

A. Ü.  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



**SERMAYE HAREKETLERİNİN  
LIBERASYONU**

Gifted By

Mesut Yalvaç

**Prof. Dr. Füsun ARSAVA**

**İnci ELGİN  
AT Yüksek Lisans**

**ANKARA - 1945**

90



# İÇİNDEKİLER



## I. GİRİŞ

## II. SERMAYENİN SERBEST DOLAŞIMINI KISITLAYAN UNSURLAR

## III. SERMAYE HAREKETLERİNİN LIBERASYONU

### 1. Roma Antlaşmasında Yer Alan Hükümler

#### 1.1. Avrupa Birliği Antlaşması Öncesi Hükümler

#### 1.2. Avrupa Birliği Antlaşmasıyla Değiştirilen Hükümler

### 2. Topluluk Organlarının Tasarruflarıyla Yapılan Düzenlemeler

#### 2.1. Avrupa Tek Senedi Öncesinde Yapılanlar

#### 2.2. Tek Pazarda Sermayenin Serbest Dolaşımı

#### 2.3. Avrupa Birliği Antlaşması Sonrasındaki Bazı Gelişmeler

### 3. Üye Ülkelerin Sermaye Piyasalarının Genel Görünümü

#### 3.1. Üye Ülkelerin Bazılarında Topluluk Düzenlemeleri Çerçevesinde Yapılan Çalışmalar

#### 3.2. Üye Ülkelerle Olan Sermaye Hareketleri

## IV. SONUÇ

## I. GİRİŞ

Günümüzde Avrupa Birliği adı altında hedeflenen ekonomik ve siyasi bir oluşuma doğru yaklaşan Avrupa Toplulukları ,İkinci Dünya Savaşı sonrasında Dünya ekonomilerindeki genişleme eğilimleri ve klasik karşılaştırmalı üstünlükler teorisinin geçerli olduğu tezleriyle serbest ticaretin tartışmasız yararlarının savunulduğu bir ortamda, Uluslararası Para Fonu,Dünya Bankası gibi kuruluşlarla aynı dönemde oluşturulmuş-tur. Aslında öncelikle siyasi bir birlik amaçlanmış ancak ekonomik temelin daha önceden hazırlanması siyasi oluşumların ise bu temel üzerine kurulmasının zorunluluğu bir süre sonra anlaşılmıştır.

Paris antlaşmasıyla savaş sanayinin temel maddelerinin kullanımını kontrol altına alan Topluluk Roma antlaşmalarıyla bu süreci bir ileri aşamaya götürmüştür. AET nin kuruluşunu izleyen yıllarda önce üye ülkeler arasında gümrük birliği oluşturulmuş daha sonra malların yanı sıra hizmetlerin, kişilerin ve sermayenin serbest dolaşımını sağlayarak tüm engellerin kaldırılması hedeflenmiştir. Ortak pazar süreç içinde iç pazarın yaratılması hedefiyle güçlenmiş dünya üzerinde bloklaşma eğilimlerinin hız kazandığı şu günlerde yeni hedefini yansıtan adıyla Avrupa Birliği bu blokların en güçlülerinden biri olarak Amerika ve Asya Pasifikteki rakiplerini geride bırakmıştır.

Üretim faktörleri üzerindeki engellerin kaldırılması suretiyle ekonomik bir birliğin sağlanması bir başka deyişle reel ve mali piyasaların bir bütün olma özelliği taşıması nedeniyle gerçek anlamda bir birleşme ancak finansal piyasalarda fonların akışında da sağlanacak serbesti çerçevesinde anlam taşıyacaktır.

Teknik tanımıyla uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar olarak tanımlanan sermaye piyasalarında mal piyasalarına en az maliyetle fon sağlamak ve sermayenin tabana yayılması amaçları içiçedir. Başka bir deyişle reel sektöre yapılacak ve uzun vadeye yayılması gereken tüm yatırımlar uygun maliyetlerle elde edilmiş ---fonlara gereksinim duyacak,ülkelerin gelişmişlik düzeyleri ise bu gereksinimin düzeyini belirleyecektir. Daha kolay şartlarla fon teminin mümkün olduğu piyasalardan fon talebinin, her durumda tüm taraflar açısından daha iyi olduğu tartışmasızdır.

Bu çalışmada AB'nin oluşumu sürecinde sermaye piyasası hareketlerinin liberalizasyonu ile ilgili Toplulukça yapılan düzenlemeler ve mevcut durum irdelenmeye çalışılacaktır. İlk bölümde Topluluğun kuruluş yıllarından bu güne yaptığı serbestleştirmeye yönelik yasal düzenlemeler ikinci bölümde ise üye ülke ekonomilerinin gelişmişlik düzeyleri dikkate alınarak yapılan değerlendirmelerimiz ve son olarak da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin makro anlamda sonuçları üzerinde durulmuştur. Çalışmada finans kesimi ile ilgili diğer düzenlemeler kapsanmamıştır. Bankacılık ve sigortacılık hizmetleri ile sermaye piyasası kurumlarını ilgilendiren Toplulukça yapılan diğer düzenlemelere dolaylı şekilde konumuzla ilişkili olsa da çok daha kapsamlı araştırma konularını oluşturabilecekleri düşüncesiyle yer verilmemiştir.

## II. SERMAYENİN SERBEST DOLAŞIMINI KISITLAYAN UNSURLAR

Fon arz edenler ve fon talep edenler açısından mali piyasaların sağlayacağı çeşitlilik, kolaylık ve maliyet avantajları piyasanın boyutu ve entegrasyon düzeyiyle oldukça yakından ilişkilidir.

Avrupa Topluluğunda sermaye hareketlerini kısıtlayan etkenlerin başında Topluluğun kuruluşundan beri kur kontrolleri gelmektedir. Özellikle içsel tasarrufların dışa akışının önlenmesi diğer bir ifadeyle kısa vadeli para ve sermaye hareketlerinin ülke ekonomisine olan zararlı etkilerinin giderilmesi bu tür kontrollerin en önemli nedeni olmuştur. Örneğin geçmişte çok kuvvetli bir alım gücüne sahip olan Danimarka parası Batı Almanya'ya yabancı sermaye olarak gitmiş ve bunun sonucunda Batı Almanya'nın kur politikasında dengesizliğe yol açarak enflasyonu körüklemiş ve para arzının artmasına neden olmuştur. Batı Almanya, ekonomisindeki olumsuz etkileri gidermek amacıyla yabancıları kısa vadeli menkul kıymet alımlarına kısıtlamalar getirmiştir.

Sermayenin serbest dolaşımı mali politikaların bağımsızlığını zayıflatmakta örneğin eğer ülkelerden herhangi biri faiz oranlarını diğer üye ülkelerden daha yüksek belirlerse ülke içine sermaye akımı tersi durumda yani faizler düşürülürse ülke dışına sermaye çıkışı olacaktır.

Sermaye hareketliliğini bozan en önemli faktörlerin bir diğeri de üye ülkelerce uygulanan farklı kurumlar vergisi sistemleridir. Roma Antlaşması dolaysız vergilendirmenin harmanizasyonuna olan ihtiyaç konusunda bir açıklama getirmemiştir.

Herhangi bir A üye ülkesindeki vergi oranı % 50 iken B üye ülkesindeki vergi oranı % 25 ise ve diğer faktörlerin eşit olduğu kabul edilirse, A ülkesinden B ülkesine, B deki sermaye birikiminin iki ülke arasındaki vergi sonrası getiri oranını eşitleyinceye kadar sermaye akışının devam etmesi söz konusu olacaktır. Ancak vergiden sonraki getiri oranlarının eşitliliği, vergiden önceki getirilerin eşitsizliğine yol açacaktır.

Diğer önemli bir faktör de kar paylarının çifte vergilendirmeye tabi tutulmasıdır. Kar payları hem kurumlar vergisine, hem de gelir vergisine tabi olmaktadır. Klasik sistemde ise dağıtılan ve dağıtılmayan kar payları için aynı vergi oranı uygulanmaktaydı. Ancak bu sistemin çifte vergilendirmeye tabi tutulan ortaklar için haksız bir uygulama olduğu tartışılmıştır. Bazı üye ülkeler çifte vergilendirmeyi tazmin edici teşebbüslerde bulunmuşlar ve vergi kredisi ve yumuşatıcı sistemler uygulayarak ortağın vergi sorumluluğunu hafifletmek için kredi sağlamasına yardımcı olmuşlardır.

Yapılan çalışmalarda kurumlar vergisinin üye ülkeler arasında aynı olmasa bile yaklaşık oranda uygulanması, vergi kredisi ve aynı oranda bir vergi stopajı uygulanması konuları tartışılmıştır. Üye ülkeler dağıtılsın veya dağıtılmasın tüm kazançlar üzerinden aynı oranda kurumlar vergisi almak zorunda kalacaklar ve bu oran % 55 den fazla, % 45 den daha az olmayacaktır. Önerilen % 45- 55 lik vergi oranları, üye ülkelerde son yıllardaki uygulama ve gelişmeler karşısında çok yüksek görülmektedir.

Burada vergi tabanının vergi oranından daha önemli olduğunu belirtmek gerekir.

Tek bir sermaye piyasası oluşturulmasında yukarıda sayılanlar dışında diğer bazı engeller de mevcut bulunmaktadır. Örneğin yabancı ülkelere ait menkul kıymetlerden alınan vergilerin ülkelere göre farklılık

arzetmesi, bazı ülkelerde yabancı menkul kıymetlerin şirket bilançolarında gösterilmemesi, ikincil piyasada faaliyet göstermek isteyen ofislerin veya temsilciliklerin açılması konusunda bazı ülkelerde uygulanan kısıtlamalar, aracılık izninin bankalara verilmemesi, yabancılara aracılık lisansı verilmemesi, borsalardaki alım satım sistemlerinin farklı olması, ihraç ve satış prosedürlerinin farklılık arz etmesi, izahname, halka duyuru, ilanlar gibi iletişim araçlarının gerek içerik, gerekse prosedür bakımından ülkeler arasında ayrıcalıklara yol açması gibi. Tüm bu sayılan hususlar uyumlaştırma çalışmaları kapsamında ele alınmış ve halen birkaç hususta Topluluk düzeyinde çalışmalar devam etmektedir.

### III . SERMAYE HAREKETLERİNİN LİBERALİZASYONU

#### 1. Roma Antlaşmasında Yeralan Hükümler

##### 1.1. Avrupa Birliği Antlaşması Öncesi Hükümler

1957 yılında imzalanıp 1 Ocak 1958 de yürürlüğe giren Roma antlaşmasında sermayenin serbest dolaşımına ilişkin hükümler 67-73 ncü maddeler arasında yer almıştır. Antlaşmanın 67 nci maddesinin ilk paragrafında Üye Devletlerin geçiş dönemi süresince ortak pazarın iyi işleminin gerektirdiği ölçüde, Üye Devletlerde oturan kişilere ait sermaye hareketlerindeki kısıtlamalarla, tarafların uyrukluğu, ikametgahı veya yatırım yeri ile ilgili ayırım gözetici işlemleri, kendi aralarında giderek kaldıracakları hükmü yer almıştır.

Gümrük Birliğinin oluşturulması konusunda takvim içeren Roma antlaşması sermayenin serbest dolaşımı konusunda herhangi bir zamanlamaya yer vermemiş yalnızca Üye Ülkelerin mümkün olduğu ölçüde kısıtlamaları kaldırmak ve yeni kısıtlama koymamak konusunda çaba göstermeleri istenilmiştir. Nitekim 68 ve 71 nci maddelerde tavsiye niteliğinde ifadelere yer verilmiştir.

Sermayenin serbest dolaşımı konusunda Roma antlaşması Üye Devletlerin yükümlülüklerini yerine getirmekten kaçınabilecekleri durumların da varlığından bahsetmiştir. Antlaşmanın 73ncü maddesinin ilk fıkrasında Üye Devletlerin Komisyona danıştıktan sonra ikinci fıkrasında ise koşulların gizli ve acil nitelikte olması durumunda doğrudan doğruya önlem alma yetkilerinden bahsedilmektedir.

Kambiyo denetimlerinin kaldırılması nedeniyle ödemeler dengesi krizi yaşayabilecek üye devletlerin alabileceği korunma önlemleri de Antlaşmanın 108 ve 109 ncu maddeleriyle düzenlenmiştir. Burada belirtilen durum sermaye hareketlerinin ötesinde başka tedbirlere de imkan vermektedir.

## 1.2. Avrupa Birliği Antlaşmasıyla Değiştirilen Hükümler

1 Kasım 1993 de yürürlüğe giren Avrupa Birliği Antlaşmasıyla 1 Ocak 1994 tarihinden itibaren Roma Antlaşmasının 67- 73 ncü maddeleri 73 b-g maddeleriyle değiştirilerek sermaye hareketlerine ilişkin yeni hükümler getirilmiştir.

1960 yılından beri gelişerek devam eden sermaye hareketlerine ilişkin serbestleştirme sürecinde Avrupa Birliği Antlaşmasıyla getirilen yeni hükümlerde bu kez aynı amacı sağlamak için farklı bir yaklaşım benimsenmiştir. Söz konusu düzenlemenin çerçevesini çizen Antlaşmanın 73/ b maddesine göre; gerek üye ülkeler ve gerekse üye ülkelerle Topluluk dışındaki 3 ncü ülkeler arasındaki sermaye hareketlerine ve ödemelere konulacak kısıtlamalar yasaklanmıştır.

Hangi tür işlemler üzerine kısıtlama konulacağını benimseyen bir yaklaşımdan böylece her tür engeli yasaklayan bir görüşe geçilmiştir.

Genel özellikler taşıyan Antlaşmanın 73/ b maddesinin devamında hükmün yorum ve uygulamasına ilişkin belirlemelerin yapıldığı açıklayıcı diğer maddeler yer almıştır.

Üye ülkeler ve üye ülkelerle üçüncü ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin olabildiğince serbestleştirilmesi hedefi doğrultusunda Komisyondan

gelen önerileri değerlendiren Konsey, doğrudan yatırımlar (gayrimenkul yatırımları dahil), kuruluş, mali hizmetler yada menkul kıymetlerin sermaye piyasalarına kabulü gibi üçüncü ülkelerle olan sermaye hareketlerini ilgilendiren konularda nitelikli çoğunlukla karar alarak düzenleme yapabilecektir.

Üye ülkelerin üçüncü ülkelerle olan sermaye hareketleri bağlamındaki ilişkilerinde Topluluk hukukuna göre geri adım oluşturulabilecek eylemler için ise Konseyin oybirliği gerekir.

( m 73/ c - 2)

Sözkonusu Antlaşmanın 73/ b maddesi ile sermaye hareketleri üzerine kısıtlama konulması yasak olmasına karşın üye ülkelerin bazı uygulamalarına istisna getirilmiştir. Buna göre ikametgah yada yatırım yerine bağlı olarak birbirinden farklı durumdaki vergi mükelleflerini ayırıcı vergi düzenlemeleri yapılabilir.

Yönetimsel veya istatistiksel amaçlarla sermaye hareketlerinin açıklanmasına ilişkin prosedürler ile vergi ve mali kurumların gözetimi gibi konularda ulusal mevzuatların ihlalinin önlemek için gerekli tedbirleri almak gibi konularda üye ülkelere yetki verilmiştir. Ancak sözkonusu önlemlerin sermaye hareketleri ve ödemeler üzerinde keyfi ayırım ya da gizli kısıtlama doğuracak şekilde uygulanmaması gerekir.(m 73/ d )

Geçici bir madde olarak değerlendirilebilecek bir başka madde de 73/ e de yer almıştır. 31.12.1993 itibariyle mevcut Topluluk düzenlemeleriyle gelen istisnalardan yararlanan ülkeler dilerlerse bu istisnayı 31.12.1994' e kadar sürdürebileceklerdir.

Ekonomik ve parasal birliğin sağlanması konusunda belirli tehlikeler ya da sorunların ortaya çıkması durumunda da üye ülkelerin üçüncü ülkelerle olan sermaye hareketleri üzerine Konsey, Komisyonun

önerisi ile ECB ye danıştıktan sonra nitelikli çoğunlukla karar alarak çok gerekli olduğu ölçüde ve 6 ayı aşmayacak şekilde üçüncü ülkelere ilişkin korunma tedbirleri alabilecektir.

Roma Antlaşmasının 228 (a) maddesinde belirtilen koşulların ortaya çıkması durumunda Konsey üçüncü ülkelerle ilgili sermaye hareketleri ve ödemelere ilişkin gerekli acil önlemleri alır.

Konseyin belirtilen önlemleri almadığı durumlarda veya ülke, acil ve ciddi politik nedenlerin varlığı durumunda üçüncü ülkeye karşı tek taraflı önlem alabilir. Ancak Komisyon ve üye ülkelerin engeç bu uygulamanın yürürlüğe girdiği tarihte bilgilendirilmesi gerekir.

Konsey, Komisyonun önerisi üzerine nitelikli çoğunlukla karar alarak üye ülkenin önlemleri değiştirmesini ya da kaldırmasına karar verir. Bu durumda Konsey başkanı Konseyin bu kararından Avrupa Parlementosunu haberdar edecektir.

## 2. Topluluk Organlarının Tasarruflarıyla Yapılan Düzenlemeler

### 2.1. Avrupa Tek Senedi Öncesinde Yapılanlar

Roma antlaşmasının bir ölçüde yönlendirici karakterdeki hükümlerinin yanısıra Konsey direktifleriyle de istenilen amacın gerçekleştirilmesine çalışılmıştır. 11.5.1960 ve 18.12.1962 tarihli Direktiflerle, Üye Ülkelerce kabul edilen liberalleşme tedbirlerinin daha sonra (korunmaya ilişkin hükümler dışında) ortadan kaldırılmaması hususu düzenlenmiştir.

11.5.1960 tarihli direktif sermaye hareketlerini 4 gruba almış ve her biri için değişik düzeyde serbesti getirmiştir. Özetle:

A listesi: Dolaysız yatırımlar, kişisel sermaye hareketleri, ticari işlemlere ilişkin kısa ve orta vadeli krediler, sigorta sözleşmelerine bağlı transferler, telif hakları gibi konularda sermaye hareketlerine şartsız serbesti tanınmıştır. İzin gereken durumlarda ise koşulsuz olarak izin verilmektedir.

B listesi: Bir Üye Ülkede oturan kişinin bir başka ülkeden senet satın alması, bunları sattığında eline geçen parayı ülkesine götürmesi, senetlerin fiziki hareketi gibi işlemler konusunda da koşulsuz serbesti bulunmaktadır.

C listesi: Sermaye piyasasında senet ihracı ve ticari işlemlere ilişkin uzun vadeli kredilerde ise serbesti şarta bağlıdır. Ekonomik hedeflerin gerçekleştirilmesi olasılığı zayıflar ise Üye Ülke önlem alabilecektir.

D listesi: Hazine Bonolarına yapılan bazı yatırım türleri, mevduat hesaplarına para yatırılması gibi konularda ise yalnızca korumaya ilişkin hükümler komisyona bildirilecek olup herhangi bir serbestleştirme yükümlülüğü bulunmamaktadır.

## 2.2. Tek Pazarda Sermayenin Serbest Dolaşımı

1985 yılında hazırlanan Beyaz Kitap tek pazarın gerçekleştirilebilmesi için gereken önlemleri hazırlayarak Şubat-1986 da imzalanıp 1.7.1987 de yürürlüğe giren Tek Senedin oluşturulmasını sağlamıştır. Buna göre malların, kişilerin, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımının sağlandığı, iç sınırları olmayan bir alanın kurulması 31.12.1992 de sona eren bir dönem içinde gerçekleştirilecektir.

Beyaz Kitapta yer alan önerilere göre Komisyonca sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi konusunda hazırlanan bir program Konseye sunulmuştur. 17.11.1986 da sözkonusu program çerçevesinde

hazırlanan Direktif Konsey tarafından kabul edilmiştir. 1987 yılında yürürlüğe giren Direktif, serbestleştirilmesi koşulsuz bir şekilde zorunlu olan sermaye hareketlerine eklemeler yapmış ayrıca ilk Direktifin ekindeki A ve B listeleri de revize ederek tek bir liste haline getirmiştir.

Topluluk içindeki sermayenin tümüyle serbest dolaşımı, tam serbestliğin sağlanmasını amaçlayan Direktif 24.6.1988 tarihli dir. Direktifte sermaye hareketleri yeniden sınıflandırılmıştır.

Direktifin ekindeki listeye göre :

- \* Dolaysız yatırımlar
- \* Taşınmaz mal yatırımları
- \* Sermaye Piyasasında işlem gören menkul kıymetlere ilişkin transferler
- \* Kollektif Yatırım Ortaklıklarının katılma belgelerine ilişkin transferler
- \* Para piyasasında işlem gören senetler ve diğer araçlara ilişkin transferler
- \* Mali nitelikteki kurumlar nezdinde tutulan ticari ve tasarruf mevduatları
- \* Toplulukta ikamet eden bir kişiyi ilgilendiren ticari işlemler veya hizmet edimine ilişkin işlemler
- \* Ticari borç ve krediler
- \* Teminat mektupları, diğer garantiler ve rehin hakları
- \* Sigorta sözleşmelerinin ifasına ilişkin transferler
- \* Kişisel sermaye hareketleri
- \* Mali değerlerin fiziki ithal ve ihracı
- \* Diğer sermaye hareketleri

İkili döviz piyasalarının uygulanmasına izin vermeyen direktifte, kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz piyasalarında büyük sıkıntılar doğurması ve bir üye Ülkenin para ve döviz kuru politikalarının yürütülmesinde ciddi sorunların ortaya çıkması durumunda Komisyonun sözkonusu devlete koruyucu önlem alma izni verebileceği hususu ifade edilmiştir. Üye

Ülke bazı acil durumların varlığı halinde kendisi de önlem alacak fakat en geç koruyucu uygulamanın yürürlüğe girdiği tarihte Komisyona bilgi vermek zorundadır. Bu önlemler geçici niteliklidir.

Üye Ülkeler 1.7.1990 tarihine kadar Direktif hükümlerini uygulamaya koyacaklardır. İspanya, Portekiz, İrlanda ve Yunanistan için bu süre 31.12.1992 olarak belirlenmiştir. Portekiz ve Yunanistan için bu süre üç yıl daha uzatılabilecektir.

### 2.3. Avrupa Birliği Antlaşması Sonrasındaki Bazı Gelişmeler

Malların, hizmetlerin ve kişilerin dolaşımının serbestleştirilmesinin amaçlanan sonuçlara ulaşabilmesi sermaye hareketleri önündeki tüm engellerin de kaldırılmasına bağlıdır. Diğer bir deyişle iç pazarın tamamlanması, üye ülkelerin birbirlerinin sermaye piyasalarına girişlerinin rahat olmasıyla sağlanabilecektir.

1 Temmuz 1990 da yürürlüğe giren 24 Haziran 1988 tarih ve 88/361/EEC sayılı direktifle sermaye hareketleri üzerine tam ve şartsız bir serbesti getirilmiş etkili ve istikrarlı bir mali sistem yaratılması yolunda önemli adımlar atılmıştı. Bu tarihten sonra kısa vadeli sermaye hareketlerindeki gelişmelerden etkilenebilecek Yunanistan, Portekiz, İspanya ve İrlanda'ya 31 Aralık 1992 ye kadar süre tanınmıştır. Ayrıca Yunanistan ve Portekiz bu süreyi 3 yıla kadar uzatabilmeleri için tekrar başvuru izni verilmiştir. Yunanistan uzatmayı istemiş ve 21 Aralık 1992 tarih ve 92/ 122/ EEC sayılı direktifle 30 Haziran 1994 kadar belirli kısıtlamaları kaldırması için süre verilmiştir. Ancak Yunanistan Hükümeti, kendisine verilen sürenin bitiş tarihini öne alarak 16.5.1994 te bu ayrıcalıklı konuma son vermiştir.

### 3. Üye Ülkelerin Sermaye Piyasalarının Genel Görünümü

#### 3.1. Üye Ülkelerden Bazılarında Topluluk Düzenlemeleri Çerçevesinde Yapılan Çalışmalar

##### *İngiltere*

İngiltere'de mali hizmetlerle ilgili ana düzenleyici otorite SIB (The Savings and Investment Board) dir. SIB bir taraftan kendi kendini düzenleyen (Self Regulatory Organizations - SROs) organları diğer taraftan Borsa ve Takas Organı gibi kuruluşları düzenlemektedir.

Rekabetçi bir piyasada dürüst ve etkili bir ticaretin minimum maliyetle yapılması amaçlanmaktadır. Bu nedenle de yatırımcıların bilgilendirilmesi süreci son derece öneme haizdir. Her türlü manipülasyon, içerden bilgi öğrenimi ve kötüye kullanım engellenmeye çalışılmıştır.

Piyasada çalışacak profesyonellerin çok iyi bir eğitim ve kariyer deneyimlerinin olması da zorunlu koşullar arasında bulunmaktadır.

Mali hizmetlerin tüm Topluluk içinde serbestçe dolaşımının sağlanmasının önündeki belki de görünen tek engel Topluluğun Kuzey Ülkeleri ile Güney Ülkeleri arasındaki yaklaşım farklarıdır. Daha korumacı Güney ile daha serbest piyasa kültürünü almış Kuzey arasındaki farklılıkların zaman içinde aşılabileceği düşünülmektedir.

##### *İspanya*

İspanya, Topluluğa katılımını izleyen yıllarda Sermaye Piyasalarının harmonizasyonu kapsamında bir dizi yasal düzenleme yapmıştır. Bunlardan en önemlisi Kanun 24 olarak bilinen 1988 tarihli yasal düzenlemedir.

Kanunla Ulusal Sermaye Piyasası Komisyonu (NMV) kurularak piyasaların gözetimi sağlanmış ve yatırımcının korunması amaçlanmıştır.

Sermaye Piyasalarında çıkar çatışmaları (Conflict of Interest) olarak bilinen ve kurumsal örgütlenmede dikkate alınması gereken hususlarda da ayrıntılı düzenlemeler yapılmıştır.

Daha sonra çıkarılan 22 Mart 1991 tarihli Kanun 9 olarak bilinen bir başka yasama tasarrufu ile de Insider Trading olarak bilinen açıklanmamış bilgi ticareti yasaklanmıştır.

Mali piyasaların daha sağlıklı işlemesi için senetlerin kaydi olarak dolaşmasını sağlayıcı ve takas ve saklama hizmetlerini düzenleyici nitelikte yeni bir yasal düzenleme üzerinde de çalışılmaktadır.

### ***Portekiz***

Avrupa Topluluğuna katılımını izleyen yıllarda mali sektörde uyumun sağlanması için bir dizi yasal düzenleme yapılmaya çalışılmıştır.

Bu düzenlemelerde ilki daha önce Portekiz yasalarına göre kuruluşuna izin verilmeyen yeni tip şirketler ve mali hizmetlere izin verilmesidir. Yatırım, leasing, menkul kıymet ve yatırım fonu yönetmenin yanı sıra, gayrimenkul ve emeklilik fonları yönetimi ile risk yönetimi şirketleri menkul kıymet alım satımı gibi aracılık hizmetleri sürdürecektir. Şirketler oluşturulmuştur.

### ***Hollanda***

Yatırımcının korunması ve sermaye piyasalarının istenilen işlevlerini görebilmesi için 1914 tarihli Borsa

ve 1985 tarihli Menkul Kıymet İşlemleri Kanunları 15 Haziran 1992 de yeni bir kanunla (Securities Trade Supervision Act - STSA) yenilenmiştir.

Borsaların kuruluşu Maliye Bakanlığının iznine bağlıdır. Menkul Kıymetlere ilişkin düzenleme yapmak ve alım satım işlemlerini denetlemek üzere bir gözetim organı oluşturulmuştur. Söz konusu organın Borsa üyesi olmayan araçlar üzerinde de düzenleme yetkisi bulunmaktadır. Menkul kıymet sektörünü ilgilendiren bir başka düzenleme take-over (ele geçirme) işlemlerine ilişkindir.

Açıklanmamış bilgi ticareti konusundaki mevcut düzenlemeler Topluluk direktifleri doğrultusunda revize edilmiştir. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının yöneticileri ile ilgili bir başka düzenleme ile de "Yeterli bilgi ve güvenilirlik" şartları getirilmiştir.

Sermaye yeterliliği konusunda ise asgari fon tutarı Dfl. 250.000 olarak belirlenmiş ancak borsaların daha ayrıntılı kurallarla piyasayı izleyebileceği hususu açık bırakılmıştır.

### *Lüksemburg*

Lüksemburg daima çekici uluslararası bankacılığın Avrupa Topluluğu içindeki merkezi olmuştur. 1991 ortalarında 184 banka ve mali kuruma ev sahipliği yapmaktaydı. Bunlar içinde sıralama yapılırsa Lüksemburg bankaları ancak Alman ve Belçika Bankalarını izleyebilmektedir. Tüm bu gelişmelerin temelinde yatan husus esnek ve liberal bir düzenlemenin olmasıdır. Buna karşın yetkili kamu denetçilerinin her türlü bilgiye ulaşabilme ayrıcalığının olması düzenlemelerin elastikiyetinde rol oynamaktadır. Son Topluluk direktifleriyle gözetim daha da sıkılaştırılmıştır. Lüksemburg yasalarına göre mali hizmetleri sunmak Maliye Bakanlığının vereceği bir lisansa bağlıdır.

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına ilişkin Topluluk direktifini ilk olarak milli hukuka alan Lüksemburg'dur.

Mali sektörde çalışanlarla ilgili standartların düzenlenmesi için de iki ayrı düzenleme yapılmıştır.

### *İtalya*

İkinci Dünya Savaşından sonra sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri sürdüren ülkelerden birisi olan İtalya 20 Ocak 1990 dan sonra döviz kurları üzerindeki bazı önemli kontrolleri kaldırarak vatandaşlarının vadesi 180 günden az kısa vadeli araçlar üzerinde de işlem yapabilmesini sağlamıştır. Yerleşik olmayan kişilerin mali araç pazarlamasına izin verilmiştir. Ancak vergi ve kara para aklama mekanizmaları çerçevesinde belirli bir tutarı aşan işlemlerde her türlü kaydın saklanması yükümlülüğünün yanı sıra yetkililer bu tür işlemleri yakından izlemek zorundadırlar.

Menkul kıymet işlemleriyle ilgili düzenleyici otorite CONSOB dur. 1990 yılında düzenlenen "La Pergola Law" Topluluk direktiflerinin uyumlaştırsa ve kabul eden bir kanundur.

### *Almanya*

İzahnamenin ve diğer bilgilerin yayımı, ara mali tabloların hazırlanması ve izahnamelerin üye ülkeler arasında karşılıklı tanınmasına ilişkin Topluluk düzenlemeleri tanınmıştır.

Şirket elegeçirmeleri, açıklanmamış bilgi ticareti, sermaye yeterliliği gibi Topluluk düzenlemeleri üzerinde ise çalışmalar sürdürülmektedir.

### **Danimarka**

Danimarka mali sistemi içinde (temelde 6 grup vardır) sermaye piyasasında menkul kıymet arsalarına ilişkin ayrı bir düzenleme vardır. 1973 yılında Danimarka Topluluğa tam üye olduktan sonra mali sistemiyle de ilgili bir dizi değişiklik yapmıştır. Bu nedenle Danimarka sermaye piyasalarının Topluluk düzenlemelerini çok yakından izlediği söylenebilir.

### **Belçika**

Tüm Topluluk direktifleri ile yasal mevzuat uyumlaştırılmıştır. Açık uçlu yatırım fonlarına ve menkul kıymetleri borsaya kabul koşullarına ilişkin direktiflerle menkul kıymetlerin halka arzında izahnameyi düzenleyen ve karşılıklı olarak ülke düzenlemelerini tanımaya yönelik tasarruflar Belçika tarafından mevzuat'a alınmıştır.

### 3.2. Üye Ülkelerle Olan Sermaye Hareketleri

#### 3.2.1. Doğrudan Yatırımların Üye Ülkelere Göre Dağılımı

milyon \$

| YILLAR<br>ÜYE<br>ÜLKELER | 1990    | 1991   | 1992   | 1993    |
|--------------------------|---------|--------|--------|---------|
| İNGİLTERE                | 13,017  | 214    | -2,604 | -12,433 |
| İSPANYA                  | 10,904  | 6,919  | 6,758  | 4,733   |
| PORTEKİZ                 | 2,447   | 1,985  | 1,186  | 1,136   |
| HOLLANDA                 | -3,103  | -7,262 | -6,766 | -5,228  |
| *LÜXEMBURG               |         |        |        |         |
| İTALYA                   | -1,174  | -4,821 | -2,786 |         |
| ALMANYA                  | -19,53  | -14,95 | -10,42 | -13,97  |
| DANİMARKA                | -350    | -299   | -1,219 | 340     |
| YUNANİSTAN               | 1,005   | 1,135  | 1,144  | 977     |
| İRLANDA                  | 85      | 99     | 97     | 102     |
| BELÇİKA                  | 1,794   | 3,213  | -102   |         |
| FRANSA                   | -21,639 | -8,783 | -9,150 | 409     |

3.2.2. Portföy Yatırımlarının Üye  
Ülkelere Göre Dağılımı

milyon \$

| YILLAR<br>ÜYE<br>ÜLKELER | 1990    | 1991    | 1992    | 1993    |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|
| İNGİLTERE                | -16,060 | -20,249 | -21,880 | -83,861 |
| İSPANYA                  | 5,361   | 18,725  | -790    | 25,699  |
| PORTEKİZ                 | 961     | 1,895   | -3,069  | -530    |
| HOLLANDA                 | -5,173  | -859    | -9,107  | 3,143   |
| *LÜXEMBURG               |         |         |         |         |
| İTALYA                   | -467    | -6,214  | -13,068 |         |
| ALMANYA                  | -2,53   | 23,26   | 46,12   | 132,04  |
| DANİMARKA                | 2,900   | 1,854   | 10,127  | 12,661  |
| *YUNANİSTAN              |         |         |         |         |
| İRLANDA                  | 650     | -199    | -1,070  | -3,189  |
| BELÇİKA                  | -2,900  | -7,532  | -7,120  | -2,974  |
| FRANSA                   | 34,809  | 13,819  | 34,180  | 3,344   |

\* ilgili ülkeler hakkında sağlıklı veriler elde edilememiştir.

\*\* FİNLANDİYA, AVUSTURYA ve İSVEÇ hakkındaki veriler Topluluğa yeni üye olmaları nedeniyle dikkate alınmamıştır.

#### IV. SONUÇ

Avrupa Topluluğunda Sermaye hareketlerinin liberalizasyonu sürecinde yaşanan sorunlar daha ziyade piyasa entegrasyonu ve politika entegrasyonları arasındaki yetersiz koordinasyonla ilgili görünmektedir.<sup>1\*</sup>

Gereksinimler politikaları belirlesin görüşü, öncelikleri arka plana iterek ortak pazarın oluşturulmasını geciktirici etkide bulunmuştur. Özellikle Topluluğun yatay genişlemesi karar alma süreçlerini etkileyerek konuyla ilgili düzenlemelerin gecikmesine neden olmuştur.

Topluluk ekonomilerinin zaman zaman yaşadıkları durgunluk ister istemez ulusal ekonomilerin birbirinden bağımsız, uyumsuz ve koordinasyonsuz müdahalelerde bulunmaları sonucunu doğurmuştur.

Bu noktadan sonra Topluluğun sermaye hareketlerinin serbestisinde arzulanan noktaya ulaşabilmeleri ulusal devletlerin niyet ve uygulamalarıyla belirlenebilecektir. Zira birçok konuda düzenleme yapılmış doğrudan ve dolaylı nitelikte tüm engellemeler ve olasılıkları ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır.

Gelecekte Avrupanın mali entegrasyonunda ulusal vergi sistemlerinin de etkisi önemli düzeyde olacaktır. Halen faiz ve temettünün vergilendirilmesi ile alım satım vergileri ve değer artış kazançları açısından önemli farklılıklar mevcuttur. Örneğin İspanya'da mevduat faiz gelirleri üzerinde vergi varken Fransa'da yoktur. Lüksemburg ise bu açıdan çok daha elverişli durumdadır.

Sonuçta gelinecek nokta itibarıyla liberalizasyonun hertürlü korumadan uzak rekabetçi bir sistem sağlamasının ancak ülke ekonomilerinin gelişmişlik düzeylerinin eşitlenmesiyle mümkün olabileceği düşünülmektedir.

<sup>1</sup> Benink, Herald; Financial Integration in Europe, Netherlands, 1993, P.6

## KAYNAKÇA

BOLAT, Ömer Avrupa Topluluğu'nda Sermayenin Serbest Dolaşımı İlgili Mevzuatın İncelenmesi İKV Yayınları No: 75 Mayıs, 1989

DURA, Nejat "Menkul Kıymetler" Avrupa Topluluğu İç Pazarına Uyum Çalışmaları İç Pazarın Tanımı, Hedefi, Kapsamı ve Avrupa Topluluğu'nda Yaratacağı Etkiler DPT Mayıs 1990

ESİN, Arif Yunanistan, İspanya ve Portekiz'in Avrupa Topluluklarına Katılma Anlaşmaları Genel Hatları İKV Yayınları No: 42

KOCATÜFEK, Necdet ve Mustafa BATIER "Sermaye Hareketleri" Mali Hizmetler ve Sermaye Hareketleri Türk ve AT Mevzuatının Karşılaştırması Avrupa Topluluğu Danışma Kurulu Toplantısı Çalışma Belgesi DPT Ankara, 16 Ocak 1990

KOCATÜFEK, Necdet ve Mustafa BATIER "Sermaye Hareketleri" Avrupa Topluluğu İç Pazarına Uyum Çalışmaları, İç Pazarın Tanımı, Hedefi, Kapsamı ve Avrupa Topluluğu'nda Yaratacağı Etkiler DPT Mayıs 1990

KORUM Uğur Avrupa Topluluğu'nda Finansal Entegrasyon A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Ekonomisi Araştırma ve Uygulama Merkezi Tıpkı Basım Ankara Aralık, 1988

ÖNERTÜRK, Pınar Avrupa Toplulukları Konusundaki Araştırmalar (T.C. Maliye ve Gümrük Bakanlığı Elemanları Tarafından Düzenlenen) T.C. Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Yayın No: 1988/303 Eylül, 1988

TODAI European Communities Legislation on General, Financial and Institutional Matters AT Koordinasyon Kurulu Teşkilatlandırma Konusunda Mevzuat Uyumu Alt Komitesi Ağustos, 1989

TÜSİAD AT'da Şirketler Hukuku ve Sermaye Piyasaları Çalışmaları Türkiye Açısından Bir Değerlendirme Yayın No: TÜSİAD- T/89.3.125 İstanbul 7 Mart 1989

ULUDAĞ, Ramazan Avrupa Topluluğu ve Türk Vergi Sisteminin Topluluk  
Modeline Uyumu T.C. Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma, Planlama ve  
Koordinasyon Kurulu Yayın No: 1988/302 Ankara Ekim 1988