

# SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA YATIRIMCININ KORUNMASI İLKESİNİN TEORİK ANALİZİ

Nusret ÇETİN\*

## ÖZET

*Yatırımcının korunması sermaye piyasası hukukunun en önemli amaçlarından biridir. Bu amaca ulaşabilmek için yeterli ve etkin bir koruma sisteminin kurulması gerekmektedir. Yatırımcılar, sermaye piyasalarındaki faaliyetleri çerçevesinde, işlevsel açıdan üç farklı role sahiptirler. Öncelikle, yatırımcılar, bir ihraççının menkul kıymetlerine yatırım yaptıklarında katılımcı sıfatını haizdirler. İkinci olarak, yatırımcılar, ikincil piyasalarda menkul kıymetlerin alım satımını yaparken piyasa oyuncusu olarak hareket etmektedirler. Nihayet, yatırımcılar finansal aracı kuruluşlarca sağlanan hizmetleri tüketirken, bu kuruluşların müşterisi konumundadırlar. Sonuç olarak, yatırımcılar her bir role ilişkin olarak değişik piyasa hatalarına ve eksikliklerine maruz kalmaktadırlar. Sermaye piyasası hukuku tarafından söz konusu hataların ve eksikliklerin giderilmesi amacıyla yeterli koruma mekanizmalarının ve kurallarının geliştirilmesi gerekmektedir.*

**Anahtar Kelimeler:** Sermaye piyasaları, yatırımcı, yatırımcının korunması, tüketici, kamuyu aydınlatma.

## THE THEORETICAL ANALYSIS OF INVESTOR PROTECTION PRINCIPLE IN CAPITAL MARKET LAW

### ABSTRACT

*Investor protection is one of the most important objectives of the securities regulation. An adequate and effective system of protection should be established in order to satisfy this objective. From the functional point of view, investors play three different roles regarding their activities in the capital markets. First, investors become participant by investing in the securities of an issuer. Second, they act as a market player while purchasing and selling securities in the secondary markets. Finally, investors are customers of the financial intermediaries while consuming the*

---

\* Dr., Başuzman Hukukçu, Sermaye Piyasası Kurulu. Bu makalede yer alan görüşler yazarın kişisel görüşleri olup, hiçbir şekilde mensup olduğu kurumu bağlamaz. Makalenin hazırlanmasında değerli görüşlerini ve katkılarını esirgemeyen Prof. Dr. İsmail KIRCA'ya, Kerem ÖZŞAHİN'e ve Selen DERİN'e teşekkürü bir borç bilirim. Eksiklikler ve hatalar yazara aittir.

*services provided by them. As a result, investors are exposed to different market failures and deficiencies with respect to each role. Sufficient protective mechanisms and rules should be developed by the securities regulation in order to address these failures and deficiencies.*

**Key Words:** *Capital markets, investor, investor protection, consumer, disclosure.*

## **I.GİRİŞ**

Sermaye piyasası hukukunun temel yapı taşlarından biri olan yatırımcının korunması ilkesi, teorik yönü ve pratik sonuçları itibariyle ulusal ve uluslararası düzeyde, öğretilerde ve uygulamada yoğun bir şekilde tartışılmaktadır. Esasında, sermaye piyasalarının tarihsel gelişimine bakıldığında, yatırımcıların çok sayıda finansal krizle yüzleştiğini, ihraççıların ve sermaye piyasası kurumlarının olumsuz işlem ve eylemlerine maruz kaldıklarını görmek mümkündür. Bu tür olaylar, bir yandan yatırımcıların büyük zararlara uğramasına, diğer yandan sermaye piyasalarına duyulan güvenin azalmasına neden olmuştur.

Aslında bu tür krizlerin ve olumsuzlukların yaşanmış olması nedeniyle, yatırımcı hak ve yararlarının korunması ile piyasaya duyulan güvenin yeniden inşası amacıyla yasa koyucular tarafından düzenlemeler yapılmış, bu suretle sermaye piyasası hukuku ortaya çıkmış ve gelişmiştir. Bu yönüyle sermaye piyasası hukukunun, piyasada yaşanan olumsuz gelişmelere tepki niteliğinde bir kurallar bütünü olduğunu iddia etmek yanlış olmayacaktır. Tüm bu gelişmelerin, yatırımcının korunması kavramına etkisi ise “caveat emptor” prensibi olarak adlandırılan ve yatırımcının yapmış olduğu işlemlerin farkında olması ve kendi menfaatlerini koruması gerektiğini kabul eden yaklaşımın, yerini yatırımcının korunması ilkesine bırakması şeklinde özetlenebilecektir.

Yatırımcının korunması ilkesi çerçevesinde sermaye piyasası yatırımcılarına yeterli ve etkin bir koruma sistemi sağlayabilmek için değişik kurallar ve mekanizmalar geliştirilmiştir. Ancak, bu kuralların ve mekanizmaların tamamlanmış bir reformun parçaları olduğunu iddia etmek mümkün değildir. Zira sermaye piyasalarında süreklilik arz eden değişim, yeni ve karmaşık finansal ürünler ve işlemler üretmekte, bu durum aynı zamanda

yatırımcılar, ihraççılar ve finansal kuruluşlar arasında yeni çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasına sebebiyet vermektedir. Bu sebeple, piyasalarda ortaya çıkan gelişmelerin ve yeniliklerin takip edilerek, yatırımcıları koruyucu yeni kuralların süregelen bir şekilde geliştirilmesi zorunlu hale gelmektedir.

Bu makalenin temel amacı, sermaye piyasası hukukunun amaçlarından biri olan yatırımcının korunması ilkesinin teorik çerçevesini araştırmak ve tartışmaktır. Bu bağlamda, öncelikle sermaye piyasalarını düzenleme amaçları ve bu amaçların içinde yatırımcının korunması ilkesinin yeri ele alınacaktır. Sonrasında, yatırımcının piyasalarda işlem yaparken oynadığı roller ve maruz kaldığı riskler dikkate alınmak suretiyle, yatırımcı kavramının işlevsel sınıflandırması yapılacaktır. Ancak, yeri gelmişken belirtmek gerekir ki, bu makalede yatırımcı kavramı ile kastedilen, sermaye piyasalarında yatırım yapan küçük, bireysel yatırımcılardır.<sup>1</sup> Çalışma kapsamında son olarak, yatırımcının işlevsel sınıflandırılmasına karşılık gelmek üzere geliştirilen koruma mekanizmaları ve bunların sınıflandırılması üzerinde durulacaktır.

## **II. SERMAYE PİYASASININ DÜZENLENMESİNİN AMACI OLARAK YATIRIMCININ KORUNMASI**

Sermaye piyasaları büyümenin ve iktisadi kalkınmanın temel bileşenlerinden biri olarak kabul edilmektedir. Bu açıdan, sermaye piyasaları ihraççılar ve yatırımcılar için çok sayıda ve çeşitli yatırım olanakları

<sup>1</sup> Bu makale kapsamında yatırımcı kavramının küçük ve bireysel yatırımcılara hasredilmesi çalışmanın kapsamını sınırlar gibi görünmekle birlikte, yatırımcı koruma mekanizmalarının tamamının ele alınması bu yaklaşımı gerekli kılmaktadır. Bir başka deyişle, bu yaklaşım çalışmanın kapsamını geniş tutmayı sağlamaktadır. Çünkü sermaye piyasalarında genel olarak yatırımcının korunmasından bahsedilirken, küçük yatırımcıların korunması ön planda tutulmaktadır. Elbette bu durum, mevzuatta açıkça küçük ve bireysel yatırımcılarla sınırlandırılmadığı sürece, getirilen koruma mekanizmalarından büyük ve kurumsal yatırımcıların yararlanmasına engel teşkil etmemektedir. Bu sebeple, çalışma kapsamında incelenen koruma mekanizmalarının çoğu büyük ve kurumsal yatırımcılara da hizmet etmektedir. Ancak, özellikle uyumsuzluk çözümü ve tüketici sıfatından kaynaklanan bazı koruma mekanizmalarının küçük ve bireysel yatırımcılara hasredilmesi mümkün olduğu gibi, tazmin sistemi gibi bazı mekanizmalar da kapsamı itibarıyla büyük ve kurumsal yatırımcılar için herhangi bir anlam ifade etmeyebilecektir. Buna ilave olarak, büyük ve kurumsal yatırımcıların profesyonel nitelikte oluşları, bu yatırımcıların mevzuatta öngörülen asgari koruma mekanizmalarının ötesinde kendi hak ve yararlarını koruyabileceği konusunda hakim bir kanaat oluşturmaktadır. Buradan hareketle, özellikle kamuyu aydınlatma konusunda, bu tür yatırımcılara yapılan menkul kıymet satışlarında asgari korumadan dahi vazgeçildiği durumlara mevzuatta yer verilmektedir. Dolayısıyla yatırımcı kavramının küçük ve bireysel olarak belirlenmesi, çalışmanın kapsamını daraltma anlamına gelmemekte, sadece konuyu işlenişinde kavramın anlamını belirlemektedir.

sunmaktadır. Öte yandan, güçlü ve etkin sermaye piyasası düzenlemeleri veya hukuku ise, bu piyasaların gelişimi ve piyasaya olan güvenin sağlanması bakımından hayati önem taşımaktadır.<sup>2</sup> Sermaye piyasalarının düzenlenmesi gerektiğine yönelik yaklaşımı, değişik nedenler çerçevesinde gerekçelendirmek mümkündür. Sermaye piyasası hukukunun piyasaya ve firmalara empoze edilmesinin temel nedeni, bu piyasaların düzgün bir şekilde işlemesini sağlamak için gerekli olan sonuçlara ulaşmak ve bu sonuçları garanti altına almaktır. Bu sonuçlar sermaye piyasası hukukunun amaçları olarak adlandırılabilir.<sup>3</sup>

Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonu Örgütü (The International Organization of Securities Commissions, IOSCO) tarafından yayımlanan Sermaye Piyasası Düzenlemelerinin Amaçları ve İlkeleri (Objectives and Principles of Securities Regulation) adlı raporda, sermaye piyasası düzenlemelerinin üç temel amacı olduğu ifade edilmektedir. Bu amaçlar; yatırımcının korunması, piyasaların adil, etkin ve şeffaf oluşunun sağlanması ve sistemik riskin azaltılmasıdır. Bu üç amaç arasında yakın ve süreklilik arz eden bir ilişki mevcuttur. Bu anlamda, adil, etkin ve şeffaf bir piyasanın varlığını amaçlayan düzenlemelerin veya yükümlülüklerin çoğu, aynı zamanda yatırımcının korunması ve sistemik riskin azaltılması ile de bağlantılıdır. Benzer şekilde, sistemik riski azaltmayı amaçlayan mekanizmaların bazıları, aynı zamanda yatırımcının korunması açısından yararlı önlemlerdir.<sup>4</sup>

Sermaye piyasası düzenlemelerinin bu üç temel amacı arasında esas itibarıyla herhangi bir öncelik-sonralık ilişkisinin bulunmadığı kabul edilmekle birlikte, yatırımcının korunmasının sermaye piyasası düzenlemelerinin merkezinde yer aldığını savunmak da mümkündür. Çünkü, yatırımcının korunması, sermaye piyasalarında düzenleme yapmanın en önemli gerekçelerinden biridir. Esasında, sermaye piyasası düzenlemelerinin nihai amacı, yatırım için güvenli bir ortam yaratmak ve piyasa eksikliklerini ve hatalarını gidermek suretiyle, yatırımcılar için yeterli düzeyde koruma sağlamaktır. Öğretide Mayer tarafından da vurgulandığı üzere, yatırımcının

<sup>2</sup> Bkz. IOSCO, 'Objectives and Principles of Securities Regulation' (Mayıs 2003) (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>, son erişim 10 Temmuz 2010) s. 1.

<sup>3</sup> Düzenlemenin amaçları, düzenlemenin mantıki temeli ve düzenlemenin gerekçeleri kavramları arasındaki ayrım için bkz. D. Llewellyn, 'The Economic Rationale for Financial Regulation' (FSA Occasional Paper, Nisan 1999) (<http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers/OP01.pdf>, son erişim 10 Temmuz 2010) s. 8-9.

<sup>4</sup> Bkz. IOSCO, s. 5.

korunması mevzuat tarafından açıklığa veya çözüme kavuşturulması gereken temel konudur.<sup>5</sup> Nitekim, yatırımcı haklarını korumaya elverişli mevzuatın, gelişmiş ülkelerde finansal hizmetlerin sağlıklı bir şekilde ilerlemesinde temel bir unsur olarak kabul edildiği iddia edilmektedir.<sup>6</sup> Bunun yanı sıra, bazı ampirik çalışmalarda sermaye piyasalarının gelişmişliğinin, mevzuat çerçevesinde sağlanan yatırımcının korunması seviyesi ile göreceli olarak orantılı olduğu sonucuna varılmıştır.<sup>7</sup>

### **III. YATIRIMCININ FONKSİYONEL AÇIDAN SINIFLANDIRILMASI**

Yatırımcının korunmasının sermaye piyasası düzenlemelerinin en önemli amaçlarından biri olduğu bu şekilde belirlendikten sonra, yatırımcı kavramının işlevsel açıdan analiz edilmesinde yarar bulunmaktadır. Yatırımcıların, sermaye piyasalarında gösterdikleri faaliyetler çerçevesinde, işlevsel açıdan üçlü bir ayrıma tabi tutulmaları mümkündür. Öncelikle, yatırımcılar, bir ihraççının menkul kıymetlerine yatırım yaptıklarında katılımcı sıfatını haizdirler. İkinci olarak, yatırımcılar, ikincil piyasalarda menkul kıymetlerin alım satımını yaparken piyasa oyuncusu olarak hareket etmektedirler. Nihayet, yatırımcılar finansal aracı kuruluşlarca sağlanan hizmetleri tüketirken, bu kuruluşların müşterisi konumundadırlar. Bu fonksiyonel nitelikler, sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcıların çıkar çatışmalarına, piyasa eksikliklerine ve hatalarına ve finansal aracı kuruluşların olası suistimallerine karşı korunması ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır.<sup>8</sup>

#### **A. Katılımcı Sıfatıyla Yatırımcı**

Yatırımcılar, ihraççılar tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri yatırım yapmak üzere satın aldıklarında, esas itibariyle bir katılım ilişkisi ortaya çıkmaktadır. Bu katılım ilişkisi sayesinde yatırımcılar, ihraççıların finansman ihtiyacını gidermeye katılmaktadırlar. Ancak, bu katılım ilişkisi

<sup>5</sup> C. Mayer, 'Regulatory Principles and the Financial Services and Markets Act 2000' E. Ferran and C. Goodhart (eds), *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century* (Oxford: Hart Publishing Ltd, 2001) s. 26.

<sup>6</sup> A.C. Page/R.B. Ferguson, *Investor Protection* (London: Weidenfeld and Nicolson, 1992) s. 32.

<sup>7</sup> Bkz. S.M. Solaiman, 'Disclosure philosophy for investor protection in securities markets: does one size fit all?' (2007) 28 Co Law, s. 136 ve anılan çalışmaların bazıları için dipnot 4.

<sup>8</sup> Page ve Ferguson tarafından, çeşitli türdeki yatırımlardan ve yatırım araçlarından kaynaklanan farklı kategorilerdeki hukuki ilişkilerin sınıflandırılmasına ilişkin yaklaşım için bkz. Page/Ferguson, s. 11.

neticesinde ortaya çıkan hukuki münasebetler, elde edilen menkul kıymetin niteliğine göre değişmektedir. Buna göre, yatırımcılar tarafından halka açık bir anonim ortaklığın pay senetlerine yatırım yapılması halinde, sermayeye katılım niteliğindeki bu yatırım, anonim ortaklık ile pay sahibi arasında (hukuki anlamda) hissedarlık ilişkisinin ortaya çıkmasını sağlamaktadır. Yatırımcılar tarafından bir ihraççının tahvil, bono gibi menkul kıymetlerine yatırım yapılması halinde ise, (hukuki anlamda) ihraççı ile yatırımcılar arasında alacak-borç ilişkisi ortaya çıkmaktadır.

Yatırımcının katılımcı sıfatı ile hareket etmesi neticesinde ortaya çıkan temel problem, yatırımcılar ile ihraççılar arasındaki asimetrik bilgi sorunudur. Gerçekten de, ihraççıların, yatırımcılara nazaran kendileri ve ihraç ettikleri menkul kıymetler hakkında daha iyi ve yeterli bilgiye sahip oldukları açıktır. İşte, bazı ihraççıların, sözü edilen konumlarını kötüye kullanarak, yatırımcılar için hayati önemi haiz bazı bilgileri gizlemek veya yanlış ve yanıltıcı bilgileri kamuya açıklamak suretiyle, yatırımcıları yanıltmaya, dolayısıyla onların bilgiye dayalı/bilgilenmiş bir şekilde yatırım kararı almalarını engellemeye çalışmaları ihtimal dahilindedir.<sup>9</sup>

Bu asimetrik bilgi sorunun yanı sıra, özellikle halka açık anonim ortaklıkların pay sahipleri, ortaklık kontrolünün ele geçirilmesi, el değiştirmesi ve buna ilişkin gelişmeler konusunda da hassas ve zayıf durumdadırlar. Bu hassasiyet, bir yandan yatırımcıların ortaklığın kontrolüne ilişkin bilgilere erişimi hususunda asimetrik bilgi sorununu yaratırken, diğer taraftan ortaklık kontrolünde meydana gelen değişimler sonucunda, yatırımcıların söz konusu değişimler karşısında çaresiz kalması, haksız uygulamalara maruz bırakılması gibi sorunlara da neden olabilmektedir.<sup>10</sup>

### **B. Piyasa Oyuncusu Sıfatıyla Yatırımcı**

Yatırımcılar, ikincil piyasalarda menkul kıymetlerin alım satımını yaparken piyasa oyuncusu sıfatı ile hareket etmektedirler. Bu sıfatla hareket eden yatırımcılar, bir yandan borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalar tarafından sunulan hizmetlerden yararlanan konumunda bulunmaları sebebiyle, bu piyasaların işleyişine ilişkin kurallara muhatap olurlarken; diğer yandan, piyasalarda gerçekleştirdikleri işlemler vesilesiyle diğer piyasa oyuncularını ile ilişki kurmaktadır.

<sup>9</sup> Bkz. Solaiman, s. 135-136; Ayrıca bkz. B. S. Black, 'The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets' (2001) 48 UCLA Law Review, s. 786.

<sup>10</sup> IOSCO, s. 24-25.

Yatırımcıların piyasa oyuncusu sıfatıyla hareket ettikleri durumlarda karşılaşmaları ve korunmaya ihtiyaç duymaları muhtemel problemler iki noktadan kaynaklanabilecektir. Bunlardan ilki, piyasaların düzeni ve işleyiş sistemi ile ilgilidir. Bu noktadan kaynaklanması muhtemel temel problemler, piyasanın etkin olmaması, piyasa hizmetlerine adil ve eşit erişim sağlanamaması veya işlem bilgilerinin yatırımcılara etkin bir şekilde duyurulmamasıdır. İkinci nokta ise, piyasanın diğer oyuncularıdır. Bu anlamda, yatırımcıların piyasanın diğer oyuncularından tarafından gerçekleştirilen manipülasyon, içerden öğrenenlerin ticareti gibi piyasayı bozucu uygulamalara maruz kalmaları ve bu uygulamalar nedeniyle zarara uğramaları mümkündür.<sup>11</sup>

### **C. Müşteri Sıfatıyla Yatırımcı**

Finansal aracı kuruluşlar, sermaye piyasalarındaki müşterilerine menkul kıymetlerin alım satımı, korunması, idaresi ve yönetimi, bu kıymetlerin alım satımına yönelik danışmanlık gibi çok değişik hizmetler sunmaktadırlar.<sup>12</sup> Yatırımcılar, finansal aracı kuruluşlarca sağlanan hizmetleri tüketirken bu kuruluşların müşterisi konumundadırlar. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılar, anılan hizmetleri tüketmek suretiyle kendi yatırım amaçlarını gerçekleştirmeye çalışmaktadırlar. Bu etkileşim, asimetric bilgi sorunu, yatırımcıların karmaşık finansal ürünlerin ve kamuya açıklanmış bilgilerin değerlendirilmesine yönelik sınırlı yeterlilikleri ve zayıf karar alma kapasitesi gibi temel kusurlarla örülü bir yatırımcı-firma ilişkisi yaratmaktadır. Buna ilave olarak, yatırımcılar finansal aracı kuruluşların hizmetlerini ve eylemlerini değerlendirme ve denetleme konusunda yeterli güç ve kabiliyete sahip değildirler. Bu problemlerin ve eksikliklerin bir sonucu olarak yatırımcılar, hileli davranışlar, sahibi buldukları varlıkların ve fonların kötüye kullanımı, çıkar çatışmaları ve firmanın hizmet sağlamadaki yetersizliği gibi çok değişik piyasa eksikliklerine ve kusurlarına maruz kalabileceklerdir. Bu eksiklik ve kusurların, yatırımcının korunması ilkesi çerçevesinde, sermaye piyasası düzenlemeleri tarafından giderilmesi gerekmektedir.<sup>13</sup>

<sup>11</sup> IOSCO, s. 6.

<sup>12</sup> Finansal aracı kuruluşların, sermaye piyasalarının önemli aktörleri olduğu konusunda kuşku bulunmamaktadır. Gerçekten de, finansal aracı kuruluşlar, birincil ve ikincil piyasalardaki faaliyetleriyle, yatırımcılar ile sermaye arayışında olanlar arasında bir köprü vazifesi görmektedirler. Bu sebeple, güvenli ve güçlü aracılık sektörü, finansal gelişmenin ve ekonomik büyümenin temel bir unsurudur. Bkz. N. Moloney, *EC Securities Regulation* (Oxford and New York: OUP, 2nd ed, 2008) s. 340.

<sup>13</sup> Bkz. Moloney, *EC*, s. 536 ve N. Moloney, 'Building a Retail Investment Culture through

#### D. Yatırımcı-Tüketici İlişkisi

Yatırımcıların, finansal aracı kuruluşlardan hizmet alırken nasıl bir sığata sahip oldukları tartışmalı bir konudur. Aslında, hizmete dayalı bu ilişkinin, geleneksel yatırımcı kavramının ötesinde, yatırımcının finansal hizmetleri alırken ve tüketirken haiz olduğu tüketici/tüketen sıfatı çerçevesinde farklı bir yaklaşımla analiz edilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, sermaye piyasalarındaki yatırımcıların teknik ve hukuki anlamda tüketici sıfatını haiz olup olmadığı hususunda tartışmalar mevcuttur. Yatırımcıların tüketici sayılması aleyhine ileri sürülebilecek argümanların birkaç noktada toplanması mümkündür. İlk olarak, iktisadi süreç içinde, yatırımcıların tüketicilere kıyasen farklı bir sıfat ile hareket ettiği ileri sürülebilir. Bu bağlamda, yatırım kavramının, tüketim kavramından farklı hukuki ilişkilere vücut verdiği söylenebilecektir. Nihayetinde, yatırımcılar ile tüketiciler arasındaki benzerliklerin, yatırımcıların tüketim olgusuna nazaran, yatırım yapmak suretiyle üretici ekonomik sürecin bir parçası olduğu gerçeğini değiştirmediği ileri sürülebilecektir. Bununla birlikte, bu tür yaklaşımların tüketici kavramının sınırlandırılmış ve dar bir şekilde yorumlanmasının bir tezahürü olduğu ifade edilmektedir.<sup>14</sup>

Tüketici kavramının bu dar yorumuna karşı değişik argümanlar ileri sürülmektedir. Bu yaklaşıma göre, modern finansal piyasalardaki yatırımcılar, mal ve ürün piyasalarındaki tüketicilere benzemektedirler. Yatırımcılar da finansal piyasalardaki geniş yelpazeye yayılmış alternatif, karmaşık yatırım araçlarının ortaya çıkması, doğru olmayan ve yanıltıcı reklamlar, saldırgan satış teknikleri, organize olmuş, komplike finansal aracı kuruluşlar ile aralarındaki güçler dengesizliği gibi değişmeler ve gelişmeler nedeniyle, tüketicilere benzer şekilde belirli düzeyde bir korumaya ihtiyaç duymaktadırlar.<sup>15</sup> Bunun da ötesinde, Page ve Ferguson, yatırımın ertelenmiş tüketim olduğunu iddia etmektedirler. Anılan yazarlara göre, yatırımcılar yatırım danışmanlarından, aracı kuruluşlardan ve yönetim şirketlerinden finansal hizmet alırken tüketici

---

Law: The 2004 Markets in Financial Instruments Directive' (2005) 6 EBOR, s. 367; Ayrıca bkz. P. Cartwright, 'Optimal Consumer Protection in Financial Services' (ECRI/CEPS Seminar 7th June 2001 Brussels, European Credit Research Institute and Centre for European Policy Studies.) s. 3 ve 7-8.

<sup>14</sup> P. Cartwright, *Banks, Consumers and Regulation* (Oxford and Portland Oregon: Hart Publishing, 2004) s. 4.

<sup>15</sup> Bkz. David Graham and diğerleri, *A Report by Justice, The Protection of the Small Investor* (Cambridge: Justice, 1992) s. 9-10.



olarak kabul edilmelidirler. Bu sebeple, yatırımcının korunması ile tüketicinin korunması arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır.<sup>16</sup> Öğretide Cartwright da, benzer şekilde, finansal piyasalara ilişkin tüketici kavramının, tüketicinin iktisadi tanımı ile sınırlandırılmaması gerektiğini ifade etmektedir. Bu nedenle, bireysel yatırımcılar, karmaşık malların tüketicilerinin karşı karşıya kaldıkları sorunlara benzer sorunlarla yüz yüze kaldıkları için, tüketici olarak kabul edilmelidirler.<sup>17</sup>

Esasında, yatırımcıların finansal aracı kuruluşlardan yatırım hizmeti alırken tüketici kavramının dışında tutulmasını haklı gösterecek bir gerekçe bulmak oldukça zordur. Her ne kadar yatırımcılar finansal hizmetlerden tüketim değil yatırım amaçlı yararlanıyorlar gibi gözükseler de nihayetinde yatırım yapabilmek için finansal aracı kuruluşlar tarafından sağlanan hizmetleri tüketiyor olduklarından, onlar ile diğer herhangi bir hizmetin tüketicileri arasında gerçek bir fark bulunmamaktadır. Bu sebeplerle, yatırımcıların tüketici sıfatı dikkate alınmak suretiyle, finansal hizmetlerin yatırımcılar tarafından alınmasına ve tüketilmesine ilişkin olarak en azından tüketicilerle benzeri koruma mekanizmalarının sağlanması gerekmektedir.<sup>18</sup> Bu çerçevede, sermaye piyasasındaki yatırımcılara özel olarak sağlanan olanaklar dışında veya böyle bir özel düzenleme bulunmayan hallerde, yatırımcıların da tüketicinin korunmasına ilişkin mevzuat hükümlerinden faydalanabilmesi gerekmektedir.

#### **IV. YATIRIMCININ KORUNMASINDA OPTİMAL DENGE**

Sermaye piyasası düzenlemelerinin bir amacı olarak yatırımcının korunmasının önemi, ulusal ve uluslararası otoriteler tarafından kabul edilmektedir. IOSCO tarafından yayımlanan rapor, bu amacın önemini açıkça ortaya koymaktadır.<sup>19</sup> Buna ek olarak, Dünya Bankası tarafından

<sup>16</sup> Bkz. Page and Ferguson, s. 14.

<sup>17</sup> Cartwright, *Banks*, s. 3-4; P. Cartwright, 'Consumer Protection in Financial Services: Putting the Law in Context' P Cartwright (ed), *Consumer Protection in Financial Services* (International Banking, Finance and Economic Law Series) (London and Dordrecht: Kluwer Law International, 1999) s. 6.

<sup>18</sup> İngiliz hukukundaki yaklaşım anılan argümanı bütünüyle destekler mahiyettedir. Zira, finansal hizmetleri ve piyasaları düzenleyen kanunun (Financial Services and Markets Act 2000, FSMA) temel amaçlarından birinin tüketicinin korunması olduğu kabul edilmiştir. Bu bağlamda kanunda, sağlanan finansal hizmetler arasında herhangi bir ayırım yapılmaksızın, faaliyette bulunmaya yetkilendirilmiş kişiler, finansal hizmetler ve düzenlenmiş faaliyetler ile bağlantılı geniş bir tüketici tanımına yer verilmiştir. Bkz. FSMA md. 5 (3) ve 138 (7).

<sup>19</sup> IOSCO, s. 5.

yayımlanan ve aşağıda ayrıntılarına yer verilen finansal piyasalardaki tüketicilerin korunmasına ilişkin danışma taslağında, sermaye piyasalarının gelişimi için tüketicinin korunmasının ne derecede önemli olduğu özellikle vurgulanmaktadır.<sup>20</sup> Ulusal yasalardaki yaklaşım da sermaye piyasalarında yatırımcının korunmasının önemini fark etmekte ve bu amacı sağlamaya elverişli düzenlemeler öngörmektedir. Örnek kabilinden olmak üzere, İngiliz hukukunda Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu (Financial Services and Markets Act 2000, FSMA) sermaye piyasalarındaki yatırımcılar da dahil olmak üzere, tüm finansal piyasalardaki tüketicilerin korunmasını bir düzenleme amacı olarak kabul etmekte ve finansal piyasalardaki tüketicinin korunmasının kapsamını açıklamaktadır.<sup>21</sup> Benzer şekilde, Türk hukukunda 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu da sermaye piyasalarında tasarruf sahipleri olarak adlandırılan yatırımcının hak ve yararlarının korunmasını amaçlamaktadır.<sup>22</sup>

Bununla birlikte, kanunda bir amaç olarak yatırımcının korunması ilkesine yer verilmesi, tek başına yatırımcılara yeterli düzeyde koruma sağlandığı anlamına gelmemektedir. Kanunda genel ve soyut olarak belirlenen bu amacın, yatırımcıya koruma sağlamaya elverişli kurallar ve mekanizmalar ile desteklenmesi ve somutlaştırılması gerekmektedir. Ancak, bunu yaparken, söz konusu koruma kurallarında ve mekanizmalarında nasıl bir optimal denge kurulacağı; başka bir deyişle, hangi kurallar ve mekanizmalar sayesinde sermaye piyasalarında yatırımcıların korunmasının en etkin ve uygun bir şekilde sağlanacağı sorunu büyük önem taşımaktadır.

Anılan soruna ilişkin olarak İngiltere’de yapılan bir çalışmada, bireysel, küçük yatırımcıların korunmasını sağlayan kural ve mekanizmaların ihdasında dört temel konuya dikkat edilmesi gerektiği ileri sürülmüştür. Bunlardan ilki, sağlam, güvenilir ve uzman yatırım tavsiyelerinin mevcudiyetinin sağlanmasıdır. İkincisi, dürüst ve güvenilir reklam ve promosyon uygulamalarıdır. Üçüncüsü, etkin ve hızlı bir yatırımcı tazmin

---

<sup>20</sup> The World Bank, ‘Good Practices for Consumer Protection and Financial Literacy in Europe and Central Asia: A Diagnostic Tool’ (Eylül 2009) s. 1-8 ve 36.

<sup>21</sup> Bkz. FSMA md. 2 ve 5. İngiliz hukukunda 14 Haziran 2000 tarihinde yasalanan ve 1 Aralık 2001 tarihinde yürürlüğe giren Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu (Financial Services and Markets Act 2000, FSMA) ile finansal piyasaların düzenlenmesine yönelik genel çerçeve belirlenmiştir. Bkz. Walker, G.: ‘Financial Services Authority’ *Financial Services Law* (Oxford and New York: OUP, 2006) s. 3-7.

<sup>22</sup> Bkz. Sermaye Piyasası Kanunu md. 1.

sisteminin varlığı ile birlikte, yükümlülüğünü yerine getirmeyenler aleyhine sürekli ve etkili çarelerin bulunmasıdır. Nihayet, konuya ilişkin mevzuat, açık, yani kolaylıkla anlaşılabilir ve yeterli koruma sağlayacak ölçüde kapsamlı olmalıdır.<sup>23</sup>

Öte yandan, yukarıda değinildiği üzere, Dünya Bankası tarafından yayımlanan finansal piyasalarda tüketicilerin korunmasına ve finansal kültüre ilişkin iyi uygulamalar Danışma Taslağından da söz etmek gerekir. Taslağa göre, iyi uygulamalar tüm ülkelerin yerine getirmesi gereken asgari standartlar olarak algılanmamalıdır. Bunlar, esas itibariyle finansal piyasalardaki tüketicilerin korunmasına ve finansal kültüre ilişkin iyi uygulamalar konusunda uluslararası yaklaşımların bir özeti niteliğinde olup, düzenleyicilere finansal tüketicilere sağlanan korumanın güçlendirilmesi amacıyla değişik alternatifler sunmaktadır.<sup>24</sup> Danışma Taslağı, sermaye piyasalarındaki yatırımcıların korunmasına ilişkin olarak yedi önemli konuya açıklık getirmektedir. Bu konular; yatırımcıların korunması müesseseleri, kamuyu aydınlatma ve satış teknikleri, müşteri hesabının idaresi ve korunması, gizlilik ve bilgi korunması, uyuşmazlık çözüm mekanizmaları, aracı kuruluşların iflasi ve tüketicilerin yetkilendirilmesidir. Sözü edilen konular, Danışma Taslağında birçok alt başlık ile detaylandırılmıştır.<sup>25</sup>

Aslında, Dünya Bankası'nın Danışma Taslağı, başta gelişmekte olan ekonomiler gelmek üzere, sermaye piyasalarında tüketicinin korunması için iyi uygulamalar kılavuzu olarak düşünülmelidir. Danışma Taslağı, tüketicinin korunması ile alakalı ve dikkatli bir şekilde açıklanmış birçok konuyu ele almaktadır. Danışma Taslağının ayırt edici özelliği, koruyucu düzenlemelerin etkili icrası, işleyiş kuralları, kamuyu aydınlatma ve pazarlama teknikleri, müşteri varlıklarının ve fonlarının yönetimi ve korunması, gizlilik ve bilgi korunması, uyuşmazlık çözümü, tazmin sistemleri, finansal eğitim gibi çok geniş alandaki konuları içeren geniş bir tüketicinin korunması anlayışı ile kaleme alınmış olmasıdır.

Ancak, gerek İngiltere'de yapılan çalışma gerek Dünya Bankası'nın Danışma Taslağı, yatırımcının korunmasında optimal dengeye ulaşma konusuna belirli bir açıdan yaklaşmaktadır. Halbuki, bütünlük arz eden

<sup>23</sup> Bkz. David Graham and diğerleri, s. 10.

<sup>24</sup> The World Bank, s. 6-7.

<sup>25</sup> The World Bank, s. 36-45.

yaklaşım, yatırımcının sermaye piyasalarındaki faaliyetlerinin işlevsel sınıflandırılması sonucunda ortaya çıkan ayrımları dikkate alarak, her bir fonksiyonun gerçekleştirilmesi sırasında karşılaşılan piyasa eksikliklerini ve hataları ortadan kaldıracak ve gerektiğinde telafi mekanizmalarını devreye sokacak bir koruma sistemini gerektirmektedir. Yatırımcının korunması ilkesi bu açıdan ele alındığında, optimal dengeyi sağlamaya elverişli ve yatırımcının fonksiyonel anlamda sınıflandırılmasına karşılık olarak üretilen koruma mekanizmalarının incelenmesi gerekmektedir. Aşağıda, bu ihtiyaca cevap vermek amacıyla geliştirilen koruma mekanizmaları belirli bir sistematik içinde ele alınmış ve değerlendirilmiştir.

## **V. YATIRIMCIYI KORUMA MEKANİZMALARININ SINIFLANDIRILMASI**

### **A. “Katılımcı” Olarak Yatırımcının Korunması**

Yukarıda belirtildiği üzere, katılımcı sıfatı ile hareket eden yatırımcının karşı karşıya kaldığı en temel sorun, asimetrik bilgi sorunudur.<sup>26</sup> Tam, doğru ve zamanında yapılan kamuyu aydınlatma ise, bu sorun ile başa çıkabilmenin en önemli ve etkili yöntemidir. IOSCO raporunda ifade edildiği üzere, yatırımcı kararları açısından önem taşıyan bilgilere ilişkin olarak getirilen tam ve doğru kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, yatırımcı menfaatlerinin korunmasını sağlayan hayati niteliği haiz bir mekanizmadır. Bu sayede, yatırımcıların, kendi yatırımlarının olası risk ve getiri değerlendirmelerini yapmaları ve bilgiye dayalı bir şekilde karar almaları mümkün olacaktır.<sup>27</sup> Kamuyu aydınlatma mekanizmalarının önemi, akademik çevrelerde geniş ölçüde kabul görmektedir.<sup>28</sup> Buradan hareketle, yatırımcıların korunması için, güçlendirilmiş, zorunlu kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün gerekliliği üzerinde bir uzlaşının varlığından söz etmek mümkündür. Bununla birlikte, sınırlı ölçüde de olsa, zorunlu kamuyu aydınlatma rejimi aleyhine bazı görüşler de bulunmaktadır.<sup>29</sup>

<sup>26</sup> Black tarafından, bu asimetrik bilgi problemi ile mücadelede varlığı gerekli ve önemli olan müesseseler konusunda uzun bir liste hazırlanmıştır. Bkz. Black, s. 789-799.

<sup>27</sup> IOSCO, s. 5.

<sup>28</sup> Bkz. L. Loss and J. Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation* (New York: Aspen Publishers, 4th ed, 2004) s. 32-45; E.A. Welle, ‘Freedom of Contract and the Securities Laws: Opting Out of Securities Regulation by Private Agreement’ (1999) 56 Wash.& Lee L.Rev., s. 534-535; Solaiman, s. 135-137; E. Ferran, *Building an EU Securities Market* (Cambridge: CUP, 2004) s. 127-129.

<sup>29</sup> Bkz. Llewellyn, s. 32.

Kamuyu aydınlatmada temel amaç, yatırımcıların yatırım kararlarına etki edebilecek tüm bilgilerin, tam, doğru ve zamanında açıklanmasının sağlanmasıdır. Öte yandan, bu bilgilerin güncelliğinin korunması gereği, sonradan meydana gelen olayların da kamuya açıklanmasını zorunlu kılmaktadır. Bu çerçevede mevzuat ile, ihraççılar, öncelikle sermaye piyasası araçlarının ihracında, halka arzında veya düzenlenmiş (organize) piyasalarda işlem görmeye kabulünde, yatırımcıların bilgilendirilmiş bir şekilde yatırım kararı alabilmelerini sağlayacak bilgileri kamuya açıklamak zorunda tutulmaktadır. Daha sonra kamuya açıklanan bu bilgilerde meydana gelen değişiklikler ve gelişmeler ile yeni durumlar ve olaylar da sürekli kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yatırımcıların bilgisine sunulmaktadır.<sup>30</sup>

Kamuyu aydınlatma konusunda iki tamamlayıcı unsurun daha dikkate alınması gerekmektedir: Öncelikle, kamuyu aydınlatmanın konusunu teşkil eden finansal bilgilerin güvenilirliğini sağlamak için muhasebe ve denetim standartları bulunmalıdır.<sup>31</sup> İkinci olarak, kamunun yanlış ve yanıltıcı aydınlatılmasından kaynaklanan hukuki ve cezai sorumluluk rejimi, belirli ve açık bir şekilde düzenlenmelidir.<sup>32</sup> Bu iki husus, kamuya açıklanacak bilgilerin tam ve doğru olmasını sağlama konusunda özel bir önem arz etmektedir.<sup>33</sup>

Nihayet, halka açık anonim ortaklık pay sahibinin adil ve eşit uygulamalardan yararlanabilmesi amacıyla, ortaklığın kontrolüne ve bu kontrolde meydana gelen değişikliklere ilişkin bilgiler kamuya açıklanmalıdır. Bu bağlamda, kontrol değişikliklerinde ve pay alım tekliflerinde yatırımcıların, bilgilendirilmiş bir şekilde değerlendirme yapabilecekleri verilere erişiminin sağlanması, bu konuda sunulan menfaatlerden eşit bir şekilde yararlanabilmeleri ve özellikle azınlıkta kalan pay sahiplerinin korunabilmesi için gerekli düzenlemelerin yapılması isabetli olacaktır.<sup>34</sup>

<sup>30</sup> IOSCO, s. 22-24; İhraççılara sürekli kamuyu aydınlatma yükümlülüğü getirilmesinin temel gerekçeleri hususunda ayrıntılı bilgi için bkz. I. H. Chiu, 'Examining the justifications for mandatory ongoing disclosure in securities regulation' (2005) 26 (3) Comp. Law., s. 67 vd.

<sup>31</sup> Bu bağlamda, muhasebe kurallarının yatırımcılara faydalı bilgiler sunacak şekilde tasarlanması önerilmektedir. Bu kurallar, şirketin geçmiş performansını ulusal ve uluslararası düzeyde benzer şirketlerle karşılaştırmaya olanak sağlamalı ve yöneticilerin kendi şirketlerini daha karlı gösterebilmek amacıyla alternatif muhasebe uygulamaları arasındaki seçimlerindeki esnekliği sınırlamalıdır. Ayrıca denetim standartlarının, hukuka aykırı hileleri yakalamaya ve potansiyel hileli uygulamaları caydırmaya yetecek ölçüde sıkı ve özenli olması gerekmektedir. Bkz. Black, s. 792-793.

<sup>32</sup> Black, s. 796-797.

<sup>33</sup> IOSCO, s. 24-25.

<sup>34</sup> IOSCO, s. 24-25.

## **B. “Piyasa Oyuncusu” Olarak Yatırımcının Korunması**

Piyasa oyuncusu olarak yatırımcının korunması amacıyla, ikincil piyasalarda birtakım yasal yükümlülükler geliştirilmiştir. Bu bağlamda, sermaye piyasası düzenlemelerinin diğer bir amacı olan piyasaların adil, etkin ve şeffaf oluşunun sağlanması amacı ile yatırımcının korunması amacı arasındaki yakın ilişkinin varlığı göze çarpmaktadır. Gerçekten de, piyasaların adil ve etkin işlemesi ile şeffaflığının sağlanmasına yönelik düzenlemeler, aynı zamanda yatırımcılar için güvenli bir yatırım ortamı yaratmaktadır.<sup>35</sup>

Bunun yanı sıra, sermaye piyasası düzenlemeleri, piyasa hizmetlerine adil ve eşit erişimi temin etmeli, işlem bilgilerinin kamuya açıklanmasını sağlamalı ve piyasa etkinliğini artırmalıdır. Bunlar arasında işlem bilgilerinin kamuya açıklanmasıyla kastedilen, işlemlere ilişkin bilgilerin, hem işlem öncesi hem sonrası, gerçek zamanlı olarak kamunun erişimine elverişli hale getirilmesidir. İşlem öncesi bilgiler, mevcut teklifler ile ilgili olup, yatırımcıların işlem yapabiliş yapamayacaklarını ve yapabileceklerse hangi fiyattan işlem gerçekleştirebileceklerini bilmelerini sağlayacak bir mekanizmadır. İşlem sonrası bilgiler ise, sonuçlandırılan tüm işlemlerin fiyatı ve hacmi ile alakalıdır. İkincil piyasalardaki bu bilgilere zamanında erişimin sağlanması, yatırımcılara kendi menfaatlerini koruma, bilgiye dayalı olarak işlem yapma ve manipülatif işlemlere ilişkin riski azaltma olanağı sağlayacaktır.<sup>36</sup>

Son olarak, piyasa oyuncusu olan yatırımcı, piyasanın diğer oyuncuları tarafından gerçekleştirilebilecek piyasayı bozucu uygulamalara karşı korunmalıdır. Bu bağlamda, içerden öğrenenlerin ticareti, piyasa manipülasyonu ve diğer hileli uygulamaların önlenmesi, ortaya çıkarılması, yasaklanması ve bu eylemlere karışanlara etkin ve caydırıcı yaptırımlar uygulanması ikincil piyasalarda işlem yapan yatırımcıların korunması ve piyasaya duyulan güvenin artırılması açısından hayati önemi haizdir. Bu tür uygulamaların önlenmesi, doğrudan gözetim, denetim, raporlama, pozisyon limitleri, takas ve fiyat kuralları veya işlemlerin durdurulması ve düzenlemelerin ve işlem kurallarının sıkı bir şekilde uygulanması ile sağlanabilir.<sup>37</sup>

---

<sup>35</sup> IOSCO, s. 6.

<sup>36</sup> Bkz. Black, s. 797; IOSCO, s. 43.

<sup>37</sup> IOSCO, s. 43

### **C. “Müşteri” Olarak Yatırımcının Korunması**

Sermaye piyasalarında yatırımcının korunmasının en önemli bölümlerinden birini teşkil etmesine rağmen, müşteri yatırımcının korunması başlığı altında geliştirilen koruma mekanizmalarının teorik ve sistematik açıdan incelenmesi ve tartışılması, büyük ölçüde ihmal edilmiştir. Esasında, sermaye piyasalarında finansal aracı kuruluşlar ile yatırımcılar arasında ortaya çıkan ilişkide, yatırımcıların korunmasını sağlamak amacıyla çok sayıda koruma mekanizması geliştirilmiştir. Bu mekanizmaların sistematik olarak ele alınması ve sınıflandırılması, konunun anlaşılması bakımından ayrı bir önem taşımaktadır. İşte, aşağıda, bahse konu mekanizmalar, özellik derecesi, kapsamı ve sağladığı korumanın zamanı itibariyle üçlü bir ayrıma tabi tutularak ele alınmakta ve incelenmektedir.

#### **1. Özellik Derecesine Göre Koruma Mekanizmaları**

Müşteri yatırımcının korunmasına yönelik mekanizmalar, (özel hukuka ilişkin) genel kurallar, finansal hukuka ilişkin düzenlemeler veya daha özel bir şekilde sermaye piyasası hukuku vasıtasıyla getirilebilir. Öğretide Moloney<sup>38</sup>, özel hukuk kurallarının, müvekkil/vekil, yediemin veya emanetçinin sorumluluğu aracılığıyla yatırımcılar için belirli ölçüde koruma sağlayabileceğini ifade etmektedir. Bu bağlamda yatırımcılar, finansal aracı kuruluşların hukuka aykırı uygulamalarına karşı sözleşme hukuku ve haksız fiil hukuku aracılığıyla korunabilecektir. Buna ilave olarak, yukarıda yatırımcının tüketici sayılmasına ilişkin yapılan tespitler çerçevesinde tüketicinin korunmasına yönelik düzenlemeler de genel hukuk altında sınıflandırılabilir.

Bununla birlikte, genel sözleşme ve haksız fiil hukukunun yatırımcılar için yeterli bir koruma sağlamadığı ileri sürülmüştür.<sup>39</sup> Yukarıda detaylı olarak açıklandığı üzere, tüketici yatırımcıların etkili bir şekilde korunmasını sağlayabilmek amacıyla getirilen finansal piyasalara özgü düzenlemelerin haklılığını ortaya koyan çok sayıda piyasa hataları ve eksiklikleri ve diğer önemli iktisadi nedenler bulunmaktadır. Bu sebeplerin bir sonucu olarak, yatırımcıların özel düzenlemeler aracılığıyla korunmasına duyulan ihtiyaç kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Bu ihtiyaç ise, genel hukuk tarafından

<sup>38</sup> Moloney, *EC*, s. 541.

<sup>39</sup> Bkz. R. La Porta, F. Silanes and A. Shleifer, ‘What Works in Securities Laws?’ (2006) 61 (1) *The Journal of Finance*, s. 2.

sağlanan korumanın ötesinde, sermaye piyasası düzenlemeleri tarafından sağlanan özel koruma mekanizmaları vasıtasıyla giderilmektedir.

## **2. Kapsamına Göre Koruma Mekanizmaları**

Müşteri yatırımcılara koruma sağlayan özel kurallar ve mekanizmalar, kapsamlarına göre de farklılık göstermektedirler. Bu bağlamda, öncelikle ihtiyatlılık düzenlemeleri (prudential regulations) ile finansal faaliyetin yürütülmesine yönelik düzenlemeler (conduct of business regulations) arasında bir ayırım yapılmalıdır.<sup>40</sup> Bunun yanı sıra yatırımcıların finansal aracı kuruluşlarla olan ilişkilerinden kaynaklanan zararlarını telafi etmelerine olanak sağlayan giderim mekanizmaları da (redress mechanisms) diğer bir düzenleme kategorisi olarak dikkate alınmalıdır. Öğretide Moloney<sup>41</sup>, yatırımcı-finansal aracı kuruluş ilişkisine dair koruma mekanizmalarını önleyici ihtiyatlılık kuralları ve koruma kuralları olarak iki geniş kategoriye ayırmaktadır. Öğretide bir kısım yazar ise, sadece sistemik endişeler açısından finansal aracı kuruluşların güvenliği ve sağlamlığına yönelik sistemik düzenlemeler ile ihtiyatlılık düzenlemeleri arasında bir ayırım yapılması gerektiğini ileri sürmektedir. İhtiyatlılık düzenlemeleri, yatırımcının veya tüketicinin korunması bağlamında finansal aracı kuruluşların sağlamlığına ve güvenliğine odaklanmaktadır.<sup>42</sup>

Yatırımcıların finansal aracı kuruluşların güvenliğini değerlendirme yeterliliğine ve bu değerlendirmeyi yapacak zamana sahip olmaması ihtiyatlılık düzenlemelerinin gerekliliğini ortaya koymaktadır.<sup>43</sup> Bu anlamda, finansal aracı kuruluşlara faaliyet lisansı verilmesi, başlangıçta ve süreklilik arz edecek şekilde sermaye yeterliliğini sağlamanın istenmesi, yönetici ve çalışanlarında belirli özellikler aranması ve diğer ihtiyatlılık kuralları, sadece güçlü ve yeterliliğini kanıtlamış firmaların sermaye piyasalarında yatırım hizmetleri sunabilmesini sağlamaktadır.<sup>44</sup> Moloney<sup>45</sup>, ihtiyatlılık düzenlemelerinin yetkilendirme kurallarını, sermaye yeterliliği

---

<sup>40</sup> Bkz. Charles Goodhart ve diğerleri, *Financial Regulation Why, how and where now?* (London and New York: Routledge, 1998) s. 5; Ayrıca bkz. Cartwright, *Banks*, s. 5; Llewellyn, s. 10.

<sup>41</sup> Moloney, *EC*, s. 539.

<sup>42</sup> Goodhart ve diğerleri, s. 5.

<sup>43</sup> Llewellyn, s. 10.

<sup>44</sup> IOSCO, s. 5.

<sup>45</sup> Moloney, *EC*, s. 539-540.



ve organizasyonel yükümlülükleri kapsadığını ve firmaların risk yönetim politikaları ve sağlamlığı ile ilgilendiğini ifade etmektedir. Bu kuralların diğer bir amacı da elbette yatırımcıları korumaktır.

Faaliyetin yürütülmesine yönelik düzenlemeler ise temel olarak yatırımcı-finansal aracı kuruluş arasındaki ilişki ile ilgilidir. Bu türden düzenlemelerin genel olarak, yatırım ürünlerinin tüketicilere pazarlanmasına yönelik kapsamlı bir sistem olduğu ifade edilmektedir.<sup>46</sup> Llewellyn tarafından belirtildiği üzere, faaliyetin yürütülmesine yönelik düzenlemeler, finansal aracı kuruluşların, müşterileri ile olan ilişkilerinde uygun davranışlar ve ticari uygulamalar sergilemeleri amacına yönelik kuralları içermektedir. Faaliyetin yürütülmesine yönelik kurallar; çıkar çatışmaları, kamuyu aydınlatma, piyasa iletişimi, yeterlilik, firmaların ve çalışanlarının doğruluğu ve dürüstlüğü, adil ticari uygulamalar, tavsiyelerin ve takdire dayalı kararların uygunluğu gibi çok sayıda konuyu içermektedir.<sup>47</sup> Bunlara ilave olarak, yatırımcı hak ve yararlarının finansal aracı kuruluş tarafından ihlali halinde uygulanacak tazmin prosedürünün de sözü geçen düzenlemelerin kapsamına dahil olduğu iddia edilmektedir.<sup>48</sup>

Sermaye piyasalarındaki yatırımcıların, finansal araçların ve piyasa yapısının karmaşıklığından dolayı finansal aracı kuruluşların uygunsuz ve hileli davranışlarına muhatap olma riskiyle karşı karşıya oldukları ortadadır. Yatırımcıların kendi çıkarlarını koruma konusundaki yetersizlikleri, sermaye piyasası düzenlemelerinin etkin bir şekilde icra edilmesine ve diğer korumacı önlemlere duyulan ihtiyacı ortaya çıkarmaktadır.<sup>49</sup> İşte, üçüncü kategori koruma mekanizmalarını oluşturan bu önlemleri, telafi veya giderim mekanizmaları olarak adlandırmak mümkündür. Bu mekanizmalar, etkin uyuşmazlık çözüm sistemi, finansal aracı kuruluşların yükümlülüklerini karşılayamaması halinde devreye giren tazmin sistemleri, düzenleyici otoriteler tarafından sermaye piyasası hukukunun etkin bir şekilde icrası gibi mekanizmaları kapsamaktadır.

Moloney, faaliyetin yürütülmesine yönelik kuralları ve telafi mekanizmalarını geniş anlamda koruyucu düzenlemeler olarak nitelendirmektedir. Koruyucu düzenlemeler, yeterli kamuyu aydınlatmaya,

<sup>46</sup> G. McMeel/J. Virgo, *Financial Advice and Financial Products Law and Liability* (Oxford and New York: OUP, 2001) s. 20.

<sup>47</sup> Llewellyn, s. 11; Ayrıca bkz. Moloney, *Building*, s. 368.

<sup>48</sup> Goodhart ve diğerleri, s. 6.

<sup>49</sup> IOSCO, s. 6.

şeffaflığa ve faaliyetin yürütülmesine yönelik kuralları kapsamaktadır. Koruyucu düzenlemeler, aynı zamanda tazmin sistemlerini ve özellikle telafi ve şikâyet sistemlerine dair usule ilişkin kurallar olmak üzere, tüketiciyi korumaya yönelik tüm genel kuralları kapsamaktadır.<sup>50</sup>

### 3. Zamanlama Açısından Koruma Mekanizmaları

Müşteri yatırımcıya yönelik koruma mekanizmalarının, yukarıda yapılan ayrımlarına ilaveten, sağladıkları korumanın zamanına göre iki kategoriye ayrılması mümkündür. Buna göre *ex ante* kurallar veya mekanizmalar faaliyetin yürütülmesi sürecinde yatırımcıyı korumayı amaçlamaktadır. Bu kurallar, finansal aracı kuruluşların işlerini gerekli dikkat ve özen ile mevcut mevzuat çerçevesinde yürütmelerini sağlamaktadır. Bu anlamda *ex ante* kurallar, ihtiyatlılık düzenlemelerini, faaliyetin yürütülmesine yönelik kuralları ve benzeri koruyucu mekanizmaları kapsamaktadır.<sup>51</sup> *Ex post* kurallar veya mekanizmalar ise yatırımcıların, finansal aracı kuruluşlar ile olan ilişkilerinde meydana gelen ihlaller ve hukuka aykırılıklar neticesinde ortaya çıkan zararlarını telafi edebilmelerine yarayacak yeterli ve etkili araçlara sahip olabilmelerini sağlamaya yöneliktir.

Görüldüğü üzere, *ex ante* kurallar önleyici özelliğe sahip iken, *ex post* mekanizmalar giderim ve telafi aracıdırlar. Bu çerçevede, *ex ante* kuralların yatırımcılar için belirli derecede koruma sağladığı ve ihlal halinde ortaya çıkacak zararın miktarını azalttığı ifade edilmektedir.<sup>52</sup> Bununla birlikte, bu kuralların finansal aracı kuruluşların yanlış uygulamalarını ve hileli davranışlarını tamamen önleyemeyeceği de açıktır. Bu sebeple, *ex post* mekanizmalar bu kuralların ihlali halinde yatırımcı zararlarının tazminini sağlayacak kurallar ve araçlar geliştirmek üzere tasarlanmıştır. Bu itibarla, *ex post* mekanizmalar, düzenleyici otoritelerin icra gücünü, etkin uyuşmazlık çözüm sistemini, yatırımcı tazmin sistemlerini ve hatta nihai bir çare olarak düzenleyici otoritelerin hukuki sorumluluğunu kapsamaktadır.

İhtiyatlılık düzenlemeleri ve faaliyetin yürütülmesine yönelik kurallar gibi *ex ante* mekanizmalar ve kurallar da, tüketici yatırımcının haklarının korunması için gerekli önlemlerdir. Finansal aracı kuruluşların, bu tip kurallar ile yaratılan yüksek ticari standartlara uygun olarak hareket etmesi

---

<sup>50</sup> Moloney, *EC*, s. 540-541.

<sup>51</sup> Moloney, *EC*, s. 726.

<sup>52</sup> Moloney, *EC*, s. 726.

gerekmektedir. Ancak, düzenleme sistemleri, finansal aracı kuruluşların ne yüksek düzeydeki bu standartlar tarafından veya faaliyetin yürütülmesine dair kurallar çerçevesinde belirlenen yükümlülüklerini tam olarak yerine getireceklerini, ne de yatırımcılara yönelik taahhütlerini karşılayabileceklerini garanti edebilecektir.<sup>53</sup> Bu sebeple, *ex post* koruyucu önlemler, sermaye piyasalarında finansal aracı kuruluşların yanlış uygulamalarından veya taahhütlerini karşılayamamasından kaynaklanan yatırımcı zararlarının giderimi için hayati önem taşımaktadır. Bu bağlamda, etkin şikayet, uyuşmazlık çözüm ve yatırımcı tazmin sistemlerinin hem yatırımcının korunmasını hem de piyasaya güveni sağladığı ifade edilmektedir.<sup>54</sup>

Sonuç olarak, yatırımcının korunması amacının gerçekleştirilebilmesi için, yeterli düzeyde koruyucu kuralların ve mekanizmaların yürürlükte olması gerekmektedir. *Ex ante* koruma mekanizmaları, sermaye piyasalarındaki tüketici yatırımcılar için önemli koruma sağlamaktadır. Bununla birlikte, *ex post* mekanizmalar da sermaye piyasalarındaki tüketici yatırımcılar için optimal seviyede bir korumaya ulaşmak amacıyla *ex ante* kuralları ve mekanizmaları desteklemekte ve tamamlamaktadır. Bu sebeple, telafi mekanizmaları olmaksızın, yatırımcının korunmasının tam olarak sağlanması mümkün değildir.

## VI. SONUÇ

Sermaye piyasası hukukunun genel olarak üç temel amacı olduğu kabul edilmektedir. Bu amaçlar; yatırımcının korunması, piyasaların adil, etkin ve şeffaf olmasının sağlanması ve sistemik riskin azaltılmasıdır. Bu üç temel amaç arasında herhangi bir öncelik-sonralık ilişkisi bulunmamakla birlikte, yatırımcının korunması sermaye piyasalarında düzenleme yapmanın en önemli gerekçelerinden biridir. Yatırımcının korunmasının önemi bu şekilde tespit edildikten sonra, bu korumayı etkin ve verimli bir şekilde sağlayacak kuralların ve mekanizmaların geliştirilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, yatırımcının sermaye piyasalarındaki faaliyetlerinin işlevsel sınıflandırılması sonucunda ortaya çıkan ayrımları dikkate alarak, her bir fonksiyonun gerçekleştirilmesi sırasında karşılaşılan piyasa eksikliklerini ve hataları ortadan kaldıracak ve gerektiğinde telafi mekanizmalarını devreye sokacak bir koruma sistemine ihtiyaç duyulmaktadır.

<sup>53</sup> Bkz. A. Kuczynski, 'Financial Redress-Complaints, Disputes, and Compensation' M. Blair and G. Walker (eds), *Financial Services Law* (Oxford and New York: OUP, 2006) s. 149.

<sup>54</sup> Kuczynski, s. 149.

Yatırımcıların, sermaye piyasalarında gösterdikleri faaliyetler çerçevesinde, işlevsel açıdan üçlü bir ayrıma tabi tutulmaları mümkündür.

Öncelikle, yatırımcılar, bir ihraççının menkul kıymetlerine yatırım yaptıklarında katılımcı sıfatını haizdirler. Yatırımcının, katılımcı sıfatı ile hareket etmesi neticesinde ortaya çıkan temel problem yatırımcılar ile ihraççılar arasındaki asimetrik bilgi sorunudur. Tam, doğru ve zamanında yapılan kamuyu aydınlatma ise bu sorun ile başa çıkabilmenin en önemli ve etkili yöntemidir. Buna ilave olarak, kamuyu aydınlatmanın konusunu teşkil eden finansal bilgilerin güvenilirliğini sağlamak için muhasebe ve denetim standartları bulunmalıdır. Ayrıca, kamunun yanlış ve yanıltıcı aydınlatılmasından kaynaklanan hukuki ve cezai sorumluluk rejimi, belirli ve açık bir şekilde düzenlenmelidir. Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yanı sıra, kontrol değişikliklerinde ve pay alım tekliflerinde yatırımcıların, bilgilenmiş bir şekilde değerlendirme yapabilecekleri verilere erişiminin sağlanması, bu konuda sunulan menfaatlerden eşit bir şekilde yararlanabilmeleri ve özellikle azınlıkta kalan pay sahiplerinin korunabilmesi için gerekli düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

İkinci olarak, yatırımcılar, ikincil piyasalarda menkul kıymetlerin alım satımını yaparken piyasa oyuncusu olarak hareket etmektedirler. Piyasa oyuncusu yatırımcının korunması amacıyla, sermaye piyasası düzenlemeleri, piyasa hizmetlerine adil ve eşit erişimi temin etmeli, işlem bilgilerinin kamuya açıklanmasını sağlamalı ve piyasa etkinliğini artırmalıdır. Buna ilave olarak, piyasa oyuncusu olan yatırımcının, piyasanın diğer oyuncularını tarafından gerçekleştirilebilecek piyasayı bozucu uygulamalara karşı korunabilmesi için içerden öğrenenlerin ticareti, piyasa manipülasyonu ve diğer hileli uygulamaların önlenmesi, ortaya çıkarılması, yasaklanması ve bu eylemlere karışanlara etkin ve caydırıcı yaptırımlar uygulanması gerekmektedir.

Son olarak, yatırımcılar finansal aracı kuruluşlarca sağlanan hizmetleri tüketirken, bu kuruluşların müşterisi konumundadırlar. Müşteri sıfatıyla hareket eden yatırımcılar, hileli davranışlar, sahibi buldukları varlıkların ve fonların kötüye kullanımı, çıkar çatışmaları ve firmanın hizmet sağlamadaki yetersizliği gibi çok değişik piyasa eksikliklerine ve kusurlarına maruz kalabileceklerdir. Müşteri yatırımcıların bu kusurlara karşı korunmasını sağlamak amacıyla geliştirilen mekanizmalar, özellik derecesi, kapsamı ve sağladığı korumanın zamanı itibarıyla üçlü bir ayrıma tabi tutulabilecektir.

Müşteri yatırımcının korunmasına yönelik mekanizmalar, özel hukuka ilişkin genel kurallar veya daha özel bir şekilde sermaye piyasası hukuku vasıtasıyla getirilebilir. Öte yandan, bu özel kurallar ve mekanizmalar, kapsamlarına göre ihtiyatlılık düzenlemeleri, finansal faaliyetin yürütülmesine yönelik düzenlemeler ve yatırımcıların finansal aracı kuruluşlarla olan ilişkilerinden kaynaklanan zararlarını telafi etmelerine olanak sağlayan giderim mekanizmaları şeklinde üç ayrı başlık altında ele alınabilecektir. Son olarak, bu mekanizmalar sağladıkları korumanın zamanına göre, faaliyetin yürütülmesi sürecinde yatırımcıyı korumayı amaçlayan *ex ante* kurallar veya mekanizmalar ve yatırımcıların finansal aracı kuruluşlar ile olan ilişkilerinde meydana gelen ihlaller ve hukuka aykırılıklar neticesinde ortaya çıkan zararlarını telafi edebilmelerine yarayacak *ex post* kurallar veya mekanizmalar olarak iki kategoriye ayrılabilir.

Sonuç olarak, yatırımcının korunması ilkesinin sermaye piyasalarında düzenleme yapmanın temel gerekçesi olduğundan hareketle, asıl meselenin konuya ilişkin yapılacak düzenlemelerde optimal bir denge yakalanması ile ilgili olduğunu söylemek mümkündür. Bu dengeye ise yukarıda açıkladığımız yatırımcı faaliyetlerinin fonksiyonel olarak sınıflandırılmasına paralel olacak şekilde geliştirilecek koruma mekanizmaları ile ulaşılmasının, yatırımcının korunması ilkesi ile amaçlanan sonuçları daha etkin bir şekilde elde etmeyi mümkün kılacağı düşünülmektedir.

### **KAYNAKÇA**

- A. Kuczynski, 'Financial Redress-Complaints, Disputes, and Compensation' M. Blair and G. Walker (eds), *Financial Services Law* (Oxford and New York: OUP, 2006)
- A.C. Page/R.B. Ferguson, *Investor Protection* (London: Weidenfeld and Nicolson, 1992)
- B. S. Black, 'The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets' (2001) 48 *UCLA Law Review*

- C. Mayer, 'Regulatory Principles and the Financial Services and Markets Act 2000' E. Ferran and C. Goodhart (eds), *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century* (Oxford: Hart Publishing Ltd, 2001)
- Charles Goodhart ve diğ erleri, *Financial Regulation Why, how and where now?* (London and New York: Routledge, 1998)
- D. Llewellyn, 'The Economic Rationale for Financial Regulation' (FSA Occasional Paper, Nisan 1999) (<http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers/OP01.pdf>, son erişim 10 Temmuz 2010)
- David Graham and diğ erleri, *A Report by Justice, The Protection of the Small Investor* (Cambridge: Justice, 1992)
- E. Ferran, *Building an EU Securities Market* (Cambridge: CUP, 2004)
- E.A. Welle, 'Freedom of Contract and the Securities Laws: Opting Out of Securities Regulation by Private Agreement' (1999) 56 *Wash. & Lee L.Rev*
- G. McMeel/J. Virgo, *Financial Advice and Financial Products Law and Liability* (Oxford and New York: OUP, 2001)
- I. H. Chiu, 'Examining the justifications for mandatory ongoing disclosure in securities regulation' (2005) 26 (3) *Comp. Law*.
- IOSCO, 'Objectives and Principles of Securities Regulation' (Mayıs 2003) (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>, son erişim 10 Temmuz 2010)
- L. Loss and J. Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation* (New York: Aspen Publishers, 4th ed, 2004)
- N. Moloney, 'Building a Retail Investment Culture through Law: The 2004 Markets in Financial Instruments Directive' (2005) 6 *EBOR*
- N. Moloney, *EC Securities Regulation* (Oxford and New York: OUP, 2nd ed, 2008)
- P. Cartwright, 'Consumer Protection in Financial Services: Putting the Law in Context' P Cartwright (ed), *Consumer Protection in Financial Services* (International Banking, Finance and Economic Law Series) (London and Dordrecht: Kluwer Law International, 1999)

- P. Cartwright, 'Optimal Consumer Protection in Financial Services' (ECRI/CEPS Seminar 7th June 2001 Brussels, European Credit Research Institute and Centre for European Policy Studies.)
- P. Cartwright, *Banks, Consumers and Regulation* (Oxford and Portland Oregon: Hart Publishing, 2004)
- R. La Porta, F. Silanes and A. Shleifer, 'What Works in Securities Laws?' (2006) 61 (1) *The Journal of Finance*
- S.M. Solaiman, 'Disclosure philosophy for investor protection in securities markets: does one size fit all?' (2007) 28 *Co Law*
- The World Bank, 'Good Practices for Consumer Protection and Financial Literacy in Europe and Central Asia: A Diagnostic Tool' (Eylül 2009)
- Walker, G.: 'Financial Services Authority' M. Blair and G. Walker (eds), *Financial Services Law* (Oxford and New York: OUP, 2006)