takas sistemleri varsa bunlar gözetim altına alınacaktır.
- Yeni bir ana/ek hizmet verecek veya birlikte işlerlik bağlantısı kuracak MSK'lar ilgili ülke otoritelerinden yetki almak zorundadır. İlgili otorite yetki talebinin son durumunu talebi takip eden üç ay içinde MSK'ya bildirecektir.

- Yatırımcılara MSK’larda açılan ve saklanan hesaplarının omnibus veya tek tek yatırımcı bazında olması konusunda seçim serbestliği tanınmalıdır.
- Sınırlı bankacılık hizmetleri için muafiyet önerisi kaldırılmıştır. Böylece bu tür hizmet sağlayan veya sağlayacak olan tüm MSK’lar bu faaliyetleri için ayrı bir şirket kurmak zorunda kalacaktır. Kurulan şirketler CRD IV hükümlerine tabi olacaktır.
- Üçüncü ülke MSK’larıyla AB MSK’ları arasında kurulacak bağlantılarda ilgili ülke otoriteleri bilgilendirildiyse ayrıca ESMA’dan tanınırlık alınması şartı aranmayacaktır.
- Fiziki menkul kıymetler 2025 yılına kadar kaydıleştirilecektir.

Avrupa Parlamentosu Ekonomik İşler Komitesi (ECON) 4 Şubat 2013 tarihinde tüzük metni tasarisını ve Swinburne raporundaki önerileri kabul etmiştir. Bu aşamadan sonra tüzük metni Avrupa Konseyi tarafından oylanacak ve üç AB organının (Komisyon, Parlamento ve Konsey) üzerinde anlaştığı metin 2013 yılının ikinci yarısında yürürlüğe girecektir. Tüzüğün yürürlüğe girmesinden altı ay sonra ise ESMA tüzükte yer alan çerçevenin uygulanması amacıyla bir teknik kurallar dokümanı hazırlayacak ve Avrupa Komisyonu’nun onayına sunacaktır. Bu kurallar tüzük hükümlerinin nasıl yorumlanması ve uygulanması gerektiğini belirleyen kriterleri ortaya koyacaktır.

6. KRİZ SONRASINDA TÜRKİYE’DE YAPILAN DÜZENLEMELER

Ülkemizde 2011 yılında kabul edilerek 1 Temmuz 2012 tarihinde yürürlüğe girmiş olan Türk Ticaret Kanunu, grup şirketlerini kapsamına dahil etmiş, sermaye şirketlerinin denetlenmesi konusunda uluslararası standartlara uygun hükümler getirmiş, bu şirketlerin halka açılmasını teşvik edecek bir yapı kurmuş ve yatırımcının korunmasına ilişkin olarak önemli adımlar atılmasını sağlayacak düzenlemelere yer vermiştir.

30 Aralık 2012 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda (Kanun) AB ve ABD’de gerçekleştirilen ve çalışmamızın konusunu oluşturan reformlara paralel düzenlemelere yer verilmektedir.

Kanun’un 3. maddesinde sermaye piyasası araçları ve yatırım kuruluşu tanımları yenilenerek Avrupa Birliği mevzuatına özellikle de MiFID ile uyum ve ayrıca IFM Stratejisi ve Eylem Planında yer alan bazı eylemlerin gerçekleştirilmesi için yasal altyapı hazırlanması amaçlanmıştır (Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu, s. 21).

Kanun’un “Yan Hizmetler” başlıklı 38. maddesi ile yine MiFID’e uyum kapsamında, sermaye piyasası faaliyetlerinin yanı sıra yan hizmetler tanımlanmış ve SPK’ya, sayılanlar dışında yan hizmet belirleme yetkisi verilmiştir (Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu, s. 29).

Kanun’da düzenlenen diğer bir önemli madde ise Merkezi Saklama Kuruluşlarına ilişkindir. Yukarıda “Merkezi Saklama Kuruluşları Tüzük Teklifi” başlığı altında açıkladığımız üzere AB’nin Merkezi Saklama Kuruluşları Tüzük Taslağı Merkezi Saklama

Kuruluşlarının kural olarak bankacılık faaliyetlerinde bulunmalarını yasaklamaktadır. Bankacılık faaliyetlerinin farklı kuruluşlar nezdinde yerine getirilmesi gerektiğini öngörmektedir. Gerekçe olarak ise bankacılık hizmetlerinin gün içinde yoğun kredi ve mevduat işlemlerine konu olmaları ve dolayısıyla maruz kaldıkları riskin büyük olması ve bu riskin merkezi saklama hizmetlerini etkileyebilecek olması gösterilmektedir.

Kanun'un Merkezi Saklama Kuruluşlarını düzenleyen 80. maddesinde de, Merkezi Saklama Kuruluşlarının bankacılık faaliyetleri yapabileceklerine ilişkin bir hüküm getirilmemiştir. Kanunumuz bu açıdan, Merkezi Saklama Kuruluşları Tüzük Taslağı ile uyumludur.

Kanun'un 87. maddesi Veri Depolama Kuruluşları başlığını taşımaktadır. Kanun tasarılarının gerekçesinde açıklandığı üzere veri depolama kuruluşları, AB'de EMIR ile düzenlenen ve bizim de "Avrupa Piyasa Altyapılarına İlişkin Tüzük" başlığı altında Veri Deposu olarak açıkladığımız trade repository kuruluşlarına karşılık gelmektedir. Gerekçede bu kuruluşlarda sermaye piyasalarında gerçekleştirilen hemen her işlemin veri olarak depolanabileceği belirtilmektedir (Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu, s. 10). Madde metninde de hükmün kapsamı "...sermaye piyasasında gerçekleştirilen işlemler..." olarak belirtilmiştir. Oysa EMIR hükümleri uyarınca ticari kayıt havuzlarında tezgah üstü türev sözleşmelere ilişkin bilgiler kayıt altına alınmaktadır. Ayrıca hükümden kayıt altına alınacak bilgilerin SPK'ya veya SPK'nın yetkilendireceği bir veri depolama kuruluşuna bildirilebileceği belirtilmektedir. Yapılacak bildirimler ve tutulacak kayıtlara ilişkin ayrıntılar maddede düzenlenmemekte olup SPK tarafından belirlenecektir.

Kanun tasarıları gerekçesinde, "Fon yönetim şirketi" adı altında yeni bir şirket türü tanımlayan ve yatırım fonlarının sadece fon yönetim şirketleri tarafından kurulmasını öngören UCITS düzenlemesi kapsamında getirilen yeni düzenlemelerle yatırım fonu ve yatırım ortaklığı sektörüne ilişkin olarak daha rekabetçi ve AB düzenlemeleri ile uyumlu bir yapı amaçlandığı belirtilmektedir. Söz konusu düzenlemeler, Kanun'un Kolektif Yatırım Kuruluşları başlıklı Dördüncü Bölümünde yer almaktadır. Kanun'un 55 inci maddesi altında UCITS kapsamında düzenlenen portföy yönetim şirketleri tanımlanmış ve 52 nci maddede yatırım fonlarının portföy yönetim şirketleri tarafından kurulacağı hükme bağlanmıştır. Kanun m.52 ve 55 hükümlerine kanunda yer verilmesiyle, 2009/65/EC sayılı UCITS IV direktifiyle uyumlu şekilde yatırım fonlarının portföy yönetimi alanında uzman kurumlar tarafından idare edilerek fon sektörünün daha rekabetçi bir yapıya kavuşturulmasının amaçlandığı gerekçede belirtilmektedir (Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu, s. 30). Kanun'un 56 ncı maddesi uyarınca kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerindeki varlıklara ilişkin olarak saklama hizmeti ilk defa AB düzenlemelerine uygun olarak Tasarıda tanımlanmış ve portföy saklama hizmetini yürütecek kuruluşların sorumlulukları belirlenmiştir (Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu, s. 17). "Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı" başlıklı Kanun m.50 uyarınca UCITS kapsamında fon ile yatırım ortaklığı modelinin bir bileşimi olarak düzenlenen ve ortaklığın

farklı portföylerden oluşacak şekilde yapılanmasına imkan veren yeni bir şirket türü Türk hukukuna kazandırılmaktadır. Kanun tasarısı gerekçesinde bu şirketlerin özellikle yatırım fonlarının tüzel kişiliği bulunmaması nedeniyle gayrimenkul gibi yatırım yapmakta zorlandığı alanlarda da faaliyet gösterebileceği ve bu şekilde yabancı yatırımcıların aşına olduğu bir hukuki yapının ülkemizde de hayata geçirilmesinin sağlanacağı belirtilmektedir (Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu, s. 17).

Kanun'da yer alan bir başka düzenleme ise, finans işlemlerinin Merkezi Karşı Taraf üzerinden yürütülmesine ilişkin 78. madde hükmüdür. Nitekim İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı kapsamında 15 no.lu eylem olarak merkezi takas tarafı sisteminin oluşturulması sayılmaktadır. Madde uyarınca Merkezi Karşı Taraf, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili işlemlerde alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı ise alıcı pozisyonuna girerek takası gerçekleştiren kuruluşlardır. Maddede ayrıca Merkezi Karşı Taraf kuruluşlarının üstlendikleri risklere oranla sermaye bulundurmaları, iç denetim mekanizmaları kurmaları, bilgi-işlem alt yapılarının bu iç denetim mekanizmalarınca düzenli şekilde kontrol edilmesi gibi düzenlemelere de yer verilmektedir. Maddenin altıncı fıkrasında Merkezi Karşı Taraf kuruluşlarının finansal istikrarın korunması açısından sistemik öneme sahip olduğu ve bu nedenle sermaye de dahil olmak üzere Kurul tarafından bu kuruluşlara ek yükümlülükler getirilebileceği belirtilmektedir. Merkezi Karşı Tarafa ilişkin bu düzenleme, yukarıda değinmiş olduğumuz üzere AB'de yürürlüğe girecek olan EMIR düzenlemelerine karşılık gelmektedir. Çalışmamızın hazırlandığı tarihte İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'nin bu konuda çalışmaları devam etmektedir.

AB ve ABD'de kriz sonrası finansal düzenlemelerde kabul edilen ancak ülkemizde henüz bir düzenleme bulunmayan konulardan özellikle tezgah üstü piyasaların düzenlenmesine ilişkin olarak da düzenleme yapılması gerektiği kanısındayız. Nitekim yukarıda açıklandığı üzere tezgah üstü piyasalarda gerçekleşen işlemlerin izlenmesi mümkün olmadığından bu işlemlerin yarattığı risk doğru şekilde hesaplanamamakta ve gerekli tedbirler alınamamaktadır. Ayrıca tezgah üstü piyasa işlemlerinde koruyucu mekanizmalardan yoksun olan taraf; karşı tarafın iflası veya temerrüdü nedeniyle sözleşmeyi ifa edememesi halinde çoğunlukla kendisinin üçüncü kişilerle olan sözleşmelerinde temerrüde düşmekte ve bu durum özellikle kriz zamanlarında tüm piyasanın olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır. Bu nedenle tezgah üstü piyasaların da teşkilatlı piyasalar gibi düzenlenerek Merkezi Karşı Taraf ve teminat düzenlemeleri gibi koruyucu tedbirlerden faydalandırılması bir yandan piyasanın sağlamlığını ve piyasaya duyulan güveni artıracak bir yandan da piyasa riskinin otoritelere geççe en yakın şekilde hesaplanabilmesine ve uygun önlemlerin alınmasına imkan verecektir.

7. SONUÇ

AB üye devletleri ve ABD, küresel krizden mümkün olan en az hasarla çıkmak, bu şekilde bir krizin bir daha gerçekleşmesini engellemek ve kriz kaçınılmaz olduğu takdirde

krize karşı hazırlıklı olmak adına çok büyük çapta finansal ve hukuksal reformlar gerçekleştirmişler ve gerçekleştirmeye devam etmektedirler. Söz konusu reformların odak noktasını sistemik riskin izlenebilmesi amacıyla sistemik öneme sahip finansal kuruluş ve bankaların daha yakından izlenmesi ve denetlenmesi, tezgah üstü piyasaların teşkilatlandırılarak denetim altına alınması ve bu piyasalarda işlem gören meblağların kayıt altına alınması, yatırımcının korunmasına yönelik tedbirler, finansal piyasalarda karar verici konumunda bulunan aktörlerin risk almaya daha fazla teşvik edilmeyerek gereksiz risk alımı konusunda caydırıcı tedbirlerin uygulanması, işlem risklerinin azaltılması amacıyla Merkezi Karşı Taraf kurumlarının oluşturularak finansal işlemlerin bu kuruluşlar üzerinden gerçekleştirilmesi gibi riski azaltmaya ve kontrol altında tutmaya yönelik bir dizi düzenleme oluşturmaktadır.

Ülkemizde 30 Aralık 2012 tarihinde yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasasını küresel ve yerel kriz risklerine karşı güçlendirilmesine yönelik düzenlemelere yer verilmiştir. Bu amaçla, ABD ve AB hukukunda yer almakla birlikte ülkemizde karşılığı bulunmayan merkezi karşı taraf, kolektif yatırım kuruluşları, veri depolama kuruluşları gibi kurumlar Kanun'da düzenlenerek hukukumuzda getirilmiştir. Ayrıca bu kurumlardan merkezi karşı taraf gibi finansal istikrarın sağlanması açısından sistemik öneme sahip olanlar için sermaye, mali risk, teminat gibi hususlar Kanun'da düzenlenmiştir. Çalışmamızın hazırlandığı tarihte, SPK tarafından Kanun'da düzenlenen yeni kurumlara ilişkin tebliğlerin çıkarılması; halihazırda var olan tebliğlerin ise kurulan yeni yapıya göre güncellenmesi konusunda çalışmalar yoğun şekilde devam ettirilmektedir.

KAYNAKLAR

- Autorité des Marchés Financiers, (2011), What are the priorities for financial markets?, http://www.amf-france.org/documents/general/9913_1.pdf (10 Nisan 2013).
- Delikanlı, İhsan Uğur, (2011), Basel-III: Uluslararası Bankacılık ve Finans Sisteminin Yeni Mimarisi ve Türk Bankalarına Etkileri Konferansı, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Basel/9812iir_konusmametnif.pdf (9 Nisan 2013).
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), (2010), Risk Yönetimi Dairesi, "Sorularla Basel III", http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Basel/8742sorularla_basel_iii_29_11_2010_.pdf (26 Nisan 2013).
- Bryceson, A, Austin S., (2011), Clearing OTC Derivatives: The Dodd-Frank Act and the New EU Regulation, Practical Law Company, <http://crossborder.practicallaw.com/1-504-8968> (9 Nisan 2013).

- Cangürel O., (2012), Nedir Şu Volcker Kuralı?, <http://www.dunya.com/nedir-su-volcker-kurali-149625h.htm> (9 Nisan 2013).
- Chicago Fed Letter, (2011), International regulatory cooperation after the crisis, http://www.chicagofed.org/digital_assets/publications/chicago_fed_letter/2011/cflnovember2011_292.pdf (9 Nisan 2013).
- Davis Polk- Wardwell LLP, (2010), Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010 , http://www.davispolk.com/files/Publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910_Financial_Reform_Summary.pdf (9 Nisan 2013).
- Davies H. (2011). The Financial Crisis Who is to Blame?, 2. Baskı, Polity Press
- Deloitte, UCITS V Focus on Investor Protection, http://www.deloitte.com/view/en_IE/ie/industries/financial-services/investment-management/our-services/ucits-v/index.htm (9 Nisan 2013)
- Eavis P., (2012), Can Securitization Live With Volcker?, The New York Times Deal Book, <http://dealbook.nytimes.com/2012/04/04/can-securitization-live-with-volcker/>(9 Nisan 2013)
- EurActiv, UCITS III Direktifleri Çerçevesinde Türkiye’de Yatırım Yapmanın Yolları <http://www.euractiv.com.tr/finansal-hizmetler/link-dossier/ucits-iii-direktifleri-cercevesinde-turkiyede-yatirim-yapmanin-yollari> (10 Nisan 2013)
- European Central Bank, (2010) “Report on the Lessons Learned from the Financial Crisis with regard to the Functioning of European Financial Market Infrastructures”, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/reportlessonslearnedfinancialcrisis201004en.pdf>, (9 Nisan 2013)
- European Commission (2012), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on improving securities settlement in the European Union and on Central Securities Depositories (CSDs) and amending Directive 98/26/EC, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52012PC0073:EN:PDF> (5 Nisan 2013)
- European Commission (2011), Commission Staff Working Paper Impact Assesment Accompanying the Document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Markets in Financial Instruments (Recast) and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in financial instruments, European Commission, Brussels 20 Ekim 2011, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/mifid/SEC_2011_1226_en.pdf (9 Nisan 2013)

- KPMG (2013), Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), <http://www.kpmg.com/lu/en/issuesandinsights/articlespublications/pages/alternative-investmentfundmanagersdirective.aspx> (9 Nisan 2013)
- Lastra Rosa M. (2011), Wood Goffrey, Responses to the Financial Crisis, *Journal of International Banking Law and Regulation*, Sayı 7, ss. 105-108
- Moller, Nolan, Goldwasser (2011), Section 2(a)(iii) of the ISDA Master Agreement and Emerging Swaps Jurisprudence in the Shadow of Lehman Brothers, *Journal of International Banking Law and Regulation*, Sayı 7, ss. 313-324.
- Orol D. Ronald, (2012) EU Regulator takes issue with Volcker Rule, *Market Watch*, http://articles.marketwatch.com/2012-02-23/economy/31090035_1_bank-regulator-volcker-rule-trillion-derivatives-market (9 Nisan 2013)
- The Pittsburgh Summit: Key Accomplishments, s.2, http://www.whitehouse.gov/files/documents/g20/Fact_Sheet_Pittsburgh_Outcomes.pdf (9 Nisan 2013)
- The White House Statements & Releases (2010), President Obama Calls for New Restrictions on Size and Scope of Financial Institutions to Rein in Excesses and Protect Taxpayers, <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/president-obama-calls-new-restrictions-size-and-scope-financial-institutions-rein-e> (9 Nisan 2013)
- TBMM, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), Sıra Sayısı: 337, <http://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf> (10 Nisan 2013)
- United States Senate Committee on Banking, Housing & Urban Affairs, Brief Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, http://banking.senate.gov/public/_files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf (9 Nisan 2013)
- Yılmaz Durmuş, Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisi'ne Etkileri: Nasıl Başladı, Hangi Aşamadayız? TCMB Ankara, 2008.
- Wouters Jan, Sven Van Kerckhoven (2011), The EU's Internal and External Regulatory Actions After the Outbreak of the 2008 Financial Crisis, Working Paper No.69, Leuven Centre for Global Governance Studies, Leuven Katholieke Universiteit, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1898680 (26 Nisan 2013)

