

**T. C.**  
**İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**DOKTORA TEZİ**

**ULUSLARARASI MENKUL KIYMET YATIRIM**  
**UYUŞMAZLIKLARINDA TAHKİM**

**RESUL CEVİZ**

**2502090441**

**TEZ DANIŞMANI**

**PROF. DR. NACİYE GÜNSELİ ÖZTEKİN GELGEL**

**İSTANBUL-2016**



T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



DOKTORA  
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : RESUL CEVİZ Numarası : 2502090441  
Anabilim Dalı /  
Anasanat Dalı / Programı : Özel Hukuk Danışmanı : Prof. Dr. GÜNSELİ ÖZTEKİN GELGEL  
Tez Savunma Tarihi : 09.02.2016 Saati : 10:30  
Tez Başlığı : ULUSLARARASI MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARINDA TAHKİM

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 50. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin **KABULÜNE** OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-PROF.DR.N. GÜNSELİ ÖZTEKİN GELGEL		KABUL
2-PROF.DR.YUSUF ÇALIŞKAN		DÜZELTME
3- PROF.DR.ZEHREDDİN ASLAN		KABUL
4-DOÇ.DR.İLHAN YILMAZ		DÜZELTME
5- DOÇ.DR.EMRE ESEN		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-PROF.DR.B.BAHADIR ERDEM		
2-DOÇ.DR.MUSTAFA ERKAN		

## ÖZ

### ULUSLARARASI MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARINDA TAHKİM RESUL CEVİZ

Uluslararası menkul kıymet yatırımlarının kendine özgü yapılarının yol açtığı karmaşık uyuşmazlık tiplerinin çözümünde tahkim uygulaması; hem yatırımcı haklarının korunması hem de bu alandaki araştırmaların yetersiz olması nedenleriyle konunun seçilmesinde belirleyici olmuştur. Bu bağlamda; uluslararası menkul kıymet yatırımlarına ilişkin çıkabilecek uyuşmazlıkların tahkim ile özellikle de uluslararası yatırım tahkimi yoluyla çözümüne uygun olup olmadığının uluslararası anlaşmalar, ulusal mevzuat ve ICSID kararları göz önünde bulundurularak incelenmesi çalışmamız içeriğinde ele alınan temel konuyu oluşturmaktadır.

Menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarında alternatif bir çözüm yöntemi olarak tahkimin uygulanması hususunda dünyada kat edilen mesafenin ve Türkiye'nin bu açıdan bulunduğu konumun saptanması da çalışmamızla ilgili ele alınan diğer bir konudur. Bu kapsamda, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki mevcut uygulamaların örnek gösterilerek karşılaştırmalı bir şekilde incelenmesi yoluyla ülkemiz bakımından sağlıklı sonuçlara varılması amaçlanmıştır.

Çalışmamız kapsamında uluslararası menkul kıymet yatırımlarının yatırım tahkimine konu olması sorunu hedef olarak seçilmiş ve bu konu esas olarak incelenmiş olmakla birlikte, bu tür yatırımların yerel tahkime konu olmasına ilişkin hususlar incelenirken, ticari tahkim de çalışmamız kapsamında ele alınmıştır. Bu kapsamda, ICSID Konvansiyonu çerçevesinde yatırım uyuşmazlıklarının tahkim yoluyla çözümünde, dolaylı bir yatırım türü olan uluslararası menkul kıymet işlemlerinin bir yatırım olarak kabul edilip edilemeyeceği sorunu konuyla ilgili bazı ICSID kararları göz önünde bulundurularak incelenmiştir. Ayrıca, Türkiye'de menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının yatırım kuruluşları ile yatırımcılar arasındaki çerçeve sözleşmeler kapsamında tahkim yoluyla çözümü ve bu tür uyuşmazlıkların ICSID tahkimine konu olma hususu yerli ve yabancı yatırımcılar açısından değerlendirilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** sermaye piyasalarında alternatif çözüm yolları, menkul kıymet yatırımları, yatırım tahkimi, menkul kıymet yatırımlarında uluslararası tahkim, ICSID.



**ABSTRACT**  
**ARBITRATION IN INTERNATIONAL SECURITIES INVESTMENT**  
**DISPUTES**  
**RESUL CEVİZ**

This dissertation focusses on the implementation of the arbitration proceedings towards offering resolutions to complex disputes in international securities investments. This study plans to provide solutions and guides towards protecting the investors' rights. The suitability of the implementation of the arbitration proceedings towards the resolution of disputes in international securities investments is assessed by considering international agreements, national legislation, and ICSID decisions.

In this study, the state of implementation of arbitration as an alternative dispute resolution method for the investment securities in the world is investigated, and Turkey's position is examined. In this context, current practices in developed countries, including the US, are investigated and compared with practices in Turkey in order to reach firm conclusions.

Within our scope of work, the investment arbitration has been selected as the subject of the target problem in international securities investment, however, while such investments pertaining to the subject of the local arbitration being examined, commercial arbitration is also considered. In this context, the possibility of the acceptance of international securities transaction as an indirect investment in resolving disputes by arbitration has been analyzed by taking into consideration some ICSID decisions. In addition, the resolutions through arbitration for the securities investment disputes in Turkey within the scope of the framework contracts between the investor and investment institutions have been studied. Furthermore, the possibility of these disputes to be the subject of ICSID arbitration for both domestic and foreign investors is evaluated.

**Keywords:** alternative dispute resolutions in capital markets, securities investment, investment arbitration, international arbitration in securities investment, ICSID.

## ÖNSÖZ

Yirminci yüzyılın ikinci yarısından itibaren menkul kıymet piyasalarının, dünyanın herhangi bir yerinde bulunan yatırımcıların erişimine ve dolayısıyla da yatırımına açık, küresel bir şekilde faaliyet göstermesi, yabancı yatırımcıların yerel yatırımcılar ve devletlerle ilişkilerini arttırmış ve bu ilişkiler neticesinde ortaya çıkabilecek uyuşmazlıkların adil, etkin bir şekilde ve kısa bir sürede çözüme kavuşturulması önem arz etmiştir. Bu duruma bağlı olarak, özellikle uluslararası nitelikteki ticari ve yatırım uyuşmazlıklarında, bir tarafın hukukuna olan güvensizlik, usul ve esasa uygulanacak hukuku tarafların serbestçe tayin edebilmesi ile işin mahiyetine vakıf bağımsız hakemlerin uyuşmazlığı çözme imkânlarını sunması gibi nedenlerle tahkim tercih edilen alternatif bir uyuşmazlık çözüm yöntemi haline gelmiştir.

Tahkim kurumu, çalışmamızda da detaylı olarak açıklandığı üzere, ABD, İngiltere, Almanya ve Fransa gibi gelişmiş ülkelerde menkul kıymet işlemi uyuşmazlıkları çözümünde giderek yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Piyasaların kendi özelliklerine ve dinamiklerine uygun kurallarla oluşturdukları tahkim mekanizmalarını, piyasa kurumları ve yatırımcıların hizmetine sunmalarında bu alternatif uyuşmazlık çözüm yönteminin diğer yöntemlere nazaran daha olumlu yanlarının bulunması önemli bir etken olmuştur. Zira özellikle uluslararası boyuttaki menkul kıymet işlemlerinin kendine özgü karmaşık yapıları nedeniyle mahkemelerin bu konuya yabancılığı tahkim kurumuna olan gereksinimi kuvvetlendiren önemli bir argüman olmuştur. Yine somut veriler ışığında sermaye piyasasında tahkim uygulamasının objektif bir şekilde uyuşmazlıkların daha kısa sürede ve daha düşük maliyetli olarak halledildiğini ortaya koymaktadır.

Bu kapsamda, ana amacı az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye ihtiyacını yönlendirmek ve desteklemek olan Dünya Bankası, ekonomik gelişme için uluslararası işbirliği gereğine dikkat çekerek, bu alanda çalışmalar başlatmıştır. Uluslararası özel yatırımların önündeki engellerin kaldırılması ve bu yatırımların özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere daha rahat ve güvenli bir şekilde akımının sağlanması ve elverişli bir yatırım ortamının yaratılması için uluslararası

yatırım uyuşmazlıklarının adil bir şekilde çözümüne işaret eden Dünya Bankası, ICSID Konvansiyonu ile kurumsal bir tahkim merkezi (ICSID) oluşturarak, Konvansiyona taraf devletler ile bu devletlerin vatandaşı olan yabancı yatırımcılar arasında ortaya çıkan uyuşmazlıkların, belli özellikleri haiz uluslararası tahkim yoluyla çözmelerine imkan sağlamıştır.

Bu çerçevede, her ne kadar başlarda sadece doğrudan yatırımların bir yatırım olarak kabulü nedeniyle bu tür yatırımların ICSID tahkimi yoluyla çözümü düşüncesi ön plana çıkmışsa da, son yıllarda gerek iki ve çok taraflı yatırım anlaşmaları gerekse taraflar arası sözleşme ve ulusal mevzuat hükümleri ve ayrıca ICSID'in bu konuda vermiş olduğu bazı kararlar ile yatırımın tanımı genişletilmiş olup, sadece doğrudan yatırımların değil bir dolaylı yatırım türü olan ve hacmi her geçen gün artan, portföy yatırımı olarak da bilinen menkul kıymet yatırımlarından kaynaklanan uyuşmazlıkların da ICSID tahkimi yoluyla çözümü artık mümkün hale gelmiştir.

Bu çalışmanın hazırlanması sürecinde benden yardımlarını ve desteklerini esirgemeyen tez danışmanım, Hocam Prof. Dr. Naciye Günseli ÖZTEKİN GELGEL'e çok teşekkür eder, minnet ve şükranlarımı sunarım. Doktora programına başladığım dönemden bu yana değerli görüşleri ve teşvikleriyle bana her konuda destek olan Doç. Dr. Emre ESEN ile tez izleme komitesinde bulunan Prof. Dr. Zehreddin ASLAN'a da içten teşekkürlerimi sunuyorum. Ulaştırdığı kaynaklarla çalışmama katkı sağlayan Dünya Bankası Washington DC merkez ofisinde çalışan kardeşim Yasin CEVİZ'e, çalışmanın hazırlanmasında gösterdikleri sabır ve verdikleri destek nedeniyle sevgili eşim ve kızlarıma da ayrıca teşekkür ediyorum.

Resul CEVİZ

İstanbul, 2016

## İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT .....	v
ÖNSÖZ.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	viii
TABLolar LİSTESİ.....	xv
KISALTMALAR LİSTESİ .....	xvi
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### MENKUL KIYMET YATIRIMLARI VE MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARI

I. MENKUL KIYMET.....	4
A. Genel Olarak.....	4
B. Menkul Kıymetin Tanımı .....	6
II. MENKUL KIYMET PİYASASI SERMAYE PİYASASI İLİŞKİSİ .....	13
III. MENKUL KIYMET BORSALARI.....	16
IV. MENKUL KIYMET İŞLEMİ.....	18
A. YSPKn Çerçevesinde Genel Değerlendirme .....	18
B. Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetler .....	20
V. MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARI.....	24
A. Genel Olarak.....	24
B. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Özellikleri .....	26
1. Konusunun Menkul Kıymetler Olması .....	26
2. Karışık Bir Yapı Arz Etmesi .....	28
3. Taraflar Arasındaki Hukuki İlişki.....	29
4. Uyuşmazlık Çözümünde Çabukluk ve Uzmanlık İhtiyacı.....	30
C. Bir Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlığının Yerel veya Uluslararası Nitelikte Olmasının Tespiti ve Önemi.....	31
D. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Tarafları .....	34
1. Genel Olarak.....	34
2. Yatırımcılar.....	35
3. Yatırım Kuruluşu ve Aracı Kurumlar .....	38



4. İhraççılar.....	41
5. Uluslararası Menkul Kıymet Yatırımlarında Devletler .....	42

## İKİNCİ BÖLÜM

### MUKAYESELİ HUKUKTA VE TÜRK HUKUKUNDA MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARININ ÇÖZÜM YOLLARI

<b>I. MUKAYESELİ HUKUKTA MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARININ ÇÖZÜM YOLLARI .....</b>	<b>44</b>
<b>A. Genel Olarak.....</b>	<b>44</b>
<b>B. ABD’de Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Çözüm Yolları .....</b>	<b>47</b>
1. Genel Olarak.....	47
2. ABD’de Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Tahkim Yoluyla Çözümü .....	50
a. ABD’de Tahkimin Tarihsel Gelişimi.....	50
b. ABD’de Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının FINRA Bünyesinde Tahkim Yoluyla Çözümü .....	53
3. ABD’de Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Arbuluculuk Yoluyla Çözümü .....	58
4. ABD’de SEC’in Uzlaşma Uygulaması.....	59
5. ABD’de Mahkemelerin Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarında Tahkime İlişkin Yaklaşımı ve Bu Uyuşmazlıklara İlişkin Bazı Kararları.....	62
a. Genel Olarak .....	62
b. Wilko v. Swan Kararı .....	64
c. Sherk v. Alberto Co. Kararı .....	70
d. Dean Witter Reynolds v. Byrd Kararı .....	72
e. Shearson/American Express Inc. v. McMahon Kararı .....	73
f. Rodriguez De Quijas v. Shearson/American Express Inc. Kararı .....	77
<b>C. AB Hukukuna Göre Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Çözümü .</b>	<b>79</b>
<b>D. İngiliz Hukuku .....</b>	<b>83</b>
<b>E. Alman Hukuku .....</b>	<b>87</b>
<b>F. Fransız Hukuku .....</b>	<b>89</b>
<b>G. Rus Hukuku.....</b>	<b>90</b>

<b>II. TÜRK HUKUKUNDA MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARININ ÇÖZÜM YOLLARI .....</b>	<b>92</b>
<b>A. Genel Olarak.....</b>	<b>92</b>
<b>B. Türk Sermaye Piyasası ve Borsa İstanbul A.Ş.....</b>	<b>94</b>
<b>C. Uyuşmazlıkların Borsa İstanbul A.Ş.'de İdari Yolla Çözümü.....</b>	<b>96</b>
1. Genel Olarak.....	96
2. 2499 Sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu Kapsamında Borsa Uyuşmazlıklarının Çözümü.....	98
3. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Kapsamında Borsa Uyuşmazlıklarının Çözümü .....	102
4. Borsa İstanbul A.Ş. Uyuşmazlık Komitesi Çalışma Usul ve Esasları Yönergesi'ne Göre Uyuşmazlıkların Çözümü.....	106
a. Uyuşmazlık Komitesinin Oluşumu .....	106
b. Başvuru Sürecine İlişkin Usul ve Esaslar .....	108
c. İnceleme Prosedürü .....	109
d. Kararlara İtiraz .....	111
e. Sulh Olma ve Şikayetten Vazgeçme .....	113
<b>D. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Arabuluculuk Yolu ile Çözümü .....</b>	<b>113</b>
1. Genel Olarak.....	113
2. Türk Sermaye Piyasasında Arabuluculuk ve Türkiye Sermaye Piyasası Birliği'nin Rolü .....	115
<b>E. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Uzlaşma Yolu ile Çözümü ..</b>	<b>118</b>
1. Genel Olarak.....	118
2. Türk Sermaye Piyasalarında Uzlaşma Sistemi İhtiyacı ve Uygulanabilirliği .....	119
<b>F. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Adli Yargı Yolu ile Çözümü ....</b>	<b>121</b>
1. Genel Olarak.....	121
2. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Adli Yol ile Çözümünde Yabancılaşma Unsuru ve Vasıflandırma .....	123
<b>G. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Tahkim Yolu ile Çözümü ...</b>	<b>126</b>
1. Genel Olarak.....	126

2. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Tahkim İle Çözümünün Olumlu ve Olumsuz Yönleri.....	131
a. Olumlu Yönleri.....	131
(1) Bağımsızlık ve Tarafsızlık.....	132
(2) Gizlilik .....	133
(3) Sermaye Piyasası Uzmanlığının İhtilaf Çözümünde Kullanılabilmesi ..	134
(4) Öz Düzenleyici Kuruluşların Kurumsal Tahkim Hizmetine Katkısı.136	
(5).Tahkim Şartına İlişkin Çerçeve Sözleşmelerin Oluşturduğu Standart ...	137
b. Olumsuz Yönleri .....	138
(1) Seçilen Hakemlerin Yetkinliği ve Tarafsızlığı Sorunu .....	138
(2) Devlet Mahkemelerinin Tahkime Müdahalesi .....	140
3. Tahkim ve Yatırımcının Korunması .....	141
4. Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkime Elverişlilik .....	143
5. Tahkime Elverişlilik Kapsamında Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırımlarında Tahkime Konu Olabilecek Uyuşmazlık Tipleri .....	148
a. Borsa İşlemlerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıklar .....	149
(1) Alım-Satım Emirlerine İlişkin Uyuşmazlıklar .....	151
i. Emir Verilmediği Halde Müşteri Hesabında İşlem Yapılmasından Doğan Uyuşmazlıklar Emrin Yerine Getirilmemesinden Doğan Uyuşmazlıklar .....	152
ii. Emrin Yerine Getirilmemesinden Doğan Uyuşmazlıklar .....	153
iii. Emrin Gereği Gibi Yerine Getirilmemesinden Doğan Uyuşmazlıklar .....	154
(2) İşlemin Tasfiyesinden Doğan Uyuşmazlıklar.....	155
(3) Yetkisiz Kişi ve Kuruluş İşlemlerinden Doğan Uyuşmazlıklar .....	156
(4) Kredili İşlemlerden Doğan Uyuşmazlıklar .....	158
(5) Özel Durumlar .....	159
b. Borsa İşlemleri Dışındaki Uyuşmazlıklar .....	160
6. Tahkim Şartını İçerebilecek Belgeler .....	162
a. Genel Olarak .....	162

b. Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırımlarına İlişkin Çerçeve Sözleşmeler Kapsamında Tahkim Şartı .....	166
(1). Menkul Kıymet Yatırımları Açısından Çerçeve Sözleşmesi Kavramının Önemi ve Hukuki Niteliği .....	166
(2). Çerçeve Sözleşmelerde Yer Alan Tahkim Şartına İlişkin Hükümlerin Örneklemeye Yoluyla İncelenmesi .....	169
7. Türkiye Sermaye Piyasasında Uygulanacak Tahkim Kuralları.....	174
8. İstanbul Tahkim Merkezi’nin Türk Sermaye Piyasasında Tahkimin Gelişimine Katkısı Açısından Değerlendirilmesi.....	176

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### ULUSLARARASI MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARININ ICSID TAHKİMİNE KONU OLMA SORUNU VE ICSID TAHKİMİ YOLUYLA ÇÖZÜMÜ

<b>I. FİNANSAL PİYASALARDA KÜRESELLEŞME VE ULUSLARARASI MENKUL KIYMET YATIRIMLARI.....</b>	<b>179</b>
A. Genel Olarak.....	179
B. Sermaye Piyasalarında Küreselleşme Eğilimi .....	180
C. Yabancı Sermaye .....	183
D. Sermayenin Serbest Dolaşımı ve Sınır Ötesi Sermaye Hareketleri .....	185
E. Uluslararası Menkul Kıymet (Portföy) Yatırımları .....	188
F. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı ve Portföy Yatırımı İlişkisi.....	193
G. 4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu Çerçevesinde Türkiye’de Uluslararası Portföy Yatırımları .....	196
<b>II. MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARININ ÇÖZÜMÜNDE ULUSLARARASI YATIRIM TAHKİMİNİN ÖNEMİ VE ROLÜ.....</b>	<b>202</b>
A. Genel Olarak.....	202
B. YKTK Anlaşmaları Çerçevesinde Yatırım Tahkimi - Ticari Tahkim Ayrımının Önemi.....	205
1. Genel Olarak YKTK Anlaşmaları .....	205
2. YKTK Anlaşmaları Çerçevesinde Yatırım Tahkiminin Ticari Tahkimden Ayrılan Yönü .....	208
C. Uluslararası Menkul Kıymet Yatırımlarında Ülke Riski.....	212
D. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Uluslararası Yatırım Tahkimine Konu Olmasının Yerli ve Yabancı Yatırımcı Açısından Önemi.....	218

<b>III. ULUSLARARASI MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARININ ICSID TAHKİMİ YOLUYLA ÇÖZÜMÜ.....</b>	<b>220</b>
<b>A. Genel Olarak .....</b>	<b>220</b>
<b>B. ICSID Tahkim Sistemi .....</b>	<b>223</b>
1. ICSID Konvansiyonu ve ICSID Tahkim Mahkemesi .....	223
2. ICSID Tahkim Sisteminin Temel İlkeleri ve Diğer Tahkim Sistemlerinden Ayırıcı Özellikleri.....	227
3. Uyuşmazlıkların ICSID Tahkimine Götürülebilmesi İçin Gerekli Koşullar	231
a. ICSID'in Konu Bakımından Yargılama Yetkisi .....	231
b. ICSID'in Taraflar Bakımından Yetkisi .....	234
c. ICSID'in Yetkisi Hakkında Tarafların Rızası.....	235
<b>C. Uluslararası Menkul Kıymet Yatırımlarının Bir Yatırım Olarak Kabulü ve ICSID Tahkimine Konu Olması .....</b>	<b>237</b>
1. Genel Olarak .....	237
2. Uluslararası Menkul Kıymet (Portföy) Yatırımlarının ICSID Konvansiyonu Çerçevesinde Bir Yatırım Olarak Kabulü Sorunu .....	238
3. Salini Testi Çerçevesinde Menkul Kıymet Yatırımlarının Değerlendirilmesi .....	243
4. ICSID Hakem Heyetlerinin Salini Testine Yaklaşımları .....	246
5. ICSID Tahkimine Konu Olma Açısından Menkul Kıymet Yatırımlarının Bir Yatırım Olarak Kabul Edilebileceği Diğer Yollar .....	249
a. Anlaşmalar Yoluyla.....	249
(1) Uyuşmazlık Tarafları Arasında Anlaşma .....	249
(2) Uluslararası Anlaşmalar.....	250
i. Çok Taraflı Anlaşmalar .....	251
ii. İki Taraflı Anlaşmalar (YKTK Anlaşmaları) .....	256
b. Ulusal Mevzuat Yoluyla.....	260
<b>D. ICSID Tahkimine Konu Olan Uluslararası Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarına İlişkin Bazı Davalar.....</b>	<b>263</b>
1. Libananco v. Türkiye Davası.....	263
2. Saba Fakes v. Türkiye Davası.....	267
3. Postova Banka and Istrokapital v. Yunanistan Davası.....	269
4. Fedax v. Venezuela Davası .....	272

5. Enron v. Arjantin Davası.....	274
6. CMS v. Arjantin Davası .....	275
7. Abaclat v. Arjantin Davası .....	277
8. Philippe Gruslin v. Malezya Davası.....	281
9. AMT v. Zaire Davası .....	282
10. CSOB v. Slovakya Davası.....	283
<b>SONUÇ .....</b>	<b>285</b>
<b>BİBLİYOGRAFYA .....</b>	<b>297</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>331</b>



## TABLolar LİSTESİ

<b>Tablo-1:</b>	Yıllara Göre FINRA'da Açılan ve Kapanan Tahkim Dosyaları.....	56
<b>Tablo-2:</b>	İçerdiği Uyuşmazlıklara Göre FINRA'daki Tahkim Dosyaları.....	57
<b>Tablo-3:</b>	SEC tarafından Gerçekleştirilen En Yüksek Tutarlı On Uzlaşma.....	61
<b>Tablo-4:</b>	2001-2012 Yılları Arasında FIN-NET'e İntikal Eden Uyuşmazlık Sayısı .....	81
<b>Tablo-5:</b>	Borsa İstanbul'da İşlem Gören Paylara İlişkin Yerli ve Yabancı Yatırımcılara Ait Saklama Bilgileri.....	201
<b>Tablo-6:</b>	Borsa İstanbul'da İşlem Yapan Yerli ve Yabancı Yatırımcıların Kimlik Tipleri.....	201

## KISALTMALAR LİSTESİ

AAA	American Arbitration Association
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADR	American Depositary Receipt
AMF	The Autorité des Marchés Financiers
AMT	American Manufacturing & Trading, Inc.
Bafin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Batider	Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BİST	Borsa İstanbul A.Ş.
BK.	Borçlar Kanunu
Bkz.	Bakınız
C.	Cilt
CMS	CMS Gas Transmission Company
CSOB	Ceskoslovenska Obchodni Banka, A.S.
CVM	Securities and Exchange Commission of Brazil
DEİK	Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
dn.	Dipnot
Doc.	Document
DYSY	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı
DYYK	4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu
E.	Esas numarası
EC	European Commission
ESPKn	2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
FAA	Federal Arbitration Act
FCA	Financial Conduct Authority
FILJ	Foreign Investment Law Journal
FIN-NET	Financial Dispute Resolution Network
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FPC	Financial Policy Committee
FSA	Financial Services Authority
GDR	Global Depositary Receipt
HD.	Hukuk Dairesi
HMK	6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu
HUMK	1086 sayılı Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu
ICC	International Chamber of Commerce



ICSID	International Centre for Settlement of Investment Disputes
IGA	Belgium–Luxembourg Economic Union
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTM	İstanbul Tahkim Merkezi
İTO	İstanbul Ticaret Odası
JAMS	Judicial Arbitration and Mediation Services, Inc.
K.	Karar numarası
KHK	Kanun Hükmünde Kararname
Kıs.	Kısaca
KLSE	Kuala Lumpur Stock Exchange
LCIA	The London Court of International Arbitration
m./md.	Madde
MERCOSUR	Mercado Común del Sur
MHB	Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni
MIGA	The Multilateral Investment Guarantee Agency
MiFID	The Markets in Financial Instruments Directive
MÖHUK	5718 sayılı Milletlerarası Özel Hukuk ve Usul Hukuku Hakkında Kanun
MTK	4686 sayılı Milletlerarası Tahkim Kanunu
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
s.	Sayfa
S.	Sayı
NASD	National Association of Securities Dealers
NAFTA	The North American Free Trade Agreement
NAUFOR	National Association Securities Market Participants
NYSE	New York Stock Exchange
Para	Paragraph
PRA	Prudential Regulatory Authority
RICO	Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act
SCC	Stockholm Chamber of Commerce
SEC	Securities and Exchange Commission
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	Sermaye Piyasası Kanunu
SRO	Self-Regulatory Organization
T.	Tarih
Tah. Kr.	TSPAKB Tahkim Kuralları

TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TDK	Türk Dil Kurumu
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TSPB	Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
TTK.	Türk Ticaret Kanunu
U.N.	United Nations
UNCITRAL	United Nations Commission on International Trade Law
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
v.	versus
Vol.	Volume
vd.	ve devamı
WTO	The World Trade Organization
YKTK	Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması
YSPKn	6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

## GİRİŞ

Yirminci yüzyılın ikinci yarısında ortaya çıkan ekonomik, sosyal, kültürel ve teknolojik gelişmeler, toplumların alışkanlıkları, yaşam tarzları ve gereksinimleri üzerinde önemli değişimler meydana getirmiştir. Kısaca küreselleşme olarak tanımlanan bu değişim sürecinde, yeni yatırım araçlarının yaratılması, bunların etkinliğini artıran ve yaygınlaştıran haberleşme ve bilgi işlem teknolojilerinin hızla gelişmesi, rekabet anlayışının yerelliğin ötesine geçip, dünya yüzeyine yayılması, ulusal ve uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmeye başlamasını da beraberinde getirmiştir.

Küreselleşme ile meydana gelen uluslararası ticaretteki yayılma, sınırlar arası parasal akımların artması, şirketlerin birleşmeleri ve çok uluslu şirketlerin büyümesi, finansal faaliyetlere hız kazandırmış, çok uluslu girişimci ve yatırımcıların yerel girişimci ve yatırımcılarla temasını arttırmış ve dolayısıyla hukuki ilişkiler daha karmaşık hale gelmiştir<sup>1</sup>. Küreselleşmenin finansal faaliyetler üzerindeki etkisi ise, yatırımcıların sermaye piyasası yatırımları bakımından, yatırım yaptığı piyasanın bulunduğu ülkede fiziksel olarak bulunmalarına gerek olmadan, başka bir ülkede sermaye piyasası araçlarına, özellikle bu araçlardan en yaygın ve en çok tercih edileni olan menkul kıymetlere yatırım yapabilme imkânını beraberinde getirmiştir. Ticaretteki yayılma, sınırlar arası parasal akımların artması, şirketlerin küreselleşmesi ile sermaye piyasasına ilişkin uyumsuzluklar, tarafları ve içeriği bakımından karmaşık bir hal almıştır.

Dünyada uluslararası finans piyasalarında yaşanan söz konusu hareketlilik, menkul kıymet işlemlerinden doğan uyumsuzlukların da artmasına neden olmuş ve söz konusu uyumsuzlukların çözümünde alternatif yollara başvurma ihtiyacı doğmuştur. Bu bağlamda, tahkim ve diğer alternatif uyumsuzluk çözüm yöntemlerinin sermaye piyasası uyumsuzluklarında tercih edilen bir çözüm yöntemi haline gelmesi kaçınılmaz olmuştur.

---

<sup>1</sup> Gilbert R. Winham, "International Trade Policy in a Globalizing Economy", **International Journal**, Vol. LI, No. 4, Autumn 1996, s. 37.

Alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemleri, geleneksel uyuşmazlık çözüm mercileri olan mahkemelerin yerini almaktadır. Alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemi olarak gelişen tahkim kurumu ise, kaynağını taraf iradesinden alması, yargılamanın daha kısa sürmesi ve gizlilik esasına dayalı olması, uygulanacak prosedürün uyuşmazlık tarafları bakımından biliniyor olması gibi nedenlerle, ulusal ve uluslararası alanda büyük ilgi görmektedir.

Tahkim kurumu, özellikle uluslararası nitelikteki menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarında, bir tarafın hukukuna olan güvensizlik sebebiyle, usul ve esasa uygulanacak hukuku tarafların serbestçe tayin edebilmesiyle, işin mahiyetine vakıf bağımsız hakemlerin işe el koyması imkânlarını sunması gibi yönleriyle sıklıkla tercih edilen bir uyuşmazlık çözüm yöntemidir. Tahkim sayesinde uluslararası şirketler değişik ülkelerdeki menkul kıymet yatırımlarına ilişkin çıkabilecek ihtilaflarda standart bir çözüm yolu belirleyerek hem her bir ülkedeki farklı düzenlemeler konusundaki belirsizlikleri bertaraf etmekte, hem de tarafsız bir mercide yargılanma imkânı elde etmektedirler<sup>2</sup>.

Bu çerçevede; çalışmamızın ilk bölümünde, menkul kıymet yatırımları ve menkul kıymet yatırım uyuşmazlıkları incelenecektir. Bu kapsamda öncelikle menkul kıymet kavramı açıklanacak, ardından menkul kıymet piyasası – sermaye piyasası ilişkisi, menkul kıymet borsaları, menkul kıymet işlemi ve bu bölümde son olarak da menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarına ilişkin konulara değinilecektir.

İkinci bölümde, mukayeseli hukukta ve Türk hukukunda menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının çözüm yolları konusu açıklanacaktır. Bu bölümde öncelikle mukayeseli hukukta; başta ABD olmak üzere, bazı gelişmiş ülkelerin menkul kıymet yatırımlarına ilişkin uyuşmazlıklarda uyguladıkları çözüm yöntemlerine yer verilecektir. Sonrasında ise Türk hukukunda menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının çözüm yolları, bu konudaki mevzuat ve uygulamalar göz önünde bulundurularak

---

<sup>2</sup> M. Kubilay Dağlı, Yasemin Çakır, “Türk Sermaye Piyasasında Tahkim Uygulaması ve Etkinleştirilmesine Yönelik Öneriler” (Kıs. Sermaye Piyasasında Tahkim), **Sayıştay Dergisi**, S. 72, s. 28.

tahkim ağırlıklı olarak incelenecek ve ülkemiz açısından bazı tespit ve değerlendirmelere yer verilecektir.

Üçüncü ve son bölümde ise; uluslararası menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının ICSID tahkimine konu olma sorunu ve ICSID tahkimi yoluyla çözümü incelenecektir. Bu kapsamda, öncelikle finansal piyasalarda küreselleşme ve uluslararası menkul kıymet yatırımları çalışmamız kapsamında ele alınacaktır. Ardından menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının çözümünde uluslararası yatırım tahkiminin önemi ve rolü, uluslararası menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının ICSID tahkimi yoluyla çözümü ve uluslararası menkul kıymet yatırımlarının ICSID tahkimine konu olması hususları irdelenecektir. Uluslararası menkul kıymet yatırımlarının ICSID tahkimine konu olması hususu incelenirken konumuz bakımından önemli olması açısından, menkul kıymet (portföy) yatırımlarının ICSID Konvansiyonu çerçevesinde bir yatırım olarak kabulü sorunu detaylı ele alınacaktır. Son olarak da, ICSID tahkimine konu olan uluslararası menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarına ilişkin bazı kararlar incelenecek ve çalışmamız kapsamında değerlendirilecektir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### MENKUL KIYMET YATIRIMLARI VE MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARI

#### I. MENKUL KIYMET

##### A. Genel Olarak

Menkul kıymet kavramının ihtiva ettiği evrakların veya muamelelerin neler olduğunun tespiti ve bunların hukuki niteliklerinin bilinmesi, menkul kıymet yatırımlarından kaynaklanan uyuşmazlıklarda tarafların hak ve yükümlülüklerinin tespiti, dolayısıyla da hukuken korunabilmeleri için şarttır. Bu nedenle menkul kıymet kavramının hangi belge, senet, evrak veya işlemleri ihtiva ettiğinin ve bunların hukuki niteliklerinin tespiti, menkul kıymetlere ilişkin mevzuatın uygulanmasında oldukça önemlidir.

Mali piyasalarda<sup>3</sup> karşı karşıya gelen kişiler arasındaki fon aktarımı bir senet veya değere bağlanarak yapılmaktadır. Söz konusu senet veya değer, mali piyasalarda “finansal araç” olarak tanımlanmaktadır<sup>4</sup>. Bu finansal araç ise, işlem gördüğü mali piyasadaki işlevine göre para piyasası<sup>5</sup> aracı ya da sermaye piyasası<sup>6</sup> aracı olarak adlandırılmaktadır<sup>7</sup>. Sermaye piyasası aracı ve para piyasası aracı şeklinde bir ayrım

<sup>3</sup> Mali (Finansal) piyasalar, fon arz ve talebinin karşılaştığı, finansal araçların ihraç edildiği ve alım – satımının yapıldığı piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Bkz. Veliye Yanlı, **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul, Beta, 2005, s. 3.

<sup>4</sup> Ali Paslı, “Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı”, **Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan**, C. II İstanbul, 2007, s. 1520-1521.

<sup>5</sup> Para Piyasaları: Genellikle bir yıldan kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı ya da fonların el değiştirdiği piyasalardır. Para piyasalarına yatırım yapan tasarruf sahipleri “pasif yatırımcı” olarak tanımlanmaktadır. Bkz. Yanlı, **a.g.e.**, s. 3.

<sup>6</sup> Sermaye Piyasaları: Genellikle süresi bir yıldan fazla olan, orta ve uzun vadeli arz ve talebinin karşılaştığı ya da fonların el değiştirdiği piyasalardır. Sermaye piyasalarına yatırım yapan tasarruf sahipleri “aktif yatırımcı” olarak tanımlanmaktadır. Bkz. Yanlı, **a.g.e.**, s. 3; 2499 sayılı ESPKn'nun gerekçesine göre ise, sermaye piyasası; orta ve uzun vadeli ödünç verilebilir fonların menkul kıymetlerin alım satımı suretiyle tasarruf sahiplerinden yatırımcılara aktarılmasını sağlayan ortamın, başka bir ifade ile yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki fon akımını sağlayan aracı kurum ve bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlarından oluşan modern finansman sisteminin adıdır.

<sup>7</sup> Yanlı, **a.g.e.**, s. 3.

yapılmasının sebebi, bu iki piyasa arasındaki farklılığa vurgu yapılmak istenmesidir<sup>8</sup>.

Sermaye piyasası aracı kavramı ilk defa 1992 yılında yapılan 3794 sayılı Kanun<sup>9</sup> ile 2499 sayılı eski Sermaye Piyasası Kanunu<sup>10</sup>'nda (ESPKn) yapılan değişiklik ile Türk hukuk sistemine girmiştir<sup>11</sup>. 3794 sayılı Kanun ile yapılan değişiklikten önce Sermaye Piyasası Kanunu'nda, "menkul kıymet" ve "mali değerleri temsil eden ve ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren evrak" (menkul kıymet dışında kalan kıymetli evrak) şeklinde bir ayırım yapılmaktaydı. Söz konusu değişiklikle, "sermaye piyasası aracı" kavramı, "menkul kıymet" ve "diğer sermaye piyasası araçları" kavramlarını kapsayan<sup>12</sup> bir üst kavram<sup>13</sup> haline getirilmiştir<sup>14</sup>. 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun<sup>15</sup> (YSPKn) 3/1-(ş) maddesinde ise sermaye piyasası araçları; *"menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dahil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarını ifade eder"* şeklinde tanımlanmıştır.

Bu çerçevede sermaye piyasası aracı, "sermaye piyasasında işlem ve fon aktarımı işlevini yerine getiren<sup>16</sup> bütün finansal araçlar" olarak tanımlanabilir<sup>17</sup>. Sermaye piyasası araçlarının ihraç edilerek halka satılmasının temel amacı, sermaye piyasasından fon toplayarak ihracı yapan kuruluşun mali yapısını güçlendirmek ve kaynaklarının niteliğini arttırmaktır<sup>18</sup>.

<sup>8</sup> Mücahit Ünal, **Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi**, (Kıs. Kaydileştirme), Ankara, Adalet, 2011, s. 8.

<sup>9</sup> 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunu'nun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK'nın Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun (13.05.1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete).

<sup>10</sup> 30.07.1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazete.

<sup>11</sup> Ünal, **Kaydileştirme**, s. 7.

<sup>12</sup> Amerikan Yeknesak Ticaret Kanunu'nun 8. maddesindeki menkul kıymet (security) kavramının tanımı, tüm sermaye piyasası araçlarını kapsar şekilde yapılmıştır (Carl S. Bjerre, Sandra M. Rocks, **The ABCs of the UCC, Article 8: Investment Securities**, USA, American Bar Association Publishing, 2004, s. 6-7).

<sup>13</sup> Üst kavram olarak "sermaye piyasası araçları" yerine AB mevzuatına uygun olarak "finansal (mali) araçlar (financial instruments)" kavramının kullanılmasının daha uygun olduğu yönünde bkz. AB'nin 2002/47 sayılı Yönergesi m. 2 ve 2003/6 sayılı Yönergesi m. 3.

<sup>14</sup> Sevinç Akbulak, Yavuz Akbulak, **Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, İstanbul, Beta, 2004, s. 20.

<sup>15</sup> 30.12.2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazete.

<sup>16</sup> Bjerre, Rocks, **a.g.e.** s. 7.

<sup>17</sup> Paslı, **a.g.e.**, s. 1521.

<sup>18</sup> Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası: Halka Arz**, C. II, İstanbul, Beta, 2000, s. 3.

Sermaye piyasası araçlarının, "menkul kıymetler" ve "diğer sermaye piyasası araçları" olmak üzere iki türü bulunmaktadır.

## B. Menkul Kıymetin Tanımı

Menkul kıymetlerin Türk hukukundaki tanımını vermeden önce modern anlamda menkul kıymetlerin ilk ortaya çıktığı, geliştiğı ve birçok ülke tarafından örnek alındığı ülke olan ABD'deki menkul kıymetlere ilişkin tanım ve uygulamadan bahsetmek gerekir. ABD hukuk literatüründe menkul kıymetler "securities" kelimesi ile ifade edilmektedir. "Securities" kelimesinin tekil ifade biçimi olan "security" terimi genel olarak dört anlam taşımaktadır. Bu terimin ilk akla getirdiğı anlam emniyet (safety) ve koruma (protection) veya bir teminat altında olma (a state of being secure) durumudur. İkinci olarak, bir koruma vasıtasını veya bir emniyet ve koruma şartı meydana getiren işlemi ifade eder (instrument of protection). Üçüncü olarak ise, bir şahsı ifade eder, ki bu şahıs başka birisinin bir borcu veya bir fiilinin edası için kefil durumuna gelmektedir. Son olarak da, bu terim bir tek kelime içinde bir ticari aktifi (commercial assets) tanımlamaktadır. Bu anlamda söz konusu terim yatırımla ilgilidir. Menkul kıymet, kar gayesinde olan bir işletmenin geliri, kazançları veya aktiflerinden birisi üzerinde mevcut veya gelecekteki bir iştiraki gösteren, mevcut bir hakkı doğuran bir vasıta veya evrak anlamında kullanılabilir<sup>19</sup>.

Bu kelime hukuki anlamda ise genel olarak; borçların ve sermayenin, para ödeme mükellefiyetinin ve bir ortaklığın veya diğeri bir mülkiyetin kazançlarına ve menfaatlerine iştirak haklarının delillerini; hisse senetlerini, ortaklık borç senetlerini, ortaklık tahvillerini veya bir ortaklıktaki payı temsil eden yahut bir ortaklığın borçlandığı bir borcu temsil eden diğeri evrakı temsil etmektedir<sup>20</sup>. ABD hukukunda kavramın ihtiva ettiği belgelerin ve muamelelerin hukukî nitelikleri kanunen değil, esas itibariyle içtihatlar vasıtasıyla tespit edilmiştir. Federal devletin menkul kıymet kavramı ile ilgili kanunî tarifleri, kavramı açıklamaktan çok, piyasada tedavül eden hangi evrakların veya hukukî muamelelerin (alım-satım, ödünç alma, kiralama,

<sup>19</sup> Oğuz Kürşat Ünal, **Menkul Kıymetler: Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler**, (Kıs. Menkul Kıymetler), Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1988, s. 5-6.

<sup>20</sup> Bryan A. Garner, **Black's Law Dictionary**, 3. Pocket Edition, USA, Thompson&West, 2006, s. 640.



rehnetme ve sözleşme gibi bir hukukî sonuç doğurması amacıyla yapılan iradî fiillerin) menkul kıymet olduğunu saymıştır. Ayrıca kavramı sınırlayıcı hiçbir ifade kullanılmamıştır. Menkul kıymet olarak sayılan “borç senetleri” (notes), “hisse senetleri” (stocks), “tahviller” (bonds and debentures), “borç ispat eden vesikalar” (evidence of indeptedness), “menfaat sertifikaları”, (certificate of interest) gibi menkul kıymetler yazılı şekle tâbi menkul kıymetleri gösterirken, yine federal kanunlarda sayılan ve “yatırım sözleşmeleri” (investment contracts), “menfaatler” (interests) ve “haklar” (rights) şeklinde ifade edilen menkul kıymetler ise yazılı şekle tâbi olmayan, başka bir deyişle sözlü olabilen menkul kıymetleri ifade etmektedir.

Federal Kanunlar menkul kıymet kavramının hukukî niteliklerinin tespitini doktrin ve içtihatlar (case law) bırakmıştır. Ancak kanunî tarifler verdikleri örneklerle “yazılı şekil şartının” mecburi bir unsur olmadığını açıkça ortaya koymaktadır. Ayrıca, ABD hukukunda “sözlü menfaat anlaşmalarının” (oral interest) veya sözlü olarak yapılabilen yatırım sözleşmelerinin menkul kıymet olarak kanunen kabul edilmesi, “kıymetli evrak niteliğinin” kavramının zarurî bir unsur olmadığını göstermektedir. Ancak sözlü bir anlaşmanın bir menkul kıymet olarak işlem görmesi teoride kalmakta ve uygulamada görülmemektedir. Mahkeme içtihatlarında da sözlü bir menkul kıymet ihtilafına rastlanmamakta, fakat kavramın hukukî niteliğini genel olarak tespitte çalışan mahkemelerin, dava konusu ihtilaftan bağımsız olarak, menkul kıymet işlemlerinin yazılı şekle tâbi olmadığı kararlarını verdiği görülmektedir<sup>21</sup>.

Sonuç olarak, mevcut kanunlar, içtihatlar ve görüşler çerçevesinde ABD hukukuna göre menkul kıymetler; yatırımcıların, başkalarının çalışmaları sonucu elde edilebilecek bir menfaat beklentisi ile müşterek bir teşebbüse yaptıkları para yatırımını gösteren muamele, evrak, senet ve sözleşmeleri ifade etmektedir. Kanunî tariflerde menkul kıymetler hiçbir sınırlandırmaya tabi olmadan sayılmıştır. Bu sayım tahdidi değildir. Ayrıca kanuni tarifin; “yatırım sözleşmesi”, “borç ispat eden vesikalar” ve “genelde menkul kıymet olarak bilinen her türlü evrak” gibi esnek kavramları ihtiva etmesi sebebiyle menkul kıymet kavramı çok geniş anlaşılmaktadır. Kanunî tarifte adı yer almasa bile yukarıda söz konusu ettiğimiz özelliklere sahip

---

<sup>21</sup> Ünal, **Menkul Kıymetler**, s. 167-168.

muamele, evrak ve belgeler de menkul kıymet olarak kabul edilmektedir<sup>22</sup>.

Türk hukukunda menkul kıymet kavramının ilk akla getirdiği anlam, taşınabilir değerlerdir. Taşınabilir değer ise esasen menkul malları ifade eder. Kıymet ve mahiyetinde bir değişiklik olmaksızın bir yerden başka bir yere taşınabilen ve mülkiyet konusu olabilen bütün maddi eşya ile mameleke giren bütün haklara menkul mal denir<sup>23</sup>. Menkul kıymetler de şüphesiz ki birer menkul mal çeşididir. Fakat her menkul mal bir menkul kıymet değildir. Bu bakımdan “menkul mal” olma özelliği menkul kıymetlerin sadece bir unsurunu açıklamaktadır. Bu menkul kıymetlerin taşınabilen ve mülkiyet konusu olabilen bir mal olmasıdır. Bu nedenle menkul mal tanımı menkul kıymet kavramını açıklamamaktadır<sup>24</sup>.

6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda menkul kıymetlere ilişkin çeşitli hükümler<sup>25</sup> yer almasına rağmen “menkul kıymet” kavramı tanımlanmamış hatta bu kavram hiç kullanılmamıştır. 6762 sayılı TTK'da menkul kıymetlere ilişkin hükümlerde, menkul kıymet yerine "senet" ifadesinin kullanılması tercih edilmiştir<sup>26</sup>. 6102 sayılı yeni TTK'da ise, menkul kıymet kavramı kullanılmakla birlikte<sup>27</sup>, 6762 sayılı TTK'da olduğu gibi menkul kıymet kavramına ilişkin herhangi bir tanıma yer verilmemiştir. Ticaret Kanunu dışında Borçlar Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu gibi bazı düzenlemelerde de menkul kıymetlere ilişkin çeşitli hükümler yer almaktadır. Ancak kanuni düzenlemelerde menkul kıymet, kavram olarak, yeterince açıklanmamış<sup>28</sup> ve tam olarak tanımlanmamıştır.

Menkul kıymet kavramı, ilk kez 1929 tarihli mülga Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası Kanunu ile Türk hukuk sistemine girmiştir<sup>29</sup>. 1981 tarihli 2499

---

<sup>22</sup> Ünal, **Menkul Kıymetler**, s. 168.

<sup>23</sup> Ejder Yılmaz, **Hukuk Sözlüğü**, Ankara, Yetkin, 1996, s. 534.

<sup>24</sup> Ünal, **Menkul Kıymetler**, s. 14-15.

<sup>25</sup> 6762 sayılı TTK'nın; hisse senetlerine ilişkin m.399 vd., intifa senetlerine ilişkin m. 402 vd. ve tahvillere ilişkin m.420 vd.'da yer alan hükümler.

<sup>26</sup> Ashı Vural, **Türk Hukuk Sistemi Çerçevesinde Menkul Kıymetlerin Kaydileştirilmesi**, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 1999, s. 5.

<sup>27</sup> 6102 sayılı TTK'nın 149, 202, 349, 382, 421, 504, 505, 549, 554 ve 1524. maddelerinde menkul kıymet kavramına yer verilmiştir,

<sup>28</sup> Akbulak, Akbulak, **a.g.e.**, s. 21.

<sup>29</sup> Ünal, **Kaydileştirme**, s. 10.

sayılı ESPKn'nda da menkul kıymet kavramına yer verilmiştir<sup>30</sup>. 1992 yılında 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapan kanunla menkul kıymetlere ilişkin “*Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır.*” şeklinde bir tanım verilmiştir. Söz konusu ifadede menkul kıymetlerin tanım ve unsurları düzenlendiği gibi, bunların kıymetli evrak niteliği taşıdığı da açıkça kabul edilmiştir. Bununla birlikte esas itibariyle bu hükümde de menkul kıymet tanımına ilişkin tam bir tanım verilmemekte, sadece menkul kıymetlerin özellikleri sıralanmaktadır<sup>31</sup>.

6362 sayılı YSPKn'nun menkul kıymetlerin tanımının yapıldığı 3. maddesiyle menkul kıymetin tanımında değişiklik yapılmıştır. Her ne kadar, YSPKn'nun 3. maddesi “Kısaltmalar ve Tanımlar” başlığını taşımakta ise de, maddenin (o) bendinde menkul kıymete ilişkin bir tanım yer almayıp, burada sadece nelerin menkul kıymet olduğu sayılmıştır<sup>32</sup>. YSPKn'na göre menkul kıymetler; “*Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere;*

1) *Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını*<sup>33</sup>,

<sup>30</sup> Menkul kıymet kavramı, Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilk halinde şu şekilde tanımlanmıştı: “*Menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden; hisse senetleri, tahviller ve hazine bonoları gibi kıymetlerdir. Bunlar dışında kalan kıymetli evrak ile mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın halka arz ve bu yolla satışı da menkul kıymet hükümlerine tabidir.*” Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer alan ilk tanımda üç grup evrak söz konusuydu. Bunlar: 1) Ortaklık ve alacaklılık sağlayarak belli bir meblağı temsil eden evrak; 2) Bunların dışında kalan kıymetli evrak ve 3) Mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali sorumluluklarını ihtiva eden her türlü evraktır (Bkz. Yanlı, **a.g.e.**, s. 9, dn. 29). 1992 yılında 3794 sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişiklikle, bu tür üçlü evrak ayırımından vazgeçilmiştir (Bkz. Ünal, **Kaydileştirme**, s. 9).

<sup>31</sup> Ünal, **Kaydileştirme**, s. 10-11.

<sup>32</sup> Hüseyin Ülgen, v.d., **Kıymetli Evrak Hukuku**, 8. Bası, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2013, s. 32.

<sup>33</sup> Depo sertifikaları, faaliyet gösterdiği ülke dışında bir borsada işlem görmek isteyen şirketlerin pay senetlerini dayanak alan ve pay senedi gibi işlem gören bir yatırım aracıdır. Depo sertifikaları pay senetlerinin katlarını ya da bir bölümünü temsil etmektedir. Diğer bir ifadeyle, bir depo sertifikası bir pay senedini temsil edebileceği gibi, 1.000 veya daha farklı sayıda pay senedini de karşılayabilmektedir. Depo sertifikası ihraç etmek isteyen şirket öncelikle “sponsor” olarak tanımlanan bir banka ile anlaşmaktadır. Ardından bu banka, ilgili şirkete ait payların şirketin faaliyet gösterdiği ülkedeki bir saklama bankasında saklamasını temin etmektedir. Daha sonra yerel ve yabancı saklama bankaları arasında bir mutabakat yapılır. Yabancı saklama bankası, saklamadaki bu paylara dair depo sertifikalarının ihracını yaparak işlem göreceği borsaya kotasyonu için başvuruda bulunur. Borsa tarafından kota alınan sertifikalar, diğer pay senetleri gibi yatırımcılar tarafından

*2) Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını"*

ifade etmektedir. YSPKn'nda yapılan "menkul kıymet" tanımlamasında para, çek, poliçe ve bonolar açıkça menkul kıymet olarak kabul edilmemiştir. Ayrıca, "paylar, pay benzeri kıymetler" denilmek suretiyle menkul kıymetin kapsamı genişletilmiştir.

Görüldüğü üzere YSPKn, ESPKn'ndan farklı olarak, menkul kıymetin unsurlarını göstermediği gibi, tanımını da vermemiş, sadece nelerin menkul kıymet olduğunu saymakla yetinmiş ve bunların kıymetli evrak niteliğini haiz olduklarını da vurgulamamıştır<sup>34</sup>. Bu nedenle kanaatimizce bu kavramın nitelendirilmesi bakımından, menkul kıymet tanımını veren ESPKn'nda yer alan tanımın dikkate alınması gerekir<sup>35</sup>. Bu kapsamda, menkul kıymeti; pay ve menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere de dayalı borçlanma araçları veya bunlara benzer nitelik taşıması kaydıyla; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, seri halinde çıkarılan, misli nitelikte, belli bir meblağı temsil eden, dönemsel gelir getiren, yatırım aracı olarak kullanılan, ibareleri aynı olan değerler/kıymetler olarak tanımlayabiliriz<sup>36</sup>. YSPKn 3/1-(o)'da menkul kıymetler, sınırlı sayıda gösterilmiş görünmekte ise de, bu sınırlı sayım, nispi niteliktedir. Zira hükümde, nelerin menkul kıymet olduğu sayılırken, "pay benzeri

---

alınıp, satılabilmektedir. Bununla birlikte, depo sertifikaları organize borsaların yanında, kote olmadan tezgahüstü piyasalarda da işlem görebilmektedir. Depo sertifikaları ihraççılarına bazı avantajlar sağlamaktadır. İhraççı şirketin, global piyasalarda sermaye artırımı imkanı bulması, şirketin yerel piyasadaki prestijine katkı sağlaması ve bunların sonucu olarak yerel piyasadaki likiditesinin olumlu etkilenmesi, işlem gördüğü piyasanın para birimi cinsinden ihraç edilip, alınıp-satılabilmesi, işlem gördüğü ülkenin düzenlemelerine tabi olması sonucunda yatırımcılar; işlem saati, takas ve mutabakat esasları gibi konularda zorluk yaşamaması ve düzenleme kısıtları sebebiyle kendi piyasası dışında yatırım yapamayan emeklilik ve sigorta fonu gibi kurumsal yatırımcılar için yabancı pay senetlerine ulaşma imkanı sağlaması bu avantajlardan bazılarıdır. Depo sertifikalarının birçok türü bulunmaktadır. Bu sertifikalar işlem gördüğü ülke veya coğrafya ismiyle anılmaktadır. Amerikan (ADR), Avrupa (EDR), Global (GDR), Hong Kong (HDR), Japon (JDR), Hindistan (IDR) ve Brezilya (BDR) Depo Sertifikaları gibi çeşitleri farklı piyasalarda işlem görmektedir. Bu depo sertifikalarından en yaygın olarak kullanılanları ADR (American Depositary Receipt) ve GDR'dır (Global Depositary Receipt). Bu iki kavram arasındaki temel fark işlem gördükleri piyasa ve para birimlerindedir (Özcan Çikot, "Yabancı Piyasalarda Menkul Kıymet Kotasyonu ve Depo Sertifikaları", **Sermaye Piyasasında Gündem**, S. 103, Mart 2011, s. 19-20).

<sup>34</sup> Ülgen, v.d., **a.g.e.**, s.32.

<sup>35</sup> Aynı yönde görüş için bkz: Fatih Bilgili, **Şirketler Hukuku**, Bursa, Dora Basım, 2013, s. 539, dn. 1469.

<sup>36</sup> Ülgen, v.d., **a.g.e.**, s. 33.

diğer kıymetler”, “borçlanma araçları” gibi ifadeler kullanılmış ve buna göre, aslında bir çerçeve çizilmiştir. Ayrıca, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'na, YSPKn'nda öngörülenlerin yanı sıra yeni sermaye piyasası araçlarına ve bu kapsamda menkul kıymet türlerine ilişkin esasları düzenleme, bu halde yeni menkul kıymet türleri oluşturma yetkisi verilmiş olması (YSPKn m. 128/1-(e)) da, menkul kıymetlerin esasen YSPKn m. 3/1-(o)'da sayılanlardan ibaret olmadığını göstermektedir<sup>37</sup>.

YSPKn'nda tercih edilen ifade dolayısıyla menkul kıymetlerin kıymetli evrak olmadıkları yönünde doğrudan bir sonuca varmak da mümkün değildir. Sermaye piyasasındaki gelişmeler, teknolojinin ilerlemesi, menkul kıymet çeşitlerinin ve bunlara ilişkin işlem hacminin artması, kıymetli evrakın unsurlarında da bazı değişiklik ve esnekliklere neden olmuştur<sup>38</sup>. Özellikle menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evrakın senet unsurunda değişiklikler yapılarak kaydileştirilmesi<sup>39</sup> sonucu

<sup>37</sup> Ülgen, v.d., a.g.e., s. 33.

<sup>38</sup> Ünal, **Kaydileştirme**, s. 28.

<sup>39</sup> Kaydileştirme kavramı, dar ve geniş anlamda olmak üzere iki farklı şekilde kullanılmaktadır. Dar anlamda kaydileştirme, sadece bazı sermaye piyasası araçlarının fiziki olarak senet üzerine basılmasından vazgeçilerek, bu sermaye piyasası araçlarına karşılık gelmek üzere elektronik ortamda kayıtlar oluşturulmasını kapsayacak şekilde kullanılmaktadır. Dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının fiziki olarak tecessüm ettikleri senetlerin imha edilmesi ve imha edilen bu senetlere karşılık elektronik ortamda kaydi sermaye piyasası aracı oluşturulması işlemine kaydileştirme ismi verilmektedir. Dar anlamda kaydileştirme kavramı, hem fiziki olarak senet üzerine basılmış sermaye piyasası araçlarının sonradan elektronik ortama aktarılarak kaydi hale getirilmesini hem de yeni ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının doğrudan elektronik ortamda kaydi olarak ihdas edilmesini kapsamaktadır. Öte yandan, kaydileştirme kavramı, alt kategori olan menkul kıymetlerle sınırlı olarak "menkul kıymetlerin kaydileştirilmesi" şeklinde ya da bir üst kavram olan sermaye piyasası araçlarının tamamını içine alarak "sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi" şeklinde kullanılabilir. Geniş anlamda kaydileştirme ise, sermaye piyasası araçlarının elektronik ortamda kaydi hale getirilmesi yanında merkezi saklama kuruluşlarının da içerisinde yer aldığı kaydi sistemi ve kaydi sermaye piyasası araçları ile bu kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin haklar ve hukuki işlemleri kapsayacak şekilde kullanılmaktadır. Geniş anlamdaki kaydileştirme yerine ise, merkezi saklama kuruluşları ile kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin hakların kullanılması ve hukuki işlemlerin yerine getirilmesini de kapsayacak şekilde "kaydi sistem" kavramının kullanılması tercih edilmiştir (Bkz. Ünal, **Kaydileştirme**, s. 21-22). Kaydi sistemin Türk pozitif hukukuna girişi, 4487 sayılı Kanununun 1. maddesi ile 15.12.1999 tarihinde ESPKn'na eklenen “Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi” başlıklı 10/A hükmü sayesinde olmuştur. Sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin hakların Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) tarafından kayden izlenmesi amacıyla ESPKn m. 10/A'ya dayanılarak 22.12.2002 tarih ve 24971 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: IV No:28 sayılı “Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ” çıkarılmıştır. Kaydileştirme süreci 2005 yılında yatırım fonları ile başlamış, 28.11.2005 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören hisse senetlerinin topluca kaydileştirilmesi ile devam etmiştir. Bundan sonra yeni sermaye piyasası aracı ihraçları tamamen kaydi olarak yapılar hale gelmiştir.

"evraksız kıymetli evrak"<sup>40</sup> kavramı ortaya çıkmıştır. Bu nedenle bir sermaye piyasası aracı olan menkul kıymetlerin kıymetli evrak olma özelliği irdelenirken, özellikle senet unsuru açısından, günümüz şartlarında daha esnek değerlendirilmelidir.

Bu çerçevede; örneğin payları borsada işlem gören bir anonim şirkette sermayenin belirli bir bölümünü temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı bahşeden "pay senedi"<sup>41</sup> nin (evraksız) kıymetli evrak niteliğinde olduğu konusunda şüphe yoktur. Paydan farklı olarak bir ortaklık hakkı içermeyen, ancak içerisinde kârdan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, yeni pay alma gibi haklar içeren katılma intifa senetleri gibi pay benzeri kıymetleri de bu kapsamda değerlendirmek gerekir. Bunların yanı sıra, sahiplerine herhangi bir ortaklık hakkı vermeyip, sadece ihraççıya karşı bir alacak hakkı sağlayan borç senetleri (tahviller); ya da bedelleri inşa edilen veya edilecek olan taşınmaz projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç edilen, sahibine inşa edilen taşınmazın mülkiyetinin geçirilmesini veya onun yerine faiz ya da; taşınmazın satışı sonucu elde edilecek bedelin verilmesini isteme hakkı sağlayan gayrimenkul sertifikası gibi borçlanma araçlarında bir hakkın mündemiç olması söz konusudur. Tüm bu açıklamalar neticesinde, kural olarak, türüne göre devredilebilir nitelikteki bir ortaklık ya da alacak hakkını yahut ortaklık benzeri bir hak içeren, tedavül yeteneğine de sahip bulunan menkul kıymetlerin (duruma göre evraksız) kıymetli evrak vasfında olduğu kabul edilmelidir<sup>42</sup>.

Sermaye piyasalarında en önemli ve yaygın menkul kıymetler pay senetleri ve tahvillerdir. Pay senetleri ve tahviller örgütlenmiş ve uzmanlaşmış menkul kıymet

---

<sup>40</sup> Evraksız kıymetli evrak kavramı, kendi içinde çelişkili bir kavram gibi görünmekle birlikte; aslında; kıymetli evrakın "senet" unsuru ile ilgili olarak; "kıymetli evrak"ın tanımına ilişkin olarak TK m. 645'de yer alan "*kıymetli evrak öyle senetlerdir ki, bunların içerdikleri hak senetten ayrı olarak ileri sürülemediği gibi başkalarına da devredilemez.*" hükmündeki "senet" ifadesinin "belge" olarak anlaşılması gerektiği yönündeki açıklamayı destekler nitelik taşımaktadır. Evraksız kıymetli evrak, kıymetli evrakın maddi unsurunun her türlü somutlaştırma aracı, bu kapsamda elektronik ortamda tutulan kayıtlar da olabileceğini göstermektedir. Bu çerçevede, menkul kıymetlerin, fiziki ortamda somutlaştırılmaları esası terk edilerek, bunların içerdikleri hakların kaydi sistemde izlenmeleri kabul edilmiştir (Bkz. Ülgen, v.d., **a.g.e.**, s. 42).

<sup>41</sup> 6762 sayılı eski TTK ile 2499 sayılı eski Sermaye Piyasası Kanunu'nda ortaklık hakkı veren menkul kıymetler için "hisse senedi" tabiri kullanılırken, 6102 sayılı yeni TTK'da "pay senedi" kaydıleştirme nedeniyle 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nda ise sadece "pay" ifadesi kullanılmıştır.

<sup>42</sup> Ülgen, v.d., **a.g.e.**, s. 33.

piyasalarında bireysel ve kurumsal yatırımcılar tarafından belli kurallar çerçevesinde ve büyük miktarda alım satımına konu olabilmektedirler.

## II. MENKUL KIYMET PİYASASI - SERMAYE PİYASASI İLİŞKİSİ

Sermaye piyasalarının tipik özelliği ve para piyasasından ayrıldığı<sup>43</sup> en belirgin niteliği, bu piyasanın orta ve uzun vadeli fonlardan oluşmasıdır. Fon aktarımının dolaysız gerçekleştirildiği bu piyasada fon açığı olan kesimler (özel işletmeler, kamu kurumları) ihraç ettikleri pay senedi, tahvil vb. finansal araçlarla, fon ihtiyaçlarını fon fazlası olan tasarruf sahibi kesimden doğrudan karşılamaktadırlar<sup>44</sup>. 2499 sayılı ESPKn'nun gerekçesinde sermaye piyasası; *"yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki fon akımını sağlayan aracı kurum ve bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan modern finansman sisteminin adıdır"* şeklinde tanımlanmıştır<sup>45</sup>. Sermaye piyasalarının konusu, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır. Dolayısıyla dar anlamda sermaye piyasası, işlem hacmi ve stokları<sup>46</sup> her geçen gün daha da artan menkul kıymet piyasası

---

<sup>43</sup> Sermaye piyasasını diğer piyasalardan ayıran üç önemli kriter vardır. Bunlardan biri vadedir. Vade, sermaye piyasasında bir yıl ve daha uzun olarak kabul edilmektedir. İkinci ayırım ise, fon aktarım mekanizmasıdır. Sermaye piyasasında fon aktarım mekanizması genellikle doğrudandır. Doğrudan aktarım mekanizmasında fon arz edenler fon talep edenleri bilirler. Örneğin pay ile finansman bir doğrudan fon aktarım mekanizmasıdır. Bankaların mevduat toplayıp kredi vermesi ise bir dolaylı finansman mekanizmasıdır. Üçüncü kriter ise kamuyu aydınlatmadır. Sermaye piyasasında kamuyu aydınlatma kuralı en önemli kurallardan biri olup kamuyu aydınlatma özellikle doğrudan finansmana konu olan payları çıkaran halka açık şirketlerin en önemli yükümlülüklerindedir (Ethem Sancak, **Sermaye Piyasası Sözlüğü**, İstanbul, Scala, 2014, s. 338).

<sup>44</sup> Serdar Karababa, **Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması**, Ankara, Seçkin, 2001, s. 20.

<sup>45</sup> Sema Aydın, **Borsa İşlemlerinden Doğan Uyuşmazlıklar**, Ankara, Vedat, 2009, s. 8.

<sup>46</sup> Türkiye'de kamu menkul kıymet stokları 2003 yılı sonunda 91,6 milyar dolarken, 2010 yılında 235,2 milyar dolara çıkmış, 2011 yılında yaklaşık %6 oranında düşüş göstererek 220,8 milyar dolara, 2012 yılında da yaklaşık %2,4 oranında düşüşle 215,6 milyar dolara gerilemiştir. Özel sektör menkul kıymet stokları ise 2009 yılından itibaren sürekli artış trendini devam ettirmiş, 2010 yılı sonunda 57,7 milyar dolar, 2011 yılında da 62,2 milyar dolar ve 2012 yılı sonu itibarıyla 70,5 milyar dolara yükselmiştir. 2002 yılından itibaren özel sektör menkul kıymetlerinin toplam stoklar içindeki payı, 2008 yılına kadar kesintisiz bir artış kaydetmiştir. 2008 yılında %18,9'a ulaşan özel sektör menkul kıymetlerinin toplam içindeki payı, 2009 yılında tekrar bir miktar düşerek %17,6 olmuş, ancak takip eden yıllarda yine artış göstererek, 2010 yılında %19,7'ye 2011'de ise %22'ye çıkmıştır. 2012 yılında da artış trendi devam etmiş ve özel sektör menkul kıymetlerinin toplam içindeki payı %24,6 olmuştur. Özel sektör menkul kıymetleri stokundaki artışta, hisse senedi ihraçlarının yanı sıra, özellikle 2010 yılından itibaren borçlanma araçları ihracında yaşanan artış da etkili olmuştur. Genel makroekonomik istikrar ortamı çerçevesinde düşen borçlanma maliyetleri ve sermaye piyasalarında kaydedilen gelişmeler sayesinde şirketlerin borçlanma aracı ihraç etmeleri mümkün hale gelmiş, bunun sonucunda da özellikle özel sektör tahvilleri, finansman bonoları, banka bonoları ve banka garantili

olarak da bilinen pay senetleri ve tahvillerin alınıp satıldığı örgütlenmiş ve uzmanlaşmış piyasaları kapsar<sup>47</sup>. Para piyasasında olduğu gibi, sermaye piyasasının kaynakları da tasarruf sahiplerinin birikimleridir.

Sermaye piyasası, adında piyasa geçmesine rağmen bir piyasadan öte bir sistem ve kapsamlı bir sektörün adıdır. Bu sektörde, yüzlerce halka açık şirket, çok farklı türde finansal araçlar, bunlara ait binlerce ve belki de milyonlarca alt piyasalar, bu piyasalarda faaliyette bulunan borsalar, takas ve saklama kuruluşları, yatırım kuruluşları, kolektif yatırım kuruluşları, veri depolama kuruluşları gibi sermaye piyasası kurumları ile sektör birlikleri gibi çok sayıda sektör kuruluşu ile tüm bu sektörü düzenlemek ve denetlemekle görevli yasal otorite vardır. Tüm bu sektörün yasal zemininde ise ayrı ve özel bir kanun vardır. Sermaye piyasasının temel fonksiyonu, ekonomideki tasarrufların sermaye piyasası araçları, sermaye piyasası kurumları ve borsalar kanalı ile şirketler gibi fon talep eden kesimlere aktarılması, şirketlerin yatırım ihtiyaçları için finansal kaynak sağlanması, eldeki tasarrufların verimli ve güvenli bir sistem ile fon talep edenlere aktarılması suretiyle yatırıma yönlendirilmesi, bu bağlamda finansman mekanizmasının etkin çalıştırılması, böylece ekonomik amaçların gerçekleştirilmesine katkıda bulunulmasıdır. Bu bağlamda, finans sektörünün temel fonksiyonları, bir sektör olarak bir açıdan sermaye piyasası kanalı ile gerçekleştirilmeye çalışılır<sup>48</sup>.

Sermaye fonları, menkul kıymetlerin alım-satımı ile el değiştirdiğinden, sermaye piyasasının menkul kıymetler piyasası ile eş anlamlı kullanılması mümkündür<sup>49</sup>. Nitekim 6362 sayılı YSPKn'nun genel gerekçesinde "*menkul kıymet piyasalarında hem ihraççılar hem de yatırımcılar için en önemli konulardan biri, ekonomide güven ve istikrar ortamının olmasıdır*" ifadesiyle menkul kıymet piyasası ifadesini sermaye piyasası yerine kullanmak suretiyle söz konusu kavrama açıkça yer vermiştir. Menkul kıymetler piyasası büyük ölçüde doğrudan finansmanın

---

bonolarda halka arz yoluyla ihraçlar canlanmış, yeni düzenlemeler çerçevesinde varantlar da ihraç edilmeye başlanmıştır. Borçlanma araçlarının stok miktarındaki artış sonucunda, 2010 yılında toplam özel sektör menkul kıymet stokları içinde hisse senetlerinin payı %96 iken, 2011'de bu oran %86'ya, 2012'de de %76'ya gerilemiştir. (SPK 2012 Yılı Faaliyet Raporu, Ankara, 2013 s. 45).

<sup>47</sup> Karababa, **a.g.e.**, s. 21.

<sup>48</sup> Sancak, **a.g.e.**, s. 339.

<sup>49</sup> Karababa, **a.g.e.**, s. 21.



gerçekleştirildiği, sermaye ve talebin menkul kıymetler kanalıyla karşı karşıya geldiği, tasarrufların yatırımlara aktarıldığı piyasalardır. Menkul kıymet piyasalarının en önemli ve yaygın araçları paylar ve tahvillerdir. Menkul kıymet piyasalarının temel fonksiyonu, bir yandan küçük tasarrufların sermaye piyasası araçlarına yatırılarak sahiplerine ek gelir sağlaması, bir yandan da yatırılan bu tasarrufların, fon ihtiyacı içinde olan işletmelere kaynak sağlamasıdır. Aynı zamanda menkul kıymet piyasalarının en önemli işlevi, kişisel tasarrufları kendine çekip girişimciler aracılığıyla yatırımlara yönlendirmesidir. Bu yolla kişilere ek gelir sağladığından tasarrufla bulunmayı çekici kılmaktadır<sup>50</sup>.

Sermaye piyasasındaki menkul kıymetlere yönelik işlemlerin niteliğine göre birincil ve ikincil piyasalar olarak bir sınıflandırma yapmak mümkündür<sup>51</sup>. Birincil piyasalar daha çok sermaye piyasası bilinciyle, ikincil piyasalar ise menkul kıymet piyasası bilinciyle çalışmaktadır<sup>52</sup>.

Birincil piyasalar, şirketlerin ve kamu kesiminin, fon sağlamak amacıyla pay ve tahvil gibi menkul kıymetleri ilk defa ihraç ettikleri ve tasarruf sahipleri ile doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasadır<sup>53</sup>. Dolayısıyla tasarruf sahiplerinin tahvil ve paylar gibi hak temsil eden belgeleri doğrudan doğruya ihraç eden kuruluşlardan veya bunlara ihraçta aracılık eden kuruluşlardan alabildikleri durumlarda birincil piyasalardan söz edilir. Birincil piyasada önemli olan menkul kıymetleri “ihraçtan” almaktır. Mevcut sermaye piyasası mevzuatımıza göre, birinci el piyasada yürütülen faaliyetler, aracı kuruluşlar açısından sermaye piyasası araçlarının halka arzına

---

<sup>50</sup> Aydın, a.g.e., s. 9.

<sup>51</sup> Karababa, a.g.e., s. 22.

<sup>52</sup> Aydın, a.g.e., s. 11.

<sup>53</sup> **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu** (Kıs: Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu), İstanbul, İMKB Yayınları, 2011, s. 3; Hamdi Yasaman, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul, 1992, s. 6; Yeni çıkarılan sermaye piyasası araçlarının alım- satımı ve dağıtımı gibi faaliyetlerin yapıldığı piyasayı ifade eden birinci el piyasası faaliyetleri, mevzuatımızda “sermaye piyasası araçlarının halka arzına aracılık” faaliyetleri olarak öngörülmektedir. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında aracılık faaliyeti ise; kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satımını ifade eder. Halka arz edilsin veya edilmesin yeni çıkarılan sermaye piyasası araçları üzerindeki alım-satım işlemleri birinci el piyasası işlemleridir (Oğuz Kürşat Ünal, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı Sermaye Piyasası Araçları- Halka Arz ve Satış- Halka Açık Anonim Ortaklıklar- Aracı Kurum ve Diğer Sermaye Piyasası Kurumları ile İlgili Mevzuat**, (Kıs: Mevzuat) Ankara, Asil, 2005, s. 5).

aracılık<sup>54</sup>, bireysel yatırımcılar açısından ise halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının alımıdır<sup>55</sup>. Böylece işletmeler, menkul kıymet ihraç ederek yatırımcılarla doğrudan doğruya karşılaşılabilmekte ve gerekli finansman ihtiyacını gidermektedirler.

İkincil piyasalar ise, birincil piyasalardan alınan menkul kıymetlerin el değiştirdiği piyasalardır. Dolayısıyla, el değiştiren menkul kıymetlerden sağlanan fonlar, ikincil piyasalarda, ortaklıklara doğrudan kaynak yaratmaz, ancak dolaylı bazı etkileri olabilir<sup>56</sup>. İkincil piyasalar sayesinde aracı kurum ve yatırımcıların elinde bulunan menkul kıymetlerin kolaylıkla el değiştirmesi sağlanır ve böylece menkul kıymetlerin likiditesi artarak birincil piyasaya talep yaratılır<sup>57</sup>. İkinci el piyasasının en önemli fonksiyonu, birinci el piyasasında ihraç edilen menkul kıymetleri almış olanlara bunları satmak, ilk ihraç sırasında bunları alamamış olanlara da her an alabilmek imkanının sağlanmasıdır<sup>58</sup>. İkincil piyasalar bir yönüyle de gelişmelerin değerlendirildiği yerdir. Kurulan bir anonim şirketin pay senetleri, şirketin başarısına ve gelişmesine göre değerini ikincil piyasada bulur. İkincil piyasaların en iyi teşkilatlanmış kurumları, menkul kıymet borsalarıdır ve bu borsadaki tüm işlemler yasal olarak düzenlenmiştir<sup>59</sup>.

### III. MENKUL KIYMET BORSALARI

Ülkemizde gerçek anlamda ikincil piyasaların oluşumu menkul kıymetler borsasının kurulmasıyla gerçekleşmiştir<sup>60</sup>. Menkul kıymetler borsası, finansal varlıkların gerçek piyasa fiyatlarının saptanmaya çalışıldığı borsaya kote edilmiş pay senetleri, özel sektör ve devlet tahvilleri ile diğer sermaye piyasası araçlarının alım-

---

<sup>54</sup> Menkul kıymet ihraç ederek fon toplayan ortaklıklar, bu kıymetlerin geniş halk kitlesine satışına yardımcı olmak üzere aracılar ihtiyacı duyabilirler. Bu satışın gerçekleşmesi için arada bir banka veya aracı kurumun bulunmuş olması satışın birincil piyasa işlemi sayılmasına engel değildir (Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, 5. Baskı, İstanbul, Alfa, 2003, s. 26; **Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, s. 3).

<sup>55</sup> Yusuf Gökhan Penezoğlu, **Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, İstanbul, 2004, s. 76.

<sup>56</sup> Karababa, **a.g.e.**, s. 23.

<sup>57</sup> Abdullah Akyüz, "The Organization, Operation and Efficiency of Secondary Markets in Turkey", **Current Issues in Turkish Capital Markets - Proceedings of the OECD- CMB Conference, Capital Market Board Publications**, No: 14, September 3-8, 1989, Antalya, Turkey, s. 155.

<sup>58</sup> Ünal, **Mevzuat**, s. 6.

<sup>59</sup> Yasaman, **a.g.e.**, s. 6; Vural Günel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara, 1986, s. 70.

<sup>60</sup> Karababa, **a.g.e.**, s. 25.

satım işlemlerinin gerçekleştiği yerlerdir<sup>61</sup>. Menkul kıymet borsalarında her ortaklığın pay senedi işlem görmez, sadece borsaya kote edilmiş sınırlı sayıda ortaklığın pay senedinin alım satımı yapılabilir. Bu borsalarda, yatırımcının kazanç elde etme amacının gerçekleşmesi dışında, menkul kıymetlerin istenildiği zaman kolayca paraya çevrilmesi ile yatırımcıya güven duygusunun verilerek piyasaya gelmesi ve piyasada kalması da sağlanmaktadır. Böylece piyasaya olan güven duygusunu yaratarak tasarrufların verimli yatırımlara kanalize olması ile üretimin artması, birincil piyasadaki ihraçların ve dolayısıyla menkul kıymetlerin hareketlilik kazanması amaçlanmaktadır. Menkul kıymetlere kazandırılan bu hareketlilik sayesinde ortaklıklar yeni menkul kıymet ihraç ederek kaynak temininde güçlük yaşamamaktadırlar. Bu da yatırımcıların tasarruflarını teşvik ederek işlem güvenliğinin tesis edilmesini sağlamaktadır<sup>62</sup>.

İkincil piyasalarda menkul kıymetlerin borsalar dışında işlem gördüğü piyasalara tezgahüstü piyasası (over the counter market) veya borsa dışı piyasa denir. Bu piyasalar borsaların kotasyon koşullarını karşılamayan gelişmekte olan kurumların kaynak arayışlarına yanıt verebilmek amacıyla ortaya çıkmıştır. Bu piyasa da herhangi bir merkezi mekân bulunmadığı gibi, borsaya kote edilmemiş menkul kıymetlerin el değiştirmesi, işlem yapılmasına ilişkin ayrıntılı kuralların olmaması ve borsalardaki gibi işlemlerin belirli gözetim ve denetim altında yapılmaması gibi sebeplerle borsalardan farklı ve yatırımcılar açısından riskli piyasalardır. Belirli bir borsa düzeni olmadığı için bu piyasada işlem yapan aracılardan borsa üyesi olma zorunlulukları yoktur. Ayrıca borsalar yatırımcıların emirlerinin karşılaştığı piyasalar olmasına karşın, tezgahüstü piyasalar bir aracı piyasasıdır. Herhangi bir aracının pay senedi alım-satımına başlamasıyla tezgahüstü piyasanın şartları oluşur<sup>63</sup>. Tezgahüstü piyasaların dünyada bilinen en önemli örneği ABD'de bulunan NASDAQ Borsası'dır.

Sermaye piyasalarının bugün için en yaygın ve işlem konusuna göre yapılan ayırmda en teşkilatlanmış konumdaki piyasa türü olarak varlığını sürdüren menkul

---

<sup>61</sup> Aydın, **a.g.e.**, s. 13.

<sup>62</sup> Karababa, **a.g.e.**, 26.

<sup>63</sup> Barbaros Yalçınar, **Tezgahüstü Hisse Senedi Piyasaları, ABD ve Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirilmesi**, Ankara, SPK Yayını No: 34, 1996, s. 9; Karababa, **a.g.e.**, s. 26.

kıymet borsalarında pay piyasası işlemleri, borçlanma araçları piyasası işlemleri, vadeli işlem ve opsiyon piyasası işlemleri gibi işlem türlerindeki değişkenlik ve yeniliğe açık olma özelliği nedeniyle menkul kıymet işlemlerinden kaynaklanan uyumsuzluklara sıkça rastlanmaktadır.

## IV. MENKUL KIYMET İŞLEMİ

### A. YSPKn Çerçevesinde Genel Değerlendirme

6362 sayılı YSPKn finansal piyasalar açısından yeni bir yapı öngörmekte ve global yatırımcılar için piyasamızı daha çekici hale getirerek, yeni kaynakları ülkemiz ekonomisine kazandırmayı amaçlamaktadır. Ayrıca 6362 sayılı Kanun, Avrupa Birliği müktesebatını da dikkate alarak Avrupa Birliği düzenlemelerine uyumu sağlamayı da hedeflemiştir<sup>64</sup>. Konuya ilişkin mevzuat incelendiğinde "menkul kıymet işlemleri" ya da "sermaye piyasası işlemleri" terimlerinin kullanılmamasına karşın YSPKn'nun 2. maddesinde söz konusu Kanun'un kapsamı belirtilirken benzer anlam ifade eden "sermaye piyasası faaliyeti"nden bahsedilerek konuya dolaylı olarak değinildiği görülmektedir. Anılan maddeye göre; "*Sermaye piyasası araçları, bu araçların ihracı, ihraççılar, halka arz edenler, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları, borsalar ile sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü diğer teşkilatlanmış piyasalar, piyasa işleticileri, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği, merkezî takas kuruluşları, merkezî saklama kuruluşları, Merkezî Kayıt Kuruluşu ve Sermaye Piyasası Kurulu bu Kanun hükümlerine tabidir.*"

Maddedeki ifade biçiminden tatmin edici bir şekilde sermaye piyasası faaliyetlerinin ya da işlemlerinin neler olduğu veya daha yerinde bir deyişle sermaye piyasasında icra edilmekle beraber hangi işlemlerin sermaye piyasası işlemi adıyla kategorize edilme vasfına sahip olduklarını tespit etmek güçtür. O nedenle söz konusu maddede bahsedilen sermaye piyasası faaliyetlerinin neler olduğu aynı Kanunun "Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri" başlıklı 37. maddesi ile "Yan Hizmetler" başlıklı 38.

<sup>64</sup> M. Kubilay Dağlı, "6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetler" (Kıs. Yatırım Faaliyetleri), **Sermaye Piyasası Dergisi**, Y. 2013, S. 13, s. 82.

maddesinde daha geniş şekilde açıklanmıştır. Buna göre YSPKn m. 37'de sermaye piyasası faaliyetlerinin içeriğini oluşturan yatırım hizmet ve faaliyetleri şu şekilde ifade edilmiştir;

*"a) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi*

*b) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi*

*c) Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı*

*ç) Portföy yöneticiliği*

*d) Yatırım danışmanlığı*

*e) Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi*

*f) Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi*

*g) Çok taraflı alım satım sistemlerinin ve borsa dışı diğer teşkilatlanmış pazar yerlerinin işletilmesi*

*ğ) Sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması ve yönetimi ile portföy saklanması*

*h) Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulması."*

Söz konusu maddenin devamı niteliğindeki, yatırım hizmet ve faaliyetleri iznine sahip olan yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketlerince ayrıca bir yetki belgesine tabi olmaksızın SPK tarafından belirlenen esaslar çerçevesinde yapacakları yan hizmetler ise yine aynı Kanununun 38. maddesinde aşağıdaki şekilde belirtilmiştir.

*"a) Sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmetleri sunulması*

*b) Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile sınırlı olarak kredi ya da ödünç verilmesi ve döviz hizmetleri sunulması*

*c) Sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapılması veya genel tavsiyede bulunulması*

*ç) Aracılık yükleniminin yürütülmesi ile ilgili hizmetlerin sunulması*

*d) Borçlanma veya başka yollardan finansman sağlanmasında aracılık hizmeti sunulması*

*e) Servet yönetimi ve finansal planlama yapılması*

*f) Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulması."*

Yukarıda yer alan hükümlerden de anlaşılacağı üzere, 2008 yılında yaşanan global ekonomik kriz de dikkate alınarak 6362 sayılı Kanun ile kurum bazlı düzenlemeden faaliyet bazlı düzenlemeye geçilerek yatırım hizmet ve faaliyetlerinin kurumsal bir yapıda, geniş bir perspektifte sunulmasına yönelik olarak, yatırım hizmetlerine ve bu hizmetleri sunacak kuruluşlara yeni bir bakış açısı getirmiş ve yatırım kuruluşlarının izne tabi olarak yerine getirecekleri yatırım hizmet ve faaliyetlerinin yanı sıra, belirlenen koşulları sağladıklarına ilişkin bildirimde bulunarak yan hizmetleri de sunabilmelerine imkân tanımıştır. Ayrıca Kanun tarafından SPK'na verilen görev ve yetki çerçevesinde uygulamada karşılaşılan problemlerin giderilmesi ve piyasaların şeffaf, etkin, güvenilir ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin sağlanması amaçları doğrultusunda hazırlanan "Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" de yayımlanmıştır<sup>65</sup>.

## **B. Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetler**

YSPKn'un yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin 37. maddesi ile yan hizmetleri düzenleyen 38. maddesi, 2004/39/AT sayılı Finansal Araç Piyasaları Hakkında Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi (Markets in Financial Instruments Directive: MiFID) çerçevesinde kaleme alınmıştır<sup>66</sup>. MiFID 30 Nisan

<sup>65</sup> 11.07.2013 tarih ve 28704 sayılı Resmi Gazete.

<sup>66</sup> Tam metin için bkz.; European Union Law (Çevrimiçi), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2004L0039:20070921:EN:PDF>, 22 Eylül 2014.

2004 tarihinde kabul edilerek 1 Kasım 2007 tarihinde yürürlüğe girmiştir. MiFID esas olarak Avrupa Birliği genelinde tüm finansal araçları ve sunulan tüm finansal hizmetleri kapsayan tek bir düzenleme olarak tasarlanmıştır ve üye ülkeler arasında maksimum uyumu hedeflemektedir. Bunun yanı sıra, entegre olmuş bir Avrupa sermaye piyasası için borsaların, alternatif işlem platformlarının, yatırım kuruluşlarının yetkilendirilmeleri ve piyasadaki aktörlerin uymakla zorunlu oldukları ihtiyati kurallar ve iş yapış kuralları da dahil olmak üzere pek çok alanda tüm üye ülkelerin uymakla zorunlu oldukları ilkeleri belirlemektedir<sup>67</sup>.

Yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin düzenlemenin yer aldığı YSPKn.'nun 37. maddesinde yatırım şirketlerinin hizmetlerinin yetkilendirilmesi ve gözetiminde, kurum bazlı yapıdan faaliyet bazlı yapıya geçiş olmuştur<sup>68</sup>. Ayrıca YSPKn 39/1 maddesinde yatırım hizmet ve faaliyetlerinin ancak SPK'ndan izin almış yatırım kuruluşları tarafından yerine getirilebileceği ifade edilmiştir.

Bu konudaki bir diğer yenilik de, YSPKn'nun 39/1 maddesinde yatırım hizmet ve faaliyetinin düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilebilmesi için SPK'ndan izin alınması gerekmesidir. Hizmet ve faaliyetin düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilmemesi durumunda herhangi bir izin alınmasına gerek bulunmamaktadır. Yine arızı olarak işlem yapanlar ile kendi hesabına işlem yapan kişi ve kurumlar da 37. maddede yer alan yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin olarak herhangi bir yetki belgesi olmadan işlem yapabileceklerdir.

YSPKn'nun 37. maddesindeki yatırım hizmet ve faaliyetleri aslında ESPKn'nun 30. maddesinde yer alan sermaye piyasası faaliyetleri ile benzerlikler içermektedir. YSPKn'nun 37. maddesinde yer alan yatırım hizmet ve faaliyetlerine ayrıntılı olarak bakıldığında ESPKn'dan farklı olarak daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı kısaca alım satıma aracılık faaliyeti YSPKn'nun 37. maddesinin 1. fıkrasının (a), (b) ve (c) bendinde yer aldığı üzere üçe ayrılmıştır.

---

<sup>67</sup> Dağlı, **Yatırım Faaliyetleri**, s. 82.

<sup>68</sup> 6362 sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Gerekçesi.

YSPKn.'nun 37/1(a) bendinde; sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi (b) bendinde ise sermaye piyasası araçları ile ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi bir yatırım hizmet ve faaliyeti olarak sayılmıştır. Örnek olarak, emri alan A yatırım kuruluşunun emri borsa üyesi olan bir başka B yatırım kuruluşuna iletmesi a bendinde yer alan sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi iken B üyesi olduğu borsaya A yatırım kuruluşundan almış olduğu emri gerçekleştirilmek üzere iletmesi ise b bendindeki sermaye piyasası araçları ile ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi bir yatırım hizmet ve faaliyetidir<sup>69</sup>.

YSPKn.'nun 37/1(ç) ve (d) bentlerinde; ESPKn.'nun 30. maddesinin 1. fıkrasının (e) bendinde yer alan portföy yöneticiliği ve işletmeciliği ve (f) bendinde yer alan yatırım danışmanlığı faaliyetleri sırasıyla portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı olarak yer almıştır. ESPKn.'nun 30. maddesinin 1. fıkrasının (a) bendinde yer alan halka arza aracılık faaliyeti ise YSPKn.'nun 37/1(e) ve (f) bentlerinde düzenlenmiştir. Yeni düzenleme ile halka arza aracılık faaliyeti ikiye ayrılmıştır. Yapılan ayırım yüklenimde bulunup bulunmamaya göre değişmekte olup, doğal olarak yüklenimde bulunmayan, yani herhangi bir taahhüt içermeyen halka arza aracılık faaliyeti daha hafif şartlara tabi olacaktır.

Çok taraflı alım satım sistemlerinin ve borsa dışı diğer teşkilatlanmış pazar yerlerinin işletilmesi bir yatırım hizmet ve faaliyeti olarak ilk kez YSPKn.'nun 37 (1) (g) bendinde yer almıştır. Çok taraflı alım satım sistemlerinin izne tabi bir faaliyet olarak tanımlanması suretiyle piyasa dinamikleri çerçevesinde ortaya çıkabilecek alternatif işlem platformları üzerindeki kamu denetimi sağlanmaya çalışılmıştır<sup>70</sup>. Çok taraflı alım satım sistemlerinin ABD'ndeki karşılığı alternatif işlem sistemleridir

---

<sup>69</sup> Bu kapsamda ESPKn.'nun 30. maddesinin 1. fıkrasında düzenlenen sermaye piyasası faaliyetlerinden (c) bendinde yer alan türev araçların alım satımına aracılık ve (g) bendinde yer alan kaldıraçlı alım satım (foreks) faaliyetleri YSPKn.'da yatırım hizmet ve faaliyetleri arasında yer almamakta olup, yatırım kuruluşları sermaye piyasası aracı olarak tanımlanan bu işlemleri YSPKn. sonrasında 37. maddenin 1. fıkrasının (a), (b) ve (c) bentleri çerçevesinde alacakları yetki belgesi ile yapabileceklerdir. Ayrıca, YSPKn. ile repo ters repo işlemlerine yatırım hizmet ve faaliyetleri arasında yer verilmemiş olup, bu işlemler sermaye piyasası mevzuatı kapsamında SPK'nun yetki alanında yer almayacaktır.

<sup>70</sup> 6362 sayılı YSPKn'nun 37. maddesine ilişkin gerekçe.



(alternative trading systems). Alternatif işlem sistemleri, elektronik ortamda alıcı ve satıcıları bir araya getiren sistemlerin genel adı olup, eşleştirme sistemlerini, emir iletim sistemlerini ve elektronik iletişim ağlarını (electronic communication networks) kapsamaktadır<sup>71</sup>.

YSPKn.'nun 37/1(ğ) bendinde ise saklama hizmeti ilk kez sermaye piyasası mevzuatı içine yatırım hizmet ve faaliyeti olarak girmektedir. Söz konusu bentte "*sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması ve yönetimi ile portföy saklamasının*" yatırım hizmet ve faaliyeti olarak değerlendirileceği ifade edilmiştir. MiFID düzenlemesinde ise saklamacılık yatırım hizmet ve faaliyetleri içerisinde yer almamakta, yan hizmetler içerisinde yer almaktadır.

YSPKn.'nun 37/1(h) bendi ise torba bir hüküm olarak SPK tarafından belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerin de bu madde kapsamına alınabileceği ifade edilmiştir. Öte yandan ESPKn.'da yer alan "diğer sermaye piyasası kurumlarının faaliyetleri" YSPKn.'nun yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin 37. maddesinden çıkarılmıştır.

YSPKn ile getirilen bir diğer önemli husus, yan hizmetlerin MiFID'e uyum kapsamında tanımlanması ve yan hizmetleri sunan yatırım kuruluşlarının bu hizmetlerinin Kurul düzenlemeleri kapsamına alınmasıdır. Yatırım şirketleri tarafından yatırım hizmet ve faaliyetlerine ek olarak ve yatırım hizmet ve faaliyetlerinin uzantısı şeklinde sunulabilecek yan hizmetler YSPKn.'nun 38. maddesinin 1. fıkrasında 7 bent halinde sayılmak suretiyle, uluslararası literatürde "yatırım bankacılığı" (investment banking) olarak tanımlanan faaliyetlerin YSPKn kapsamındaki finansal araçlar tarafından sunulabilmesinin sağlanması amaçlanmıştır<sup>72</sup>. Yan hizmetlerin yatırım şirketleri tarafından sunulabilmesi için YSPKn.'nun 39/2 maddesine göre ayrı bir yetki belgesine ihtiyaç bulunmamaktadır.

Bu çerçevede, yukarıda yer alan yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetleri konumuz olan menkul kıymet işlemleri açısından değerlendirecek olursak YSPKn m. 37/1(a), (b) ve (c) bentlerinde yer alan "*sermaye piyasası araçlarıyla ilgili*

<sup>71</sup> Dağlı, **Yatırım Faaliyetleri**, s. 86.

<sup>72</sup> YSPKn. 38. maddeye ilişkin gerekçe.

*emirlerin alınması ve iletilmesi”, “sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi” ve “sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı” faaliyetleri ile m. 37/1(e) ve (f) bentlerinde yer alan “Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi” ve “sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi” faaliyetlerinin menkul kıymet işlemleri kapsamına gireceğini, diğer hizmet ve faaliyetlerin birer sermaye piyasası faaliyeti olmakla birlikte tam olarak bir menkul kıymet işlemi niteliğinde bulunmadığını belirtmek uygun olacaktır.*

## **V. MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARI**

### **A. Genel Olarak**

Menkul kıymet yatırım uyumsuzluğu kavramından bahsedilebilmesi için uyumsuzluğun menkul kıymet uyumsuzluğu vasfına sahip olduğunun saptanması bir nevi ön şart durumundadır. Uyuşmazlığa, menkul kıymet yatırımı uyumsuzluğu vasfını veren husus, uyumsuzluğun temelinde yatan işlemin yani uyumsuzluk taraflarının arasındaki ilişkiyi ortaya çıkaran hukuki bağın ticaret hukuku<sup>73</sup> ve/veya sermaye piyasası hukuku kapsamında bir menkul kıymet işlemi niteliğinde tesis edilmiş olmasıdır. Böylece uyumsuzlığa konu meseleyi ortaya çıkaran, taraflar arasındaki hukuki ilişkinin konusu olan işlemin bir menkul kıymet işlemi olması ile bundan meydana gelen ihtilafın da ticaret hukuku veya sermaye piyasası hukuku kapsamında mütalaa edilen ve yine bu kapsamda çözümlenmesi ihtiyacı bulunan bir menkul kıymet işlemi uyumsuzluğu mahiyeti arz etmesidir<sup>74</sup>.

Menkul kıymetlerde uluslararası işlem ve yatırımlara açık hale gelme eğilimi,

---

<sup>73</sup> Menkul kıymet işlemlerinin sermaye piyasaları dışında da meydana gelmesi mümkündür. Genel olarak halka kapalı şirketlere ilişkin menkul kıymet işlemlerinde, örneğin halka kapalı bir şirkette belli bir miktar pay ve dolayısıyla da bu paya tekabül eden menkul kıymet niteliğindeki pay senedi karşılığında ortak olunması durumunda da bir menkul kıymet işlemi meydana gelmiş olacak ve bu durumda da sermaye piyasası hukukundan ziyade öncelikle ticaret hukuku mevzuatı uygulama alanı bulacaktır. Bununla birlikte portföy yatırımları olarak da bilinen özellikle uluslararası menkul kıymet yatırımlarının oldukça büyük bir kısmı sermaye piyasaları aracılığı ile meydana geldiğinden çalışmamızda da esas olarak konunun bu boyutu göz önünde bulundurulacaktır.

<sup>74</sup> Mete Tevetoğlu, **Sermaye Piyasasında Uygulanacak Hukuk ve Uyuşmazlıkların Çözümünde Tahkim**, Ankara, Adalet, 2010, s. 32.

bu eğilime öncülük eden ülkelerin sermaye piyasası işlemlerinin nelerden oluşacağı konusunda zorluklarla karşılaşılmasına yol açmaktadır. Başka ülkelerle veya başka ülkelerdeki yatırımcı yahut araçlarla bağlantılı olarak gerçekleştirilen menkul kıymet işlemlerinde bu durum daha da belirgindir. Özellikle yabancı ülkelerde menkul kıymet işlemlerinin tabi olduğu esaslar arasındaki bazı farklılıklar bu sonucu desteklemektedir. Piyasa katılımcılarının ve düzenleyicilerinin, ekonomik etkilerinden ötürü piyasada icra edilen işlemler üzerinde belirli bir kontrol mekanizması tesis edilmek istenmesinin neticesi olarak<sup>75</sup>, menkul kıymet işlemlerinin değişik açılardan değerlendirilmesi gündeme gelmekte ve bu durum farklı hususlarda hassasiyet gösteren sermaye piyasalarının kendi bünyelerinde icra edilen işlemleri kategorize etme şeklini de etkilemektedir<sup>76</sup>. Ülkelerin para politikası veya yatırımcının korunmasına ilişkin yaklaşım biçimi ve enstrümanları da bu duruma etki eden hususlardandır<sup>77</sup>.

Menkul kıymet yatırımlarından kaynaklanan uyuşmazlıkların temel vasfı, bu uyuşmazlıkların borsa olarak teşkilatlanmış piyasalarda icra edilmesi ve borsa işlemi olarak tanımlanan bu işlemlerin, tarafların arasındaki uyuşmazlığın meydana çıkmasının temelinde yer alan hukuki ilişkiyi oluşturmasıdır. Dolayısıyla, bir uyuşmazlığın menkul kıymet işlemi uyuşmazlığı olarak nitelendirilmesinin ön şartı, uyuşmazlığın temelinde yatan işlemin sermaye piyasasında gerçekleşen ve bu piyasaya özgü bir işlem olarak değerlendirilmeye elverişli olması veya menkul kıymet işlemi olarak adlandırılacak bir kategoriye tabi bulunmasıdır. Bu çerçevede, bir hukuki işlemin menkul kıymet işlemi olup olmadığına o piyasada hangi menkul kıymetlerin, hangi usullerle işlem göreceğine dair hususların belirlenmesinde olduğu gibi, yerel hukuk düzeni tarafından karar verilecektir<sup>78</sup>.

Menkul kıymet yatırımlarının büyük miktarda ve en yaygın olarak gerçekleştirildiği alan olan sermaye piyasalarına bakan yönü ile; kural olarak bir

---

<sup>75</sup> Harald Baum, "Globalization of Capital Markets in Perspective", **Legal Aspects of Globalization**, Ed. by Jürgen Basedow, Toshiyuku Kono, Hague/London/Boston, 2000, s. 84.

<sup>76</sup> Gunnar Schuster, "Securities Transactions On or Off- Exchange", **The Law of Cross-Border Securities Transactions**, Ed. by Hans van Houtte, London, 1999, s. 9.

<sup>77</sup> Schuster, **a.g.e.**, s. 73-74.

<sup>78</sup> Herbert Kronke, "Capital Markets and Conflict of Laws", **Boutros Boutros-Ghali, Recueil Des Cours: Collected Courses of the Hague Academy of International Law**, Maubeuge, 2001, s. 293.

sermaye piyasasında, piyasa katılımcılarının arasında ne tür işlemlerin yapılabileceği ve piyasanın hangi işlemlere açık olduğu hususları *lex fori* yani o piyasanın kurulu bulunduğu ülke hukukunca düzenlenmektedir<sup>79</sup>. Söz konusu hususu Türk hukuku açısından incelediğimizde ise, bir işlemin menkul kıymet işlemi olup olmadığına ilişkin vasıflandırmanın *lex fori*'ye göre yapılması pek çok durumda daha tatmin edici gözükmektedir. Bununla birlikte menkul kıymetlerin ve menkul kıymet işlemlerinin, karışık bir yapı arz etmesi ve taraflar arasındaki hukuki ilişkinin niteliği gibi nevi şahsına münhasır bazı özellikleri göz önünde bulundurulduğunda MÖHUK m. 21 uyarınca bu prensipten ayrılma gereği adil bir sonuca ulaşılması bakımından ön plana çıkabilir. Bu konu ikinci bölümde inceleneceğinden şimdilik detaya girilmeyecektir.

## **B. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Özellikleri**

### **1. Konusunun Menkul Kıymetler Olması**

Menkul kıymetler, sermaye piyasası aracı olmaları itibariyle, aracı kurumların sürdürmekte oldukları aracılık faaliyetlerinin konusunu ve temelini oluşturan araçlardır. Dolayısıyla aracı kurumların yapmakta oldukları aracılık faaliyetlerinin konusu, büyük ölçüde sermaye piyasası araçları üzerinden yaptıkları işlemlerden oluşmaktadır<sup>80</sup>. Buna karşın yatırımcı açısından bakıldığında ise yatırım yapılan ve getiri elde edilmesi beklentisi ile yani menfaat kriteri ile yatırıma konu edilen piyasa araçları vasfı ön plandadır. Sermaye piyasası araçlarının nelerden oluştuğu ilgili piyasayı düzenleyen yasa ve ilgili mevzuatça belirlenmiş olduğu için aracı kurumlar ile yatırımcıların arasındaki bütün hukuki ilişki hukuk sistemince belirlenmiş olan bu araçların üzerinde yapılan tasarruflardan doğmaktadır<sup>81</sup>. Ayrıca bu sayede mevzuatta sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmamış olan menkul kıymetler aracı kurumlar tarafından işlem konusu edilmemekte<sup>82</sup>, ki bu tür yatırım araçları, yatırımcı tarafından yatırım amacıyla alınıp satılmamaktadır. Bu bakımdan örneğin ABD'de sermaye piyasası araçları sadece menkul kıymetlerden oluşurken ülkemizde ise menkul

<sup>79</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 32-33

<sup>80</sup> Ünal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul, 1982, s. 86.

<sup>81</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 64-65.

<sup>82</sup> Para, çek, poliçe gibi sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmamış olan menkul kıymetler genelde bankacılık faaliyetlerinin konusunu oluşturmaktadır.

kıymetlerin yanı sıra SPK'nın tespit ve ihdas edeceği araçları da ihtiva etmektedir<sup>83</sup> (YSPKn. m. 3/1-ş). Bu itibarla menkul kıymetlerdeki sayı ve çeşit açısından ülkeden ülkeye farklılık arz eden bu değişkenliğin veya daha yerinde bir ifadeyle hukuk sistemine bağlı olarak birbirinden farklılıklar arz edebilir durumda bulunmasının her zaman için söz konusu olduğu tespit edilmektedir.

Menkul kıymet işlemi uyumsuzluklarının konusu menkul kıymetlere ilişkin sermaye piyasası işlemlerinden oluşabileceği gibi, sermaye piyasaları dışında TK çerçevesinde iki taraflı alım satım konu olan bir menkul kıymet işlemi şeklinde de meydana gelmesi mümkündür. Örneğin yeni kurulan halka kapalı bir şirketin pay senetlerinin bir yabancı yatırımcı tarafından satın alınması da bir menkul kıymet işlemi meydana getirebilir. Bu çerçevede, her kanun koyucu kendi ülkesindeki iktisadi ve hukuki gerçekler ile yeterlilikleri nazara alarak yatırıma konu olmasına müsaade edilecek menkul kıymetlerin neler olabileceğini belirlemektedir. Bu sebeple her ülkedeki menkul kıymetlerin birebir aynı olması ihtimali bulunmamakta ve ülkeden ülkeye farklılık gösteren sermaye piyasası araçlarına rastlanılmaktadır<sup>84</sup>. Uluslararası menkul kıymet yatırımlarının konusunu oluşturması bakımından menkul kıymetlerin; pay senetleri, oydan yoksun pay senetleri, kar-zarar ortaklığı belgeleri, yabancı piyasalarda veya yabancı yatırımcıların yatırımına açık olarak kamu kuruluşları ve şirketlerce çıkartılan borçlanma aracı durumundaki tahviller<sup>85</sup>, uluslararası depo sertifikaları, bonolar, gelir ortaklığı sertifikaları ve varlığa dayalı menkul kıymetler şeklinde örneklendirilmesi mümkündür. İşte bu şekilde sayılabilecek olan sermaye piyasası araçları kural olarak sermaye piyasası işlemlerinin ve bu işlemlerden doğan uyumsuzlukların konusunu oluşturabilmektedir<sup>86</sup>.

---

<sup>83</sup> Oğuz Kürşat Ünal, **Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar**, (Kıs: Aracı Kurumlar), Ankara, 1997, s. 5; Yazar sermaye piyasası araçlarının ülkeden ülkeye ilgili piyasayı düzenleyen hukuk sistemi itibarıyla farklılık arz edebileceğine işaret ederek bunun hukuk sistemlerindeki farklılıklardan kaynaklanmakta olduğuna açıklık getirmektedir.

<sup>84</sup> Ünal, **Aracı Kurumlar**, s. 5; Örneğin, ABD'de sermaye piyasası araçları menkul kıymetlerden oluşmakta ve bütün sermaye piyasası araçlarını ifade etmek için "securities" terimi kullanılmaktadır.

<sup>85</sup> Örneğin euro tahviller, sabit veya değişken faizli tahviller, devlet veya özel sektör tahvilleri, garantili veya garantisiz tahviller, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller, endeksli tahviller gibi.

<sup>86</sup> "Menkul Kıymetler" başlığı altında bu konudaki detaylı açıklamalara yukarıda yer verildiğinden burada tekrar edilmeyecektir.

## 2. Karışık Bir Yapı Arz Etmesi

Menkul kıymetler alanında hukukun göstermekte olduğu gelişmeler ve işlem taraflarının sahip olduğu hakların alışlagelmişin dışındaki kimi kendine özgü nitelikleri, bunlarla ilgili uyumsuzlukların da değişken ve geniş bir içeriğinin olmasına sebebiyet vermektedir. Menkul kıymet işlemlerinin temelinde yatıp işlem taraflarının arasındaki hukuki ilişkiyi şekillendiren kural ve anlaşmalar dikkatle incelendiklerinde; bunların, borçlar hukukundan ceza hukukuna kadar oldukça geniş bir alandaki farklı düzenlemelerle irtibat halinde oldukları görülmektedir. Bu nedenle menkul kıymet işlemi uyumsuzluklarının farklı hukuk disiplinlerine ait kuralların veya bunların karakteristik özellik ve yaklaşım biçimlerini taşıyan düzenlemelerin uygulanması suretiyle çözümlenmesi sonucu ortaya çıkmaktadır<sup>87</sup>.

Mesela bilgi suistimali olarak tanımlanan "insider trading" halinde, görevi nedeniyle edindikleri bilgileri, bu bilgiler henüz yatırımcıya ilan edilmeksizin kullanarak menfaat edinilmesi bütün piyasalarda yasaklanmış bir eylemdir. Nitekim 6362 sayılı YSPKn'nun 106. maddesinde söz konusu fiil bir suç olarak kabul edilmiş ve bu suçu işleyenlerin iki yıldan beş yıla kadar hapis veya adli para cezası ile cezalandırılacağı hükme bağlanmıştır. Zira bu durum yatırımda asimetrik bilgi dağılımı etkisi nedeniyle<sup>88</sup> eşit yatırım şansını özellikle zaman bakımından ortadan kaldırmakta ve haksız kazanç elde edilmesi olarak değerlendirilmektedir<sup>89</sup>. Konumuz açısından bakıldığında bilgi suistimalinin ticaret hukukundan, ceza hukukuna, borçlar hukukundan sermaye piyasası hukukuna kadar son derece geniş hukuk disiplinleri ile irtibatlı olduğu görülmektedir<sup>90</sup>, Bu örnekte olduğu gibi birçok menkul

<sup>87</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 74.

<sup>88</sup> Asimetrik bilgi ifadesi ilk defa George Akerlof tarafından yazılan ve 1970 yılında Quarterly Journal of Economics dergisinde yayınlanan "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", makalesinde kullanılmıştır (Wikipedia, (Çevrimiçi), [http://en.wikipedia.org/wiki/George\\_Akerlof](http://en.wikipedia.org/wiki/George_Akerlof), 12 Aralık 2014. Bu makale ile finans literatürüne kazandırılan "asimetrik bilgi" (asymmetric information)'nin genel olarak anlamı; eğer iki kişi bir mal veya hizmet alışverişi yapacaksa ve taraflardan biri bu mal ve hizmet üzerinde diğer kişi kadar bilgiye sahip değilse, piyasada fiyat doğru oluşmayacaktır. Bir taraf kandırılmış olabilir. Wikipedia, (Çevrimiçi), [http://tr.wikipedia.org/wiki/Asimetrik\\_enformasyon](http://tr.wikipedia.org/wiki/Asimetrik_enformasyon), 12 Aralık 2014.

<sup>89</sup> Helmut M. Dietl, **Capital Markets and Corporate Governance in Japan, Germany and the United States: Organizational Response to Market Inefficiencies**, New York, 2003, s. 28; Cemal Küçüksözen, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi**, Ankara, SPK Yayınları, 1999, s. 12-13.

<sup>90</sup> Baum, **a.g.e.**, s. 89.

kıymet işlemlerinde son derece karmaşık bir işlem yapısının bulunması ve dahası bu alanın çoğu hukukçuya yabancı bir alan halinde kalması bu işlemlerden kaynaklanan uyuşmazlıkların da aynı şekilde karmaşık bir yapı arz etmesine yol açmaktadır<sup>91</sup>.

### 3. Taraflar Arasındaki Hukuki İlişki

Menkul kıymet işlemleri, yapıldıkları piyasa ve ilgili oldukları diğer piyasaların, bu piyasalardaki işlemlerin işleyişinin temin edilmesi amacıyla ihdas edilen kurallara tabidir. Bu kuralların belirlenmesi ve uygulanması sayesinde sermaye piyasasında yapılan işlemlerin tarafları arasındaki ilişki hukuki olarak da düzenlenmektedir. Örneğin yatırımcıların birikimlerini belirli yerlerde ve belirli işletmelerin menkul değerlerinde yoğunlaştırmamaları ve diğer piyasalara ve diğer piyasalardaki menkul kıymetlere de yönlendirilmeleri bu kuralların varlığı ile temin edilebilecek olan bir hedeftir. Menkul kıymet işlemlerinin tabi olduğu kurallar, bir yandan taraflar arasındaki hukuki ilişkinin vasfını ve mahiyetini tayin ederken diğer yandan menkul kıymet işlemlerinin taraflarının arasında ve işlemlerle ilgili olarak öngörülebilirlik, belirlilik ve hukuki güvenilirlik gibi piyasanın varlığını sürdürmesi bakımından ihtiyaç duyduğu gereksinimleri karşılamaktadırlar<sup>92</sup>. İşte menkul kıymet piyasasında yatırım süreci olarak anılabilecek bu zaman dilimi boyunca hukuki güvenlik ve öngörülebilirlik vasfı bu nedenlerle son derece önemli olup, tarafların arasındaki hukuki ilişki de aynı kurallar tarafından tanımlanmaktadır<sup>93</sup>.

Ayrıca menkul kıymet işlemleri genel olarak taraflar arasındaki sözleşmesel bir temele dayandığından, bu sözleşmesel ilişkiler, borçlar hukukunun, ticaret hukukunun ve sermaye piyasası hukukunun özelliklerini yapısında barındıran sözleşmelerden oluşması nedeniyle farklı sözleşme tiplerinin özelliklerini yansıtan atipik bir görünümde dir. Örneğin Borçlar Kanunu anlamında temsil, komisyonculuk ve adi işler tellallığı benzeri; Ticaret Kanunu anlamında ticari işler tellallığı ve acentelik sözleşmelerinin özelliklerini bulabileceğimiz sözleşmeler sunulan sermaye

---

<sup>91</sup> Kronke, **a.g.e.**, s. 265.

<sup>92</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 70.

<sup>93</sup> Kronke, **a.g.e.**, s. 262.

piyasası faaliyetine veya hizmetine göre değişkenlik arz etmektedir<sup>94</sup>.

#### 4. Uyuşmazlık Çözümünde Çabukluk ve Uzmanlık İhtiyacı

Menkul kıymet işlemlerinin en belirgin karakteri, bunların yatırım gayesine yönelik olmasıdır. Yatırım gayesine yönelik olma, tarafların işlemlerden elde etmeyi umdukları sonuçların iktisadi değerinin yüksekliğine işaret eder. Bu sebeplerle menkul kıymet işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümüne mümkün olduğunca çabuk ulaşıması ve bu kısa sürede elde edilecek olan çözümün adil bir çözüm olması için uzmanlık bilgisinin kullanılması son derece önemli bir faktördür<sup>95</sup>. Diğer finansal hizmetlerden kaynaklanan uyuşmazlık tipleri için de geçerli olabilecek olan bu ihtiyaç<sup>96</sup> menkul kıymet işlemleri uyuşmazlıklarında kendisini daha belirgin bir şekilde göstermektedir<sup>97</sup>.

Menkul kıymet işlemleri uyuşmazlıklarının çözümünde ihtiyaç duyulan çabukluk ve uzmanlık gereksinimi ulaşılan çözümün tatmin edici olmasının sağlanmasına da katkı sağlar. Bu ihtiyacı tetikleyen belirleyici faktör ise uyuşmazlığın taraflarının yatırım amaçlarının ve hareketlerinin, ortaya çıkan uyuşmazlıklardan doğrudan etkilenmesi şeklinde bireysel ve uyuşmazlığın aynı zamanda piyasadaki çok geniş bir menfaat sahibinin çıkarlarına, hukuki ve iktisadi durumuna etkileri itibarıyla kamusal yönlerinin bulunması şeklinde ifade edilebilir. Yapmış olduğu yerel veya uluslararası nitelikteki bir menkul kıymet yatırımından kaynaklanan uyuşmazlığın bir an evvel halledilmesi büyük çaplı yatırımlar açısından bakıldığında yüksek meblağlı bir yatırıma yönlendirilen iktisadi değer uyuşmazlığın halli süresinde atıl kalmasının önlenmesi açısından son derece hassas bir konudur<sup>98</sup>.

---

<sup>94</sup> Ünal, **Araç Kurumlar**, s. 53-56.

<sup>95</sup> Antony DeToro, "Waiver of the Right to Compel Arbitration of Investor-Broker Disputes", **21 Cumb. Law Review**, 615, 1990-1991, s. 619.

<sup>96</sup> Hideki Kanda, **Globalization of Capital Markets: A Perspective From Japan - Legal Aspects of Globalization**, Ed. by, Jürgen Basedow, Toshiyuki Kono, Hague, London, Boston, 2000, s. 75.

<sup>97</sup> William C. Hermann, "Arbitration of Securities Disputes: Rodrigues and New Arbitration Rules Leave Investor Holding a Mixed Bag", **Indiana Law Journal**, Vol. LXV, 1990, s. 712 vd.; Kirkland J. Grant., **Securities Arbitration for Brokers, Attorney and Investors**, Westport, Connecticut, London, 1994, s. 102.

<sup>98</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 72.



## C. Bir Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlığının Yerel veya Uluslararası Nitelikte Olmasının Tespiti ve Önemi

Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkedeki sermaye piyasalarına ilişkin mevzuatta serbestleşme süreci uluslararası menkul kıymet yatırımlarının kuvvetlenmesine neden olmuş<sup>99</sup> ve bu durumun doğal bir sonucu olarak da sermaye piyasası işlemlerinde yabancılık unsuru artış göstermiştir. Yabancılık unsurunun, yabancı yatırımcıların diğer ülke piyasalarında yatırım yapması, finansal aracılık faaliyetinde bulunması, ihraççıların kurulu buldukları ülke dışındaki piyasalara menkul kıymetleri kote etmesi, yatırımcıların yatırıma konu sermayeyi diğer ülkelerden temin ve nakletmeleri gibi hallerde ortaya çıkması mümkündür. Bu şekilde sermaye piyasası işlemlerinde hissedilir şekilde artan yabancılık unsuru, uygulanacak hukuk meselesini de dikkat çekici bir konuma getirmektedir<sup>100</sup>. Öte yandan küreselleşme süreci, piyasalar arası rekabete ve bunun yanı sıra piyasaların yasal uyumlulaştırma çabalarına da hız kazandırmıştır<sup>101</sup>. Nitekim rekabetin bir sonucu olarak menkul kıymetlerin çeşitleri artmış ve yatırımcının korunmasına ilişkin düzenlemelerin kapsamı da genişlemiştir.

Küreselleşme sürecinin yaygınlaşması ve gelişmesi bir ülkede yapılan sermaye piyasası işlemlerini diğer bir veya birden fazla ülkeyle bağlantılı hale getirmiş ve dolayısıyla bu durum sınır ötesi (cross-border) menkul kıymet işlemlerini oluşturmuştur. Menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının sınır ötesi ile bağlantılı olduğu, örneğin aracı kurumun yabancı müşteri ile sözleşme yaptığı hallerde uyuşmazlıkların çözümü karmaşık bir hal almaktadır. Bu durumun önemli sebeplerinden birisi pek çok ülkenin uluslararası vasfı bulunan uyuşmazlıkların tahkimi ile yerel tahkim uygulamalarını farklı hukuki düzenlemelerde ele alması olarak gösterilebilir<sup>102</sup>. Sermaye piyasası uyuşmazlıklarının uluslararası bir şekilde ortaya çıkması halinde, uyuşmazlıkların çözüm yolu olarak tahkim yolunun seçildiği

---

<sup>99</sup> Baum, **a.g.e.**, s. 82 vd.

<sup>100</sup> Baum, **a.g.e.**, s.97.

<sup>101</sup> Baum, **a.g.e.**, s. 99 vd.

<sup>102</sup> Cemal Şanlı, **Milletlerarası Ticari Tahkimde Esasa Uygulanacak Hukuk**, (Kıs. Esasa Uygulanacak Hukuk), İstanbul, 1986, s. 35.

hallerde, tahkim usulünün; aracı kurumun kurulu bulunduğu, faaliyette bulunduğu veya menkul kıymetlerin gerçekten edinildiği ülkelerden birinde ve dolayısıyla da o ülke hukukuna tabi olarak organize edilmesi zorunluluğu ortaya çıkacaktır. Böyle bir zorunluluk karşısında da, yatırımcı kendisine yabancı olan ve tamamen itimat etmediği bir ülkede tahkim usulüne tabi olmak hususunda isteksiz olabilir.

Yatırımcı aynı zamanda, davasını önüne getirdiği ülke mahkemesinin hukukuna göre (lex fori) tahkim şartının geçerli olmadığı itirazında da kolayca bulunabilir. Hakikaten, mahkemenin, uyuşmazlığın tahkime elverişliliğini; uyuşmazlığın meydana gelmesine sebep olan sözleşmenin esasının tabi olduğu hukuku mu (lex contractus); tahkimin icra edildiği (yahut icra edilmesi umulan) yer hukukunu mu (lex arbitri) yoksa mahkemenin kendi tabi olduğu hukuku mu (lex fori) uygulayarak çözmek zorunda olduğu hususunda yeknesak bir görüş bulunmamaktadır. Bununla birlikte, pratikte oldukça sık bir şekilde mahkemelerin tahkim şartının geçerliliğine kendi hukuklarını uyguladığı görülmektedir<sup>103</sup>.

Pek çok davada davalı konumundaki aracı kurumların, yatırımcının yargılama işlemlerini başlattığı mahkemenin bulunduğu ülkede bir malvarlığı bulunmamaktadır. Bu gibi durumlarda, mahkeme ilamının, malvarlığının bulunduğu, yurt dışında icra edilmesi ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla da bu ülke aracı kurumun kurulu bulunduğu ve tahkimin gerçekleştiği yer olan ülke olacaktır<sup>104</sup>. Bu halde bir sonraki soru mahkeme kararının, tazminatın talep edilemeyeceğini ifade eden hakem kararı

---

<sup>103</sup> Cemal Şanlı, “21 Nisan 1961 Tarihli Avrupa Anlaşması ve Türk Tahkim Hukuku” (Kıs. Avrupa Anlaşması), Avrupa (Cenevre)-New York Sözleşmeleri ve Türk Tahkim Hukuku Sempozyumu-BTHAE, Ankara, 1990, s. 5; Bu itibarla bir ülke mahkemesinin kendi yerel hukukunu nazara alarak tahkim şartının hükümsüz olduğuna karar vererek kendisini yargılamaya yetkili görmesi mümkündür. Buna karşın başka bir ülkedeki hakem heyetinin, sözleşmenin esasına uygulanacak olan hukuka göre ve/veya tahkim yeri hukukuna göre kendisinin yargılama yetkisinin aynı şekilde bulunduğu şeklinde bir kararla yargılama yetkisini ortadan kaldırmadığını kabul etmesi halinde; iki paralel yargılama neticesinde aynı dava hakkında ayrı kararlar verilmesi söz konusu olacaktır. Bunlar mahkeme (tahkim şartını bir kenara koyan) ve Hakem Heyeti (aksi yönde kendi yetkisinin tahkim şartına istinat ettiren) tarafından verilmiş kararlar şeklinde ortaya çıkacaktır. Şüphesiz bu durum çelişkili kararlara varılması riskine sebep olacaktır; Sibel Özel, **Milletlerarası Ticari Tahkimde Kanunlar İhtilafı Meseleleri** (Kıs: Kanunlar İhtilafı), İstanbul, Legal Yayınları, 2008, s. 51 vd.

<sup>104</sup> Hans van Houtte, “Arbitration Involving Securities Transactions” (Kıs: Securities Arbitration), **Arbitration International**, Vol. 12, No. 4 LCIA 1996, International Bar Association Section on Business Law, Committee D&Committee E, 12th Biennial Conference, Paris, September 1995, s. 413.

karşısında icra edilip edilemeyeceği olacaktır<sup>105</sup>. Şüphesiz bu sorunun cevabı, hakem kararının verildiği yerde bu kararın bir yerel hakem kararı mı yoksa uluslararası hakem kararı mı olduğu meselesinin ne şekilde çözüleceğiyle yakından ilişkilidir. Ayrıca söz konusu ülkede bu ayrımın pratik bir farkının bulunmadığı durumlardaysa, hakem kararının bir başka mahkeme kararının icrasına ilişkin talebi ne şekilde etkileyeceğine ilişkin yaklaşım tarzı belirleyici olacaktır<sup>106</sup>. Menkul kıymet yatırım uyuşmazlığının bu şekilde küreselleşme vasfının bulunduğu hallerde mevcut tahkim şartının icrası hususunda mahkemelerin yerel nitelikteki uyuşmazlıklara nazaran daha geniş olumlu bir tavır sergiledikleri görülmektedir<sup>107</sup>.

Menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının tahkime elverişliliğinin, uyuşmazlığın yerel veya uluslararası olması kriterine göre değerlendirilmesindeki en belirgin süreç ABD'de yaşanmıştır. Bu durumun altında yatan en önemli sebep olarak, bu ülkede menkul kıymet piyasasına ilişkin ulusal hukuki düzenlemelerde yatırımcının korunması gayesinin çok daha evvelden başlayarak ön planda tutulması<sup>108</sup> gösterilebilir. Bununla birlikte, özellikle piyasalar arasında iletişim teknolojilerinin yaygın şekilde kullanılması sayesinde oluşan sınır ötesi menkul kıymet işlem hacmindeki artış, hukuki mevzuatlarda uluslararası sermaye piyasası işlemlerini kolaylaştırıcı ve teşvik edici yönde yapılan değişiklikler ve ayrıca karşılıklı tanımaların etkisiyle sermaye piyasalarını artık neredeyse bütün gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uluslararası bir hale getirmiştir<sup>109</sup>. Bu nedenle sermaye piyasası uyuşmazlıklarında yerel veya uluslararası olma özelliğine göre yapılan ayırım önemini yitirmiş durumdadır. Küreselleşen sermaye piyasası işlemlerinin taraflarının anılan sebeplerle sıklıkla kurumsal yatırımcılardan ve ticari amaçlı girişime konu yatırımların sahibi olan yatırımcılardan oluşması ve işlem taraflarının piyasa

---

<sup>105</sup> Bu mesele hakkında Bkz. Brüksel ve Lugano Konvansiyonları kapsamında mahkeme kararlarının icrası için: Adalet Divanı, Solo Kleinmotoren v Boch ECR 1994, I, 2237. Bu karardan yabancı bir hükmün, hakem kararının yerel mahkeme tarafından tanınması halinde müstesna tutulacağı sonucuna ulaşılabilirse de bu durum anılan kararın kendisi ile de uyumlu bulunmamaktadır.

<sup>106</sup> Norman S. Poser, "Arbitrability of International Securities Disputes" (Kıs. Arbitrability), **Brooklyn Journal of International Law**, Vol. XII, S. 3, 1986, s. 676.

<sup>107</sup> Poser, **Arbitrability**, s. 675.

<sup>108</sup> Saim Kılıç, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları**, (Kıs. Güvence Fonları), Ankara, SPK Yayınları, Yayın No 95, 1997, s. 16-17.

<sup>109</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 246.

uzmanları ve hukukçular tarafından temsil edilerek tamamlanan istişareler neticesinde sözleşmelerin tarafı halinde gelmesi gibi unsurlar da bu ayrımın gerçekçi bir faydaya ulaşılmadaki elverişsizliğinin diğer unsurlarıdır<sup>110</sup>. Bu çerçevede, sermaye piyasası uyuşmazlıklarının olağan ticari uyuşmazlıklardan farklı bir şekilde algılanması için aslında pek de kuvvetli sebeplerinin olduğu söylenemez<sup>111</sup>. Örneğin, Amerikalı bir yatırımcı bir Türk aracı kurumun New York Ofisi vasıtasıyla Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan bir Türk şirketine ait menkul kıymetleri satın alarak yatırım yaptığında; tarafların arasındaki sözleşmede, bu sözleşmeden kaynaklanacak uyuşmazlıkların Fransa'da tahkime tabi olarak İsviçre hukukunun tatbiki suretiyle çözüleceğine dair bir hükmün bulunması mümkündür. Böyle bir sözleşmede yatırımcı, daha sonra aracı kurumun, yatırım yapılan menkul değerleri onun yatırım amaçlarına uygun olmayan bir şekilde satmak suretiyle zarara uğrattığını ileri sürdüğünde veya hesabında kendisinin talimatı olmadan izinsiz işlem yapıldığı iddiasında bulunduğu ortaya çıkan uyuşmazlık tamamen uluslararası bir nitelik arz edecektir. Ayrıca bahsedilen örnekte bir uluslararası sözleşme söz konusu olduğundan bu sözleşmeden kaynaklanacak uyuşmazlıkların 1958 New York Sözleşmesi kapsamında tenfizi söz konusu olabilecektir ve sözleşmedeki tahkim şartı da geçerli olacaktır<sup>112</sup>.

## D. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Tarafları

### 1. Genel Olarak

Menkul kıymet yatırım uyuşmazlıkları, piyasanın sunduğu olanakları kullanarak yatırım ve finansman ihtiyaçlarını karşılayan kişi ve kurumların tarafı

---

<sup>110</sup> Poser, **Arbitrability**, s. 684.

<sup>111</sup> Poser, **ADR**, s. 1097.

<sup>112</sup> Poser, **Arbitrability**, s. 685 vd; Buna karşın varsayımsal olarak yukarıdaki örnekteki benzer pek çok halde yatırımcının akdettiği sözleşmeyi okumadan veya yaptığı sözleşmenin uluslararası bir vasfının bulunup bulunmadığını dikkate almaksızın ve hatta buldukları ülkenin yatırımcının korunmasına ilişkin hükümlerine tabi olacaklarını hataen varsayarak hareket etmesi durumu ile sık sık karşılaşılmaktadır. Bu gibi durumlarda yatırımcının sözleşmeden kaynaklanacak uyuşmazlıkların tahkime tabi olacağı veya örneğin yabancı bir ülke mahkemesinin yetkilendirmesini sağlayan bir şart içerdiğinin farkında olmaması da mümkündür. Aslında bu durum çoğunlukla ilgili sermaye piyasası düzenleyicisi konumundaki otoritelerin yaygın bir şekilde başvurdukları yatırımcılarla yapılan sözleşmelerin standartlaştırılması hallerinde de varlığını korumakta ve bu nedenle tamamen yerel uyuşmazlıklarda bile bu şekildeki iddialar gündeme gelebilmektedir. O sebeple sırf aynı durumun etkisiyle ileri sürülen iddiaların nazara alınması bakımından sözleşmenin yerel veya uluslararası bir özellik arz etmesinin tahkime elverişlilik incelemesinde bir farklılık yaratması için makul herhangi bir sebep veya hukuki dayanak da tespit edilememektedir.

oldukları işlemlerden ve bunların arasındaki hukuki ilişkilerden doğmakta; bu işlemlerin tarafları da aynı zamanda menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının taraflarını oluşturmaktadırlar<sup>113</sup>. Sermaye piyasalarında menkul kıymetlere yatırım yapanlar, bu araçları ihraç eden ortaklıklar ve bu arz ve talebinin tarafların menfaatlerine olmak üzere en uygun şekilde giderilmesi hizmetini sunan yardımcı kurumlar, sermaye piyasası işlemlerinin ortaya çıkması sürecinde tarafları oluşturdukları gibi aynı zamanda bu işlemlerden kaynaklanan uyuşmazlıkların da taraflarını meydana getirirler. Bu açıdan bakıldığında YSPKn. m. 35<sup>114</sup>'de belirtilen sermaye piyasası kurumları, menkul kıymet işlemlerinin taraflarından sadece bir kısmını oluşturmaktadır. Bunların yanı sıra ihraççılar ve yatırımcılar da, söz konusu Kanun hükmünde anılmamış olsalar dahi menkul kıymet işlemlerinin ve dolayısıyla uyuşmazlıklarının tarafları arasında yer almaktadırlar<sup>115</sup>.

## 2. Yatırımcılar

Yatırım amaçlarına veya yatırım yapma biçimlerine bağlı olarak, değişik şekillerde sınıflandırılabilen yatırımcılar, menkul kıymetlere ellerindeki sermaye ile yatırım yapan ve zaman içerisinde yatırım yapılan menkul kıymetler vasıtasıyla elde etmeyi umdukları menfaatin sahibi olmayı planlayan gerçek veya tüzel kişiler olarak piyasanın önemli katılımcılarıdır<sup>116</sup>. Bu yönüyle yatırımcılar piyasada önemli bir rol oynamakta ve piyasanın varlığı adeta yatırımcılar var ise söz konusu olabilmektedir<sup>117</sup>.

---

<sup>113</sup> Dietl, **a.g.e.**, s. 4.

<sup>114</sup> YSPKn m. 35'de belirtilen sermaye piyasası kurumları şunlardır.

1. Yatırım kuruluşları

2. Kolektif yatırım kuruluşları

3. Sermaye piyasasında faaliyette bulunacak bağımsız denetim, değerlendirme ve derecelendirme kuruluşları

4. Portföy yönetim şirketleri

5. İpotek finansmanı kuruluşları

6. Konut finansmanı ve varlık finansmanı fonları

7. Varlık kiralama şirketleri

8. Merkezî takas kuruluşları

9. Merkezî saklama kuruluşları

10. Veri depolama kuruluşları

11. Kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları.

<sup>115</sup> Günel, **a.g.e.**, s. 38.

<sup>116</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 46.

<sup>117</sup> Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası: Taraflar**, C. I, İstanbul, Beta, 1999, s. 136.

Yatırımcı kavramı sermaye piyasası hukuku kapsamında değerlendirildiğinde birincil ve ikincil piyasada yatırım gayesiyle alıcı konumunda bulunan kişi (bireysel yatırımcı) ve kurumları (kurumsal yatırımcı) kapsayan bir içeriktedir. Nitekim yatırımcı gerçek kişi olabileceği gibi tüzel kişi de olabilmekte veya piyasanın kurulu bulunduğu ülke vatandaşlarının yanı sıra yabancılardan yahut yabancı ülkelerde yerleşik olan vatandaşlardan da oluşabilmektedir. Bu çerçevede; sermaye piyasası hukuku anlamında yatırımcının, yatırım gayesiyle menkul kıymetler üzerinde işlem yaparak menfaat elde etmeyi hedefleyen kişi veya kurumları kapsar şekilde algılanması yerinde olacaktır<sup>118</sup>. Bu açıdan bakıldığında menkul kıymet yatırım uyumsuzluklarına taraf olarak yatırımcıların daha net ve sağlıklı bir şekilde analiz edilmesi mümkün olmakta ve yerli ve yabancı yatırımcının bireysel veya kurumsal kimlikle ortaya çıkmasının arasında bir fark bulunmamaktadır. Nitekim sermaye piyasalarının globalleşme süreci içerisinde bu piyasadaki uyumsuzlukların tarafı olarak yatırımcının yerli veya yabancı olmasının da pek fazla önemi kalmamıştır<sup>119</sup>.

Sermaye piyasaları kurulu buldukları ülkede yerleşik ve o ülke vatandaşı olan kişilerin yatırımcı olarak ağırlıklı şekilde katıldıkları bir yapı arz etmelerine karşın günümüzde piyasaların küresel sermaye hareketlerine açılmasının etkisiyle artık giderek artan oranda yabancılardan da yatırımlarına sahne olmaktadır. Buna karşın yerli ve yabancı yatırımcı arasında menkul kıymet işlemlerini yatırımcı olarak yapabilme bakımından bir farklılık bulunmamakta ve bu sebeple menkul kıymet işlemi uyumsuzluklarına taraf olmak noktasında da yerli veya yabancı yatırımcı olunmasının bir etkisi ortaya çıkmamaktadır<sup>120</sup>. Sermaye piyasasının bulunduğu ülke vatandaşı olan yahut orada kurulu bulunmasından ötürü yerli yatırımcı sayılan gerçek

---

<sup>118</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 48.

<sup>119</sup> Poser, **Arbitrability**, s. 683.

<sup>120</sup> Poser, **Arbitrability**, s. 683; Yerli veya yabancı yatırımcı sıfatının sermaye piyasasında rol oynadığı faktörler daha ziyade vergisel farklılıklar noktasında toplanmaktadır. Ülkemiz düzenlemesine bakıldığında Gelir Vergisi Kanunu'nun pay senetleri ve DİBS işlemlerinden elde edilen gelirden alınan stopajı düzenleyen geçici 67. maddesinde başlangıçta yerli - yabancı ayırımı yapılmazken daha sonra yabancılardan baskısı ile maddede 5227 sayılı yasa ile değişiklik yapıldığı ve böylece söz konusu stopajın yabancı yatırımcılar için kaldırılması söz konusu olmuştur. Yerli yatırımcılar için yüzde 15 olan stopaj korunurken Bakanlar Kurulu'na bunu sıfıra kadar indirme yetkisi verilmiş; bu oran daha sonra 2006/10731 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yüzde 10'a düşürülmüş ve nihayet 13.11. 2008'de Resmi Gazete'de yayınlanan Bakanlar Kurulu kararı ile yerli ve yabancı yatırımcılar bakımından eşitlenerek sıfırlanmıştır (Tevetoğlu, **a.g.e.**,s.49, dn. 148).

veya tüzel kişiler, menkul kıymet işlemi uyumsuzluklarında bireysel veya kurumsal yatırımcı vasfıyla taraf olabilecekleri gibi gerçek veya tüzel kişi yatırımcı olarak da kendisini gösterebilmektedir.

Sermaye piyasalarının ve bu piyasadaki işlemlerin uluslararası olma vasfı kayda değer bir şekilde artış gösterirken yabancı yatırımcıların başka ülkelerdeki menkul kıymetlere yatırım yapma olanaklarına kavuşmaları da mümkün ve yaygın bir durum haline gelmiştir<sup>121</sup>. Bu nedenle menkul kıymet yatırım uyumsuzluklarının taraflarından biri olan yatırımcılar yerli yatırımcılar olabilecekleri gibi yabancı yatırımcılar da bu uyumsuzlukların tarafı olabilmektedir<sup>122</sup>. Bugün için Türk sermaye piyasasında işlem gören sermaye piyasası araçlarının %70 civarındaki kısmının yabancı yatırımcının mülkiyetinde olması yanı sıra piyasadaki günlük işlem hacminin büyük kısmının yine yabancı yatırımcılar tarafından; onların mülkiyetinde bulunan sermaye piyasası araçları üzerinde yapılıyor olması da yabancı yatırımcıların menkul kıymet yatırım uyumsuzluklarında taraf konumunda olmaları hususunu son derece önemli bir hale getirmektedir.

---

<sup>121</sup> Kanda, **a.g.e.**, s. 74; Schuster, **a.g.e.**, s. 73.

<sup>122</sup> Yabancı yatırımcı kavramı ikili yatırım anlaşmalarında sıklıkla kullanılmakta olup bu anlaşmaların neredeyse tamamında gerçek kişileri kasteden bir biçimde ifade edilmektedir. Örneğin "Akit taraflardan birinin yürürlükteki kanunlarına göre vatandaşı sayılanlar" şeklinde formüle edilen bu yaklaşım vatandaşlığı göz önünde bulundurmakla daha ziyade gerçek kişileri dikkate almaktadır. Buna mukabil şirketler ve tüzel kişiliği olmayan hallerde sermaye piyasası bakımından yatırım fonları da yabancı yatırımcı kavramı kapsamında yer alırlar. Şirketler veya tüzel kişiliği bulunmayan yatırım fonları gibi oluşumlar söz konusu olduğunda özellikle şirketler bakımından tabiiyet noktasında uluslararası kabul görmüş bir standardın bulunmaması sebebiyle merkez yeri veya kuruluş yeri kriterlerinden birinin kabul edildiği görülmektedir (Tuğrul Arat, **Ticaret Şirketlerinin Tabiiyeti**, Ankara, 1970, s. 63). Sermaye piyasası uyumsuzluklarında taraf olarak ortaya çıkmaları noktasında ise bu ortaklıkların veya gerçek kişilerin "yerleşik buldukları yer" kriterinin kullanıldığı özellikle AB yönergelerinde gözlemlenmektedir. Yerleşik bulunulan yer vatandaşlık ve şirketler bakımından kuruluş olduğu yahut merkezinin bulunduğu yer kriterine nazaran yabancı olma durumunun kapsamını genişletmektedir. Buna göre örneğin yurt dışında yerleşik Türk vatandaşlarının sermaye piyasasına yaptıkları yatırımlardaki pozisyonları yabancı yatırımcı durumundadır. Yine ortaklıklar bakımından yerleşik bulunma kriteri hem kuruluş hem de merkezinin bulunduğu yerin yurt dışında olması hallerinin ikisini birden kapsamakta ve bu hallerden hangisi olduğu önem arz etmeksizin yatırımcı veya ihraççı konumundaki piyasa katılımcıların yabancı olarak değerlendirilmesini mümkün kılmaktadır. Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu kapsamında kimlerin yabancı yatırımcı sayıldığı hakkında açıklamalar için bkz. Sibel Özel, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu Üzerine Bir Değerlendirme (Kıs. Yabancı Yatırım), **MHB Prof. Dr. Gülören Tekinalp'e Armağan**, Y. 23, S. 1-2 2003, s. 602.

### 3. Yatırım Kuruluşu ve Aracı Kurumlar

Özelde tasarruf sahipleri ve genel olarak yatırımcıların elindeki birikimi yatırım araçlarına yönlendirmesi ve bu birikimin atıl kalmasının önlenmesi için sermaye piyasasında duyulan ihtiyaç, sistemin yardımcı kuruluşları arasında sayılan aracı kurumlar tarafından yerine getirilmektedir. Sermaye piyasasında aracı kurumların temel varlık sebebi bu kurumlara uzmanlıklarından ötürü duyulan ihtiyaçtan kaynaklanmaktadır. Aracı kurumların sahip olduğu bu uzmanlık alanı, sermaye piyasası yatırımcılarına aracılık etmek, yani teorik anlamda yatırımcı ile karşısında yer alan diğer sermaye piyasası aktörlerini bir araya getirerek menkul kıymetlere yatırım işleminin en doğru şekilde yerine getirilmesini temin etmektedir<sup>123</sup>. Aracı kurumlar, anılan fonksiyonlarının icrasında pek çok hukuki uyumsuzlığa konu olabilecek sorumluluk türlerinin yasal olarak onlara yüklenmiş olmasından ötürü<sup>124</sup> menkul kıymet yatırım uyumsuzluklarının en belirgin ve sık rastlanan tarafını oluşturmaktadırlar.

Türk sermaye piyasası açısından YSPKn. ile “aracı kurum” kavramı yeniden düzenlenmiştir. Buna göre, YSPKn. ile ESPKn’da tanımların yer aldığı 3. maddenin 1. fıkrasının (i) bendinde yer alan "aracı kuruluş" kavramı yerini "yatırım kuruluşu" kavramına bırakmıştır (YSPKn. 3/1(v)). YSPKn m. 3/1(v) bendinde, yatırım kuruluşu; aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları SPK'nca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarını ve bankaları ifade ettiği belirtilmiş ise de, aracı kurumlara ilişkin bir tanıma yer verilmemiştir. Bununla birlikte aynı Kanununun 43. maddesinde<sup>125</sup> aracı kurumların kuruluş şartları belirtilmiştir. Aracı kuruluş, banka ve aracı kurumları içeren bir kavram iken<sup>126</sup>,

<sup>123</sup> Günay, **a.g.e.**, s. 43.

<sup>124</sup> M. Murat İnceoğlu, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Ankara, 2004, s. 75 ve 139.

<sup>125</sup> 6362 sayılı YSPKn'nun Kuruluş şartları başlıklı 43. maddesinde aracı kurumların kuruluşuna Kurulca izin verilebilmesi için; anonim ortaklık şeklinde kurulmaları, paylarının tamamının nama yazılı olması, paylarının nakit karşılığı çıkarılması, sermayelerinin Kurulca belirlenen miktardan az olmaması, esas sözleşmelerinin bu Kanun ve ilgili düzenlemelerde yer alan hükümlere uygun olması, kurucularının bu Kanunda ve ilgili düzenlemelerde belirtilen şartları haiz olması, ortaklık yapısının şeffaf ve açık olması gerektiği ifade edilmiştir. Ayrıca yine aynı maddenin 2. fıkrasına göre de bankalar dışındaki diğer yatırım kuruluşları için de birinci fıkradaki şartlar aranacağı ve SPK'nun bu kuruluşlar için ilave şartlar öngörebileceği belirtilmiştir.

<sup>126</sup> Borçlar Kanunu anlamında aracılık kavramı hakkında bkz. Ünal, **Aracı Kurumlar**, s. 54 vd.



yatırım kuruluşu daha geniş kapsamda, banka ve aracı kurumlar yanında yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları SPK tarafından belirlenecek YSPKn'nun 35/1(1) hükmünde sayılan diğer sermaye piyasası kurumlarını da kapsama almıştır<sup>127</sup>.

Bu konudaki bir diğer yenilik de, YSPKn.'nun 39/1 maddesinde yatırım hizmet ve faaliyetinin düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilebilmesi için SPK'ndan izin alınması gerekmesidir. Hizmet ve faaliyetin düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilmemesi durumunda SPK'dan herhangi bir izin alınmasına gerek bulunmamaktadır. Yine arızı olarak işlem yapanlar ile kendi hesabına işlem yapan kişi ve kurumlar da 37. maddede yer alan yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin olarak herhangi bir yetki belgesi olmadan işlem yapabileceklerdir.

Yeni düzenlemeler uyarınca, SPK'ndan aldıkları faaliyet izinlerine bağlı olarak aracı kurumlar;

i) Emir iletimine aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar “dar yetkili”,

ii) (i) bendinde belirtilen faaliyetlere ek olarak, işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı faaliyeti, sınırlı saklama hizmeti ve portföy yöneticiliği faaliyetinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar “kısmi yetkili”,

iii) (ii) bendinde belirtilen faaliyetlere ek olarak, portföy aracılığı faaliyeti, genel saklama hizmeti ve aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar “geniş yetkili”

olarak gruplandırılmış olup, dar yetkili aracı kurumların 2.000.000 Türk Lirası, kısmi yetkili aracı kurumların 10.000.000 Türk Lirası ve geniş yetkili aracı kurumların 25.000.000 Türk Lirası asgari özsermayeye sahip olması gerektiği hükme bağlanmıştır.

6362 sayılı YSPKn uyarınca yeniden çerçevesi çizilen alım satım aracılık faaliyetine ilişkin olarak, yatırım kuruluşları tarafından sermaye piyasası araçlarına

---

<sup>127</sup> Dağlı, **Yatırım Faaliyetleri**, s. 83.

ilişkin olarak sadece emirlerin müşteriden alınması ve gerçekleştirilmek üzere başka bir yatırım kuruluşuna iletilmesine aracılık ediliyorsa “*emir iletimine aracılık*”; emirlerin müşteriden alınması ve borsada ya da borsa dışında sonlandırılmasına aracılık ediliyorsa “*işlem aracılığı*”; müşteriden alınan emirlerin şirketin kendi portföyünden karşılanması suretiyle işlem yapılıyorsa “*portföy aracılığı*” faaliyet izni alınması gerekecektir. Ayrıca ESPKn’nda olduğu gibi, menkul kıymet, türev araç ya da kaldıraçlı alım satım işlemine aracılık edilmesine göre ayrı belgeler düzenlenmeyecek, alınan faaliyet izinlerinin tümünü gösteren tek bir yetki belgesi verilecektir.

Sermaye piyasası uyumsuzluklarının neredeyse tamamında taraf durumunda bulunan aracı kurumların sermaye piyasası uyumsuzluklarında taraf olarak ortaya çıkmalarının sebebi onların yaptıkları aracılık faaliyetlerinden kaynaklanan uyumsuzluklardır. Aracılık kelime anlamıyla, bir işin icra edilmesine, tarafları bir araya getirerek veya onlar farklı yerlerde olmasına karşın onların iradelerine uygun şekilde hareket etmek suretiyle yardım etmeyi ifade etmektedir<sup>128</sup>. Bununla beraber bir anonim ortaklığın<sup>129</sup> aracı kurum olarak nitelendirilebilmesi için sermaye piyasasında aracılık faaliyetinde bulunmak üzere kurulmuş olması ve bu konuda faaliyet göstermek için diğer şartların yanında SPK’ndan izin almış olması (YSPKn m. 43) gerekmektedir<sup>130</sup>.

Öte yandan, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca bir yatırım kuruluşu olarak kabul edilen bankaların (YSPKn m. 3/1(v)), YSPKn’nun 39/9 maddesi uyarınca bankaların alım satım aracılığı ile ilgili YSPKn’nun 37/1(a)-(b)-(c) bentlerinde yer alan hizmetleri verebilecekleri düşünülmektedir<sup>131</sup>. Bu noktada bankaların borsada menkul kıymet işlemleri yapma sınırı SPK alt düzenlemeleri ile belirlenecektir. Ancak, YSPKn 39/1 maddesinin son cümlesi uyarınca SPK’nun bankaların YSPKn’nun 37/1(a)-(b)-(c) bentlerinde yer alan faaliyetlerine ilişkin yetkilendirme yaparken borsada işlem gören pay senedi işlemlerini ve kaldıraçlı alım satım işlemlerini hariç

<sup>128</sup> **Türk Dil Kurumu Sözlüğü**, İstanbul, 1998, s. 79.

<sup>129</sup> Aracı kurumların anonim şirket şeklinde kurulmak zorunda olduğuna dair bkz. 125 nolu dipnot.

<sup>130</sup> Bkz. 125 nolu dipnot.

<sup>131</sup> Dağlı, **Yatırım Faaliyetleri**, s. 87.

tutarak yetkilendirme yapması mümkündür. Bankalar bunlara ek olarak YSPKn ile ilk kez YSPKn'nun 37/1(ğ) bendinde yer alan saklama hizmeti ile (h) bendinde yer alan SPK tarafından belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunabileceklerdir. Ayrıca yatırım ve kalkınma bankalarına YSPKn. 37/1(ç) bendinde yer alan portföy yöneticiliği, (d) bendinde yer alan yatırım danışmanlığı, (e) ve (f) bentlerinde yer alan yüklenimde bulunarak ya da bulunmayarak halka arza aracılık faaliyetinde bulunabilme imkanı tanınmıştır. Bununla birlikte, SPK'nun YSPKn 39/1 maddesi kapsamında her zaman alt düzenlemelerle bu konuda değişiklik yapma imkanı bulunmaktadır. Yetkinin sınırını YSPKn'nun 39/9 maddesi çizecektir.

Bu çerçevede; SPKn çerçevesinde SPK tarafından sınırları belirlenen kapsamda yapacakları menkul kıymet işlemleri nedeniyle kalkınma ve yatırım bankaları ile mevduat bankalarının da menkul kıymet işlemi uyumsuzluklarında taraf haline gelmeleri mümkün olacaktır.

#### **4. İhraççılar**

Menkul kıymetleri ihraç edenler kural olarak ikincil sermaye piyasası işlemlerinin tarafı olarak kabul edilmemektedir<sup>132</sup>. Zira ihraççılar daha evvel ihraç edilen menkul kıymetlerin ikincil piyasada alım satımı gibi işlemlerin tarafı konumunda değildirler. Bu nedenle ihraççıların menkul kıymet yatırım uyumsuzluklarına taraf olmadıkları zira onların sadece halka arz amacıyla aracı kurumlarla aralarında akdedilen sözleşme ile sınırlı olarak sermaye piyasası aktörü konumunda buldukları kabul edilmektedir<sup>133</sup>. Buna göre ihraççılar birinci el piyasası olarak adlandırılan halka arz işleminin yapılması sırasında aracılarla akdettikleri sözleşmeler sebebiyle gerçekleştirilen faaliyetlerden kaynaklanan uyumsuzlukların tarafı olabilir ve ikincil sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan uyumsuzlukların tarafı haline gelemezler<sup>134</sup>. Oysa halka arza aracılık faaliyetinin nihai amacının menkul kıymetlerin yatırımcılara satılması olması itibarıyla yatırımcıların bu

---

<sup>132</sup> 6362 sayılı YSPKn anlamında ihraç; sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışını (m. 3/ğ), ihraççı ise; sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve Kanuna tabi yatırım fonlarını (m. 3/h) ifade etmektedir.

<sup>133</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 60.

<sup>134</sup> Aydın, **a.g.e.**, s. 45.

sözleşmeye taraf olmamakla birlikte bu sözleşmeden doğrudan etkilendikleri de bir gerçektir.

Halka arzdaki başarı, ihraççı ve aracılığı olduğu kadar yatırımcıyı da ekonomik açıdan etkilemektedir. Bu açıdan bakıldığında yatırımdan edinmeyi beklediği geliri elde edemeyen yatırımcının uğradığı yatırım zararlarından, bu duruma sebep oldukları nispette araçlar ve ihraççıların da sorumlu tutulmasının önünde bir engel bulunmamaktadır<sup>135</sup>. Aynı şekilde, ihraççıların ikincil piyasa işlemlerinin tarafı olmamalarına karşın, işleme konu menkul kıymete hukuki ve iktisadi tesir etmekte olmaları nedeniyle bu etkilerin yatırımcıya doğrudan yansıdığı oranda bu piyasadaki uyuşmazlıklar bakımından da ihraççılara sorumluluk yöneltilebilmesine uygun gözükmektedir<sup>136</sup>.

Nitekim YSPKn'nun Kanuna aykırı ihraçlarda uygulanacak tedbirler başlıklı 91. maddesinde Kanuna aykırı şekilde sermaye piyasası aracı ihraç ettiği veya buna teşebbüs ettiği tespit edilenlere ve yine aynı Kanunun ihraççıların hukuka aykırı işlemleri ile sermayeyi veya mal varlığını azaltıcı işlemlerinde uygulanacak tedbirler başlıklı 92. maddesinde Kanuna tabi ihraççıların, kanuna, sermaye piyasası mevzuatına, esas sözleşme ve fon iç tüzüğü hükümlerine veya işletme maksat ve mevzuuna aykırı görülen durum ve işlemleri sebebiyle sermayenin veya mal varlığının azalmasına veya kaybına yol açtığı Kurulca tespit edilmesi hâlinde Kurulca çeşitli tedbirler uygulanabileceğinin ifade edilmesi ihraççıların sermaye piyasası uyuşmazlıklarında sıklıkla taraf olduklarının ve bundan sonra da taraf olmaya devam edeceklerinin bir göstergesidir.

## 5. Uluslararası Menkul Kıymet Yatırımlarında Devletler

Uluslararası iktisadi ilişkiler dört farklı şekilde karşımıza çıkmaktadır. Bunlar “mal ticareti”, “hizmet ticareti”, “doğrudan yabancı yatırım” ve “bilgi, teknoloji transferi”dir<sup>137</sup>. Bu iktisadî ilişkilerin esas taraflarını teşkil edenler ise sadece (tâcir

---

<sup>135</sup> İnceoğlu, a.g.e., s. 128.

<sup>136</sup> Tevetoğlu, a.g.e., s. 61.

<sup>137</sup> İnci Ataman-Fıganmeşe, "Milletlerarası Ticarî Tahkim ile Yatırım Tahkimi Arasındaki Farklar", **İstanbul Üniversitesi Milletlerarası Hukuk Bülteni (MHB)**, Y. 31, S. 1, 2011, s. 93.

veya yatırımcı sıfatıyla karşımıza çıkan) özel hukuk kişilerinden ibaret değildir; bilakis, pek çok uluslararası iktisadî ilişkinin en önemli taraflarından biri olarak bir “devlet veya devlet kuruluşu” karşımıza çıkar. Uluslararası iktisadî ilişkilerin bu tarafları, farklı kombinasyonlarla bir araya gelebilmektedirler. Kimi uluslararası iktisadî ilişkinin tarafları “sadece özel hukuk kişileri” olabilirken, kimi ilişkide taraflardan “her ikisi de devlet” olabilmekte ve hatta kimi ilişkide taraflardan “biri bir devlet diğeri de bir özel hukuk kişisi” olabilmektedir. İşte, tarafların farklı kombinasyonlarla bir araya gelebilmesi nedeniyle, uluslararası iktisadî ilişkilerden kaynaklanan uyuşmazlıklar, ilişkinin taraflarının niteliğine göre üçlü bir ayırım yapılarak ele alınabilir. İktisadî ilişkilerden kaynaklanan uyuşmazlıklar, ilgili ilişkide rol alan tarafların niteliği kıstasına göre gruplandırıldığında, birinci grupta, taraflarından her ikisinin de özel hukuk kişisi olduğu uyuşmazlıklar, ikinci grupta taraflarından birinin devlet, diğeri ise özel hukuk kişisi olduğu uyuşmazlıklar ve nihayet üçüncü grupta her iki tarafı da devlet olan uyuşmazlıklar yer alır<sup>138</sup>. Bu konuda detaylı açıklama üçüncü bölümde yapılacaktır.

---

<sup>138</sup> Ataman-Figanmeşe, **a.g.e.**, s. 93.

## İKİNCİ BÖLÜM

### MUKAYESELİ HUKUKTA VE TÜRK HUKUKUNDA MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARININ ÇÖZÜM YOLLARI

#### I. MUKAYESELİ HUKUKTA MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARININ ÇÖZÜM YOLLARI

##### A. Genel Olarak

Finansal hizmetler ve ürünlerdeki çeşitlilik ve kendine özgünlük, bu alandaki işlemlerden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde yargı sistemi dışında bir alternatif arama ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Özellikle uluslararası nitelikteki pay senedi, tahvil ve diğer menkul kıymet ihraçlarında bu durum sıklıkla başvurulmuş bir durum haline gelmiştir. Uluslararası menkul kıymet ihraçlarının belge ve sözleşmelerinde artık sıklıkla tahkim şartlarına yer verilmesi de finansal kurumların ve özellikle finansal aracılarm, hakimler yerine hakemleri tercih etmekte olduğunu doğrular niteliktedir<sup>139</sup>. Genellikle Londra, New York veya Frankfurt gibi büyük finansal merkezlerin tahkim yeri olarak öngörüldüğü bu tahkim şartlarının bir diğer etkisi, menkul kıymet piyasası işleminin tarafı konumundaki piyasa kurumlarının kendi buldukları yerde yargılama yapılmasını temin etme yönündeki eğilimleridir. Son derece karmaşık bir yapı arz eden uluslararası finansal hizmetlerden ve bu hizmetlere konu yatırımlardan kaynaklanan uyuşmazlıkları çözmesi istenen hakimlerin uzmanlık bilgisinden yoksunluğu bu durumu tetikleyen ana faktör olarak gösterilmektedir<sup>140</sup>. Böylece menkul kıymet piyasası yatırımlarından kaynaklanan uyuşmazlıklarda hızlılık ve uzmanlık bilgisinin kullanılmasına olanak sağlanması amaçları, bunların tahkim usulüne tâbi tutularak çözümlenmesini daha güvenilir bir

<sup>139</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 228.

<sup>140</sup> Norbert Horn, "The Development of Arbitration in International Financial Transactions", **Arbitration International**, Vol. XVI, S. 3, 2000, s. 280 vd.

konuma sokmaktadır<sup>141</sup>.

Bir yandan tahkim kurumunun yaygınlaşan uygulaması ülkelerin liberal yaklaşımları ile desteklenmekle birlikte öte yandan neredeyse bütün ülkelerde, mahkemeler ve yasa koyucular, tahkime konu edilebilecek olan uyuşmazlıklara sınırlar koymuş, tahkim prosedürünü yasal mevzuat ile düzenlemişlerdir. Buna mukabil geçen yıllarda, ortaya çıkmıştır ki geniş anlamda uluslararası finansal topluluk ve dar manada piyasası katılımcıları gün geçtikçe daha fazla şekilde olmak üzere tahkime olumlu yaklaşmaktadır. Bu nedenle bugün için finansal uyuşmazlıkların bir alternatif çözüm yöntemi olarak artan ilgiyi kendisine çekmiş ve menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarını da kapsar şekilde doğrudan ya da dolaylı tüm yatırım ve ticari uyuşmazlıklarda kullanılması olağan bir durum haline gelmiştir. Kaldı ki ticari faaliyetler söz konusu olduğunda, tacirlerin üyesi oldukları organizasyonlar tarafından sunulan, devlet mahkemelerine alternatif nitelikteki tahkimi tercih etmeleri de artık gelenekselleşmiş bir eğilimdir. Aynı durumun, menkul kıymetlere daha geniş kesimlerin yatırım yapmaya başlaması ile birlikte sektörle yatırımcılar arasında daha çok sayıda uyuşmazlığın ortaya çıkması nedeniyle, bu tür yatırımlar bakımından da geçerli olması kanaatimizce makul gözükmektedir.

Menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının çözümünde tahkimin bir çözüm mekanizması olarak kullanılması iki yüzyıla yakın bir süreden beri söz konusudur<sup>142</sup>. İlk başlarda tahkimin menkul kıymet piyasasında kullanılmaya başlanması sadece borsa üyeleri arasında ortaya çıkan uyuşmazlıkların çözümünde söz konusu olmuştur. Aynı dönemde borsa üyeleri ile yatırımcılar arasındaki uyuşmazlıklar tahkimde çözümlenmeyip, ayrı tutulmuş fakat daha sonra bu tür uyuşmazlıklar da tahkime konu olmuştur<sup>143</sup>. Tahkimin borsa üyeleri ile yatırımcılar arasındaki uyuşmazlıkların çözümünde kullanılması hususunda ise, ilk başlarda hakem heyetlerinin kurumsal bir önyargıya sahip olabilecekleri şeklinde bir şüphenin mevcut olduğu görülmekle

---

<sup>141</sup> Ergin Nomer, Nuray Ekşi, Günseli Öztekin Gelgel, **Milletlerarası Tahkim Hukuku**, (Kıs: Tahkim Hukuku), 3. Bası, İstanbul, Beta Basım, 2008, C.1, s. 16; Dağlı, Çakır, **Sermaye Piyasasında Tahkim**, s. 33.

<sup>142</sup> Constantine N. Katsoris, C. "The Resolution of Securities Disputes", (Kıs: Securities Disputes), **Fordham Journal of Corporate&Financial Law**, Vol. VI, 2001 s. 309.

<sup>143</sup> Laurence James, "Securities Law United Kingdom", **International Securities Law Handbook**, Ed. by Karl-Eduard von der Heydt, Stanley Leller, Hague, 2004, s. 365.

birlikte<sup>144</sup> burada asıl önemli olan tahkimin, yatırımcının korunması amacına uygunluğunun bulunup bulunmadığı sorusunun gündeme gelmesidir<sup>145</sup>. Yine aynı çekincelerin gölgesinde olmak üzere, özellikle ilk başlarda henüz kurumsallaşmamış olan borsaların, yatırımcıları ile üyelerinin arasında meydana çıkan uyuşmazlıklar için temin ettikleri tahkim uygulamalarının tarafsızlığı özellikle yabancı yatırımcı için tereddütle karşılanmıştır<sup>146</sup>.

Ancak bu endişenin giderilmesinin de yine yatırımcının korunması amacına uygun olarak gerekli tedbirleri içeren bir sermaye piyasası hukuku sistemi ile mümkün olacağı ve yatırımcıyı koruyan bu yasal yapının temin edilmesi için sermaye piyasası uyuşmazlıklarının tahkime tabi kılınmasının da aynı amaca hizmet edebilecek uygun bir araç olabileceği gözden kaçırılmamalıdır. Bu noktada sermaye piyasası uyuşmazlıklarında tahkimin kullanılmasının ortaya çıkışında tahkim şartının taraflarca kabul edilmesi şeklindeki önerinin çoğunlukla aracılık faaliyeti yapan taraftan gelmesinin<sup>147</sup>, bu haliyle ilgili mevzuatın yatırımcıya sunduğu hakların kullanılmaz kılınmasına yol açıp açmayacağı konusunda da kuvvetli tartışmalar yaşanmıştır<sup>148</sup>. Bununla birlikte, bu tartışmalar zaman içerisinde bir yana bırakılarak aslında tahkimin bu uyuşmazlıklar için uygulanmasının mümkün olup olmadığının tartışılmasının yerine tahkimin sermaye piyasası uyuşmazlıklarının çözümünde gerekli ve yeterli bir uyuşmazlık çözüm mekanizması olup olmadığının ve yatırımcının korunmasına yönelik mevzuatla uyumluluğunun temin edilmesinin gerektiğinin ön plana çıkartılmaya başlanmasına ağırlık verilmiştir<sup>149</sup>. Bütün bu süreç içerisinde sermaye piyasası uyuşmazlıklarının tahkimi, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin hemen hemen hepsinde ilerleme kaydederek yaygınlaşmış ve piyasanın kendi öz

---

<sup>144</sup> James, **a.g.e.**, s. 365.

<sup>145</sup> Mahmood Bagheri, **International Contracts and National Economic Regulation**, La Haye, 2000, s. 139; Deborah B. Oliver, "Arbitration of Securities Claim: Policy Considerations for Keeping Investor-Broker Disputes Out of Court", **Columbia Business Law Review**, 1987, s. 527-528; Robert J. Zepfel, "Arbitration of Investor - Broker Disputes", **California Law Review**, Vol. LXV, S. 1, 1977, s. 120; Grant, **a.g.e.**, s. 93.

<sup>146</sup> Henri L. Beenhakker, **The Global Economy and International Financing**, Westport 2001, s. 56.

<sup>147</sup> Poser, **Arbitrability**, s. 675; David C. Nelson, "The Arbitrability of Securities Disputes Between Brokers and Customers - Phillips v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc ", **Creighton Law Review**, Vol. 20, 1986-1987, s. 1009.

<sup>148</sup> John G. Malcolm, Eric J. Segall, "The Arbitrability of Claims Arising Under Section 10(b) of the Securities Exchange Act: Should Wilko Be Extended?", **Alb. Law Review**, Vol. L, 1986, s. 727.

<sup>149</sup> Houtte, **Securities Arbitration**, s. 412-413; Bagheri, **a.g.e.**, s. 139.



düzenlemelerini yapabilmesinin ayrılmaz bir parçası olarak kabul edilmiştir<sup>150</sup>.

## B. ABD’de Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Çözüm Yolları

### 1. Genel Olarak

ABD mahkemeleri çok uzun bir süre tahkime karşı olan bir yaklaşım sergilemiş ve kendi yargısal yetkilerinin gaspı olarak değerlendirmişlerdir. Buna karşın, ABD Senatosu 1925 yılında Federal Tahkim Kanunu'nu (Federal Arbitration Act - FAA<sup>151</sup>) kabul ederek mahkemelerin tahkime karşı olan olumsuz önyargılarına mukabil alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemlerini teşvik etmiştir<sup>152</sup>. FAA ile yazılı tahkim anlaşmalarının geçerli, gayri kabili rücu olduğu ve icra edilmesi gerektiği hüküm altına alınmak suretiyle tahkim yasal bir zemin kazanmış ve mahkemelerin tahkime yönelik olumsuz bakış açılarının kararlarına yansımalarının önüne geçilmeye başlanmıştır<sup>153</sup>. Bu nedenle, tahkim ABD’de menkul kıymet hukukundan kaynaklanan taleplerin çözülmesi bakımından önceleri uygun görülmezken günümüzde bu tür uyuşmazlıklar için en uygun çözüm biçimi olarak üstün bir yere sahip hale gelmiştir<sup>154</sup>. Bu doktrinsel değişimde hem Amerikan menkul kıymetler sektörünün olgunlaşmasının hem de sektörün öz düzenleyici kuruluşları tarafından tahkimin kurumsal etkisinin artırılmasının önemli rolü bulunmaktadır<sup>155</sup>.

---

<sup>150</sup> Zepfel, **a.g.e.**, s. 122.

<sup>151</sup> Tahkim konusunu düzenleyen bir kanun olarak FAA, bugün ABD’de maddi hukukun bir parçası olarak kabul edilmektedir. Bu Kanun, ABD Anayasasına göre, eyalet hukukları karşısında öncelik hakkına sahiptir. Diğer yandan, eyalet tahkim hukukları, tahkim konusunda FAA’yı tamamlayıcı niteliktedir. FAA, iç tahkim ve uluslararası tahkimi birlikte düzenlemektedir. Kanun’un, 1970 yılında eklenen ikinci bölümü, federal hukukta New York sözleşmesine atıf yapmakta ve ABD tahkim kararı niteliğinde olmayan (yabancı) tahkim kararlarına uygulanacağını belirtmektedir. Ayrıca ABD mahkemeleri uluslararası tahkim lehine ve liberal nitelikte kararlar vererek FAA’nın boşluklarını doldurmaktadır. Diğer yandan 1997 yılında ABD tahkim hukukunu yeknesak hale getirmeye yönelik olarak çıkarılan Revised Uniform Arbitration Act’in eyalet meclisleri tarafından kanunlaştırılması önerilmektedir (Süleyman Dost, **Yabancı Yatırım Uyuşmazlıkları ve ICSID Tahkimi**, (Kıs. ICSID Tahkimi), Ankara, Asil Yayın, 2006, s. 47).

<sup>152</sup> Oliver, **a.g.e.**, s. 529.

<sup>153</sup> Gary Born, **International Commercial Arbitration**, New York, Hague, 2001, s. 258.

<sup>154</sup> Born, **a.g.e.**, s. 258.

<sup>155</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 268.

New York Borsası'nda tahkim 125 yılı aşkın bir süredir yatırımcılar ile aracı kuruluşlar arasındaki ihtilafların çözümünde kullanılmaktadır<sup>156</sup>. Bu da sistemin ne derece köklü ve oturmuş olduğunun göstergesidir. Tahkime, uzun ve pahalı bir yol olan resmi yargı yolundan daha pratik bir alternatif gözüyle bakılmaktadır. 1987'de ABD Yüksek Mahkemesi<sup>157</sup>, tahkimin sermaye piyasasında adil, eşit ve etkili bir uyuşmazlık çözüm metodu olduğunu tasdik etmiştir<sup>158</sup>. Tarihe ünlü McMahon kararı olarak geçen söz konusu karardan sonra tahkime götürülen uyuşmazlıkların sayısı ve çeşitleri süratle artmıştır<sup>159</sup>.

ABD'de menkul kıymetlerden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde alternatif yollara, özellikle de tahkime başvurulmasının yaygın bir uygulama olmasının en önemli sebebi ABD Yüksek Mahkemesi'nin 1987'de Shearson v. McMahon davasında verdiği karar sonrasında, menkul kıymet işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde tahkime başvurulmasını zorunlu tutmuş olmasıdır<sup>160</sup>. Tahkimin zorunlu tutulması, ABD'deki öz düzenleyici kuruluşlar tarafından sunulan kurumsal tahkim hizmetinin gelişmesini, uyuşmazlıkların çözümünde hızlı ve ekonomik olma açısından önemli avantajlar elde edilmesini sağlamış olmakla birlikte, yatırımcılardan, anayasal bir hak olan yargıya başvuru hakkını kısıtladığı ve kurumsal tahkim hizmetinde, hizmeti sunan kuruluşun aracılık sektörünün öz düzenleyici kuruluşu olması ve hakemler arasında mutlaka sektörden birinin yer alması gerekçeleri ile tahkimin adil olmayabileceği şeklinde eleştirilmektedir<sup>161</sup>. Bu konuda tahkimin ihtiyari olması gerektiği yönünde fikirler de sıkça dile getirilmektedir.

---

<sup>156</sup> Turan, **a.g.e.**, s. 28.

<sup>157</sup> ABD Yüksek Mahkemesi (Supreme Court of the United States), en üst düzey temyiz mahkemesi ve kararlarıyla ABD Anayasası'nı yorumlayan organdır. Açılan davalar çerçevesinde devletin ulusa, eyaletin eyalete ve hükümetin yurttaşa karşı yetkilerinin sınırlarını belirler. 1787 Anayasası ile federal mahkeme sisteminin başı olarak kurulan Yüksek Mahkeme'ye anayasa, yasalar ve ABD'nin imzaladığı antlaşmalar çerçevesinde ortaya çıkan davalara, ABD'nin taraf olduğu anlaşmazlıklara, eyaletler arasında ya da farklı eyaletlerin yurttaşları arasında ortaya çıkan anlaşmazlıklara, deniz kuvvetlerinin ve deniz ticaretinin yargılama alanına giren davalara ve elçileri, öteki kamu temsilcilerini ve konsolosları ilgilendiren davalara bakma yetkisi verilmiştir. (Wikipedia, (Çevrimiçi), [http://tr.wikipedia.org/wiki/ABD\\_Y%C3%BCce\\_Mahkemesi](http://tr.wikipedia.org/wiki/ABD_Y%C3%BCce_Mahkemesi), 12 Aralık 2014).

<sup>158</sup> Shearson American Express Inc. v. Mc Mahon, 482 U.S. 220 (1987).

<sup>159</sup> Constantine N. Katsoris, "Securities Arbitration: A Clinical Experiment", (Kıs. Clinical Experiment), **Fordham Urban Law Journal**, Vol. XXV, S. 2, 1997, s. 194.

<sup>160</sup> Louis L. Straney, **Investor's Guide to Loss Recovery, Rights, Mediation, Arbitration, and Other Strategies**, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2011, s. 20.

<sup>161</sup> Dağlı, Çakır, **Sermaye Piyasasında Tahkim**, s. 37.

ABD'de menkul kıymet işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklarda alternatif çözüm yöntemlerine ilişkin hizmetler, genellikle aracılık sektöründe faaliyet gösteren kişi ve kurumların üye olduğu öz düzenleyici kuruluşlar tarafından kurumsal olarak sağlanmaktadır. Aracı kurumlar, bunların temsilcileri veya yöneticilerine ilişkin uyuşmazlıklar genel olarak FINRA (Financial Industry Regulatory Authority)<sup>162</sup> düzenlemeleri çerçevesinde ele alınırken, bankalar veya finansal kuruluşları içine alan uyuşmazlıklar AAA<sup>163</sup> veya JAMS<sup>164</sup> benzeri diğer tahkim kurumlarında çözümlenmektedir<sup>165</sup>. Tahkim şartı genellikle aracı kurumların çerçeve sözleşmelerinde, banka kredi sözleşmelerinde, finansal kiralama sözleşmelerinde ve diğer tüketici finansmanı alanlarında yer almaktadır<sup>166</sup>.

<sup>162</sup> ABD'de Ulusal Aracı Kuruluşlar Birliği (NASD), 1939 yılında sermaye piyasalarında öz düzenleyici bir kuruluş olarak kurulmuştur. NASD'nin başlıca görevi, aracı kuruluşların faaliyetlerinin düzenlenmesi, piyasanın özen ve disiplin içerisinde işlemesi için kurallar oluşturulması ve üyelerinin faaliyetlerinin bu kurallara uygunluğunun denetlenmesidir. Bununla beraber, sermaye piyasasının ve aracılık faaliyetlerinin gelişmesini sağlamak üzere araştırmalar yapmak, eğitim programları düzenlemek, yatırımcıları bilgilendirmek ve uyuşmazlıkları çözmek de Birliğin sorumlulukları arasında yer almaktadır. 2007 yılında, New York Borsası'nın (NYSE) aracı kuruluşlarla ilgili düzenleme yetkileri, tahkim hizmetleri ve ilgili departmanları, NASD'ye devredilmiştir. Bu birleşmenin ardından NASD, adını Finans Sektörü Düzenleme Otoritesi (FINRA) olarak değiştirmiştir. (Gökben Altaş, "Yurtdışında Aracı Kuruluş Birlikleri", **Sermaye Piyasasında Gündem**, İstanbul, TSPAKB Yayınları, Mart 2009, S. 79, s. 6)

<sup>163</sup> AAA (American Arbitration Association) 'nın 01.04.1997 tarihli Kuralları ile merkezi New York'da bulunan bir "Uluslararası İhtilaf Çözüm Merkezi (International Centre for Dispute Resolution -ICDR-)" kurulmuştur. Bugün bu Merkez uluslararası karakterli ticari ve ekonomik uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümünü sağlamaktadır. Söz konusu tahkim bünyesinde yürütülen tahkim yargılamalarında, 01.06.2009 tarihinde revize edilerek yürürlüğe giren Uluslararası Tahkim Kuralları uygulanmaktadır. (Cemal Şanlı, **Uluslararası Ticari Akitlerin Hazırlanması ve Uyuşmazlıkların Çözüm Yolları**, (Kıs. Çözüm Yolları), 5. Bası, İstanbul, Beta, 2013., s. 312).

AAA, çalışmaları ile adli yargılamanın bir alternatifi olarak adil ve tarafsız bir şekilde alternatif uyuşmazlık çözümleme yöntemlerinin uygulanmasını ve genişletilmesini amaçlamaktadır. AAA tahkimin yanı sıra özellikle arabuluculuk yönteminin geliştirilmesini ve uygulanmasını teşvik etmektedir. AAA listesine aldığı ABD çapında 10 bin adet hakem ve arabulucu ile ticari uyuşmazlıkların % 85'ini, kişisel uyuşmazlıkların ise % 95'ini çözümlenmiştir (Özer, **a.g.e.**, s. 20).

<sup>164</sup> JAMS (Judicial Arbitration and Mediation Services, Inc – Adli Tahkim ve Arabuluculuk Hizmetleri Kuruluşu) 1979 yılında JAMS vakfı tarafından ABD'de kurulan iş ve ticari uyuşmazlıklarda arabuluculuk ve hakemlik konusunda uzmanlaşmış ABD'de ulusal ve uluslararası alanda hizmet veren özel bir alternatif uyuşmazlık çözüm sağlayıcı kuruluştur. (Çevrimiçi), <http://www.jamsadr.com/>, 12 Aralık 2014.

<sup>165</sup> Straney, **a.g.e.**, s. 20.

<sup>166</sup> Straney, **a.g.e.**, s. 20.

## 2. ABD'de Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Tahkim Yoluyla Çözümü

### a. Tahkimin ABD'de Tarihsel Gelişimi

Tahkim, bir uyuşmazlık çözüm mekanizması olarak menkul kıymet piyasası uyuşmazlıklarında ilk kez ABD'de kullanılmıştır<sup>167</sup>. Tarihsel olarak uzun bir süre genel olarak uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümlenmesine karşı hasmane bir tavrın gözlemlendiği ABD, yine de menkul kıymet piyasası uyuşmazlıklarının tahkim usulüyle halli meselesinde diğer ülkelere göre çok daha eski ve uzun bir geçmişe sahiptir<sup>168</sup>. Menkul kıymetlerin ticarete konu edildiği andan bu yana tahkim, ağırlıklı olarak borsa üyeleri arasındaki uyuşmazlıklar başta olmak üzere uygulama alanı bulmuştur<sup>169</sup>.

Menkul kıymet piyasasında tahkimin uygulanmasının ilk izleri ise 1817 tarihli New York Borsası (NYSE) Tüzüğü'nde yer verilen "menkul değerlerin alım satımından kaynaklanan bütün sorunlar hakkında yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu tarafından karar verileceği" şeklindeki hükümde bulunabilir<sup>170</sup>. Daha sonra 1872'de Tüzük'te yapılan değişiklikle yatırımcılara bu Tüzük kapsamında uyuşmazlıklarını çözebilme ve üyeleri bu Tüzüğe sınırlı olarak uyuşmazlığın çözümüne bağlı kılma izni verilmiştir<sup>171</sup>. 1872'deki bu düzenleme, menkul kıymet piyasası işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözülmesi amacıyla, uygulamada pek çok öz düzenleyici kuruluşun kendi bünyelerinde tahkim kurulları kurmuş olmasının bir sonucudur<sup>172</sup>. 1935 ve 1939 tarihlerinde Tüzük'te yapılan tadil çalışmalarının neticesinde ise üyelerin bütün uyuşmazlıklarının tahkime tabi kılınmasına ve hakemlerin New York dışında da tahkime katılabilmelerine olanak

<sup>167</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 231.

<sup>168</sup> Kronke, **a.g.e.**, s. 360; James, **a.g.e.**, s. 365; Emil Bukhman, "The Limits of Arbitrability of Securities Industry Disputes Under the Arbitration Rules of Regulatory Organizations" (Notes), **Brooklyn Law Review**, Vol. LXI, 1995, s. 146; Şanlı, **Esasa Uygulanacak Hukuk**, 14.

<sup>169</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 231.

<sup>170</sup> Karen Kupersmith, "A Review of the Securities Arbitration System; Committee on Financial Services Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises", United States House of Representatives, 17.03.2005, (Çevrimiçi) (<http://archives.financialservices.house.gov/media/pdf/031705kk.pdf>, 18 Nisan 2014, s. 3.

<sup>171</sup> Bukhman, **a.g.e.**, s. 146-147.

<sup>172</sup> Bukhman, **a.g.e.**, s. 143; Katsoris, *Securities Disputes*, s. 310.

sağlanmıştır<sup>173</sup>. 1817'den 1939'a kadar olan bu süreçte, klasik anlamda yatırımcı ve aracı kurumlar arasındaki uyuşmazlıkların tahkime tabi kılınması şeklinde tam anlamıyla karakteristik bir tahkim uygulamasından bahsetmek güçtür. Zira bu dönemde daha ziyade borsa üyelerinin kendi aralarındaki uyuşmazlıkların borsa yönetim kurulunun çoğunluğunun verdiği karara tabi kılınması ve bunun da ancak menkul kıymet alım satımından kaynaklanan uyuşmazlıklarla sınırlı tutulması söz konusudur. Fakat bu durum sonraki yıllarda değişerek, bahsedilen eksenin dışına çıkmış ve ABD'den sonra Avrupa nezdinde de menkul kıymet piyasası uyuşmazlıklarının tahkim yolu ile çözümünde önemli gelişmeler meydana gelmiştir<sup>174</sup>.

Nihayet ABD'de menkul kıymet piyasasında tahkimin yaygın bir şekilde ve bugünkü anlamıyla uyuşmazlık çözüm mekanizması olarak kullanılması sonraki bazı gelişmelerle mümkün olmuştur. Özellikle 1929'da ABD'de yaşanan ekonomik krizin bir sonucu olarak pay senedi değerlerinin birden bire düşmesinin<sup>175</sup> etkisiyle, 1925 tarihli Federal Tahkim Kanunu'nun tadil edilmesi ve 1933 ile 1934 tarihlerinde Menkul Kıymet Piyasası Kanunu'nun kriz koşullarına adapte edilmesi gibi gelişmeler bu süreçte belirleyici etkiye sahiptir<sup>176</sup>. Bu gelişmelerin sonrasında, menkul kıymetler alanındaki uyuşmazlıklar başta olmak üzere, uyuşmazlıkların tahkime götürülerek çözülmesine doğru giderek artan bir ilgi ve eğilim kendini göstermeye başlamıştır<sup>177</sup>. Aracı kuruluşlar başta olmak üzere sermaye piyasası kurumlarının ve yerli yatırımcılarla birlikte yabancı yatırımcıların menkul kıymet yatırımlarından kaynaklanan uyuşmazlıklarını tahkim usulüyle çözüme eğilimleri hem bireysel hem de

---

<sup>173</sup> Grant, **a.g.e.**, s. 94.

<sup>174</sup> Zepfel, **a.g.e.**, s. 122; Adam J. Agron, "Securities Arbitration", **Denver Uni. Law Review** Vol. LXXIV (1996-1997), s. 506-507.

<sup>175</sup> Farah Z. Usmani, "Inequities in the Resolution of Securities Disputes: Individual or Class Action; Arbitration or Litigation", **Fordham Journal of Corporate&Financial Law**, Vol. VII, S. 1, 2001, s. 195; Endüstri devriminden sonra ortaya çıkan menkul değerlerin alım satımı sürecinde bu alanın yasal olarak yeterli seviyede düzenlenmemiş olması örneğin bu alanda en çok ticarete konu edilen hisse senetlerinin fiyatlarında yapay bir şekilde şişirmelerin mevcudiyetini beraberinde getirmiştir. Hileli bir şekilde değeri ile fiyatı arasında fark yaratılan menkul kıymetlerin varlığı ekonomik analizlerde hataların ortaya çıkmasına ve netice de menkul değerlerin kıymetinin düşmesine yol açarak bu menkul kıymetlere yatırım yapanların zarar etmesi vesilesiyle 1929 ekonomik buhranını tetikleyen ana unsur olmuştur.

<sup>176</sup> Thomas Lee Hazen, **The Law of Securities Regulation**, St. Paul, Minnesota, 1996, s. 9.

<sup>177</sup> James, **a.g.e.**, s. 365.

kurumsal yatırımcı çevrelerinin menkul kıymet işlem ve yatırımlarından kaynaklanan uyuşmazlıklarının tahkime tabi kılınmasına dair artan ilgileri ile pekişmiştir. Sermaye piyasası çevrelerinde uyuşmazlıkların tahkim usulüyle halline ilişkin eğilimlerin giderek güç kazanmasının etkisiyle Amerikan Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) 1935'de üyelerine yatırımcılar ile standart tahkim sözleşmeleri yapmaları tavsiyesinde bulunmuştur. SEC'in bu tavsiyesi üzerine standart tahkim sözleşmelerinin yapılması aradan geçen yılların sonunda 1989'da yaygın bir şekilde gerçekleşmiş ve aracılar nezdinde açılan hesaplara ilişkin neredeyse her türlü sözleşmede tahkim şartına yer verilmiştir<sup>178</sup>. Bu gelişmelere paralel olarak 1968'de borsalar ve NASD, yatırımcılar ile kendi üyelerinin arasındaki uyuşmazlıklar ve bir tarafını çalışanların teşkil ettiği meselelerde tahkime gidilebilmesini kabul etmişlerdir<sup>179</sup>.

Menkul kıymet piyasası uyuşmazlıklarının tahkime tabi tutulması eğilimini ortaya çıkartan ve kuvvetlendiren asıl sebep olarak, geniş kesimlerin menkul kıymet piyasasında yatırım yapmaya başlamasının sektör ve yatırımcıların arasındaki uyuşmazlıkların ve bu konularda açılan davaların oldukça hızlı bir şekilde artmasından kaynaklandığını söylemek yanlış olmayacaktır<sup>180</sup>. Menkul kıymet piyasası alanında ortaya çıkan uyuşmazlıkların çözüm yöntemi olarak tahkime yönelik giderek artan bir ilginin ortaya çıkmasının bir diğer sebebi, menkul kıymet piyasasında işlem yapan tarafların kimi haklarının hukuk sistemi içinde gösterdiği gelişmeler ve bunların dava yoluyla korunmasına ilişkin girişimlerin artış göstermesidir. Özellikle ABD'de 1985'den sonra artan ve tahkimin gelişmesine katkıda bulunan menkul kıymet piyasası uyuşmazlıkları ile alakalı olarak çok sayıdaki davanın neticesinde verilen mahkeme kararlarının ortaya çıkmaya başlamış olması konuya olan ilginin de yükselmesine

---

<sup>178</sup> Marc I Steinberg, "Securities Arbitration: Better for Investors Than the Courts?", **Brooklyn Law Review**, Vol. LXII, 1996, s. 1504; Hermann, **a.g.e.**, s. 717; ABD'de SEC tarafından 1988 yılında sermaye piyasası işlemleri ile ilgili olmak üzere açılan yatırımcı hesaplarının %90'ını kapsar şekilde toplam 65 aracı nezdinde yapılan bir araştırmanın ortaya koyduğu sonuçlara göre kredili yatırım hesap sözleşmelerinin %96'sında, nakit yatırım hesabı sözleşmelerinin %39'unda ve opsiyon sözleşmelerinin %95'inde tahkim şartına yer verildiği tespit edilmiştir. Ayrıca bkz. SEC Release, No. 34-131 (1935).

<sup>179</sup> Grant, **a.g.e.**, 94.

<sup>180</sup> Katsoris, **Securities Disputes**, s. 309.

neden olmuştur<sup>181</sup>.

## **b. ABD’de Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının FINRA Bünyesinde Tahkim Yoluyla Çözümü**

Alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemlerinde kurumsal olarak hizmet veren öz düzenleyici kuruluşlar arasında, FINRA, 5000’i aşkın üyesi ile en fazla üyeye sahip olan ve bundan dolayı en fazla tahkim başvurusunun yapıldığı öz düzenleyici kuruluş unvanına sahiptir. FINRA bünyesinde alternatif çözüm yöntemlerine ilişkin olarak sunulan hizmetler, “*Uyuşmazlık Çözüm Birimi*” olarak ayrıca yapılanan bir bölüm tarafından yürütülmekte olup, bu birim tahkim sürecinde başvuruların kabul edilmesi, hakemlerin atanması, kararların tebliği gibi birçok konuda sorumlu olarak yer almaktadır.

FINRA bünyesinde görülecek bir tahkim davasının aşamaları aşağıdaki gibidir<sup>182</sup>.

1) *Tahkim Başvurusunda Bulunulması*: Uyuşmazlığa ilişkin olarak taraflardan birinin tahkim talebi üzerine, Uyuşmazlık Çözüm Birimi, başvurunun gerekli unsurları taşıyıp taşımadığını kontrol eder.

2) *Tahkim Talebinin Karşı Tarafa İletilmesi*: Uyuşmazlık Çözüm Birimi, başvuruyu karşı taraf niteliğinde olan kişi/kurum ya da kurumlara iletir ve ilgili kişi veya kurumlara iddialara ilişkin cevaplarını iletmeleri için süre verir. Bu süre genellikle 20 gün olarak belirlenir.

3) *Cevabın İncelenmesi*: Uyuşmazlık Çözüm Birimi, karşı tarafın cevabını inceler ve talepte bulunan taraf ile talebin yöneltildiği taraf ya da taraflar dışında müdahil olması gereken bir taraf olup olmadığına karar verir.

---

<sup>181</sup> Deborah Masucci, “Securities Arbitration - A Success Story: What Does the Future Hold?”, **Wake Forest Law Review**, Vol. CXXXVI, 1996, s. 183.

<sup>182</sup>FINRA, (Çevrimiçi), <http://www.finra.org/ArbitrationMediation/Parties/ArbitrationProcess/index.htm>, 15 Ekim 2015.

4) *Hakemlerin Seçilmesi:* Somut uyuşmazlığın çözümünde görev yapabilecek hakem listesi, hakemlerin, tarafların bulunduğu ve duruşma yapılmasını istedikleri yer ile uyuşmazlığın tarafları ile ilişkili olma hususlarını dikkate alan bir bilgisayar programı aracılığı ile oluşturulur ve listede yer alan hakemlere ilişkin özgeçmiş bilgileri ile birlikte taraflara gönderilir. Taraflar uyuşmazlıkta görev yapmasını istedikleri hakemleri belirli bir sıralama ile Uyuşmazlık Çözüm Birimi'ne bildirirler ve tarafların tercihleri göz önünde bulundurularak hakemler Uyuşmazlık Çözüm Birimi tarafından atanır. 100.000 Dolar'ın altındaki tutarda talep içeren davalarda tek hakem görevlendirilir ve hakem FINRA Uyuşmazlık Çözüm Komitesi tarafından atanır. Üç hakemli uyuşmazlıklarda, hakemlerden biri menkul kıymet sektörü ile hiçbir şekilde bağlantısı olmayan hakemler arasından kamu hakemi olarak seçilmektedir. Ancak sektörle bağlantısı olmayan bu hakem de yine FINRA listesinde yer alan hakemler arasından seçilmektedir. Atanan hakemler, taraflarca ancak tarafsız olamayacakları gerekçesi ile reddedilebilirler.

5) *Ön Duruşma:* Hakemlerin atanması sonrasında, tarafların ve hakemlerin katılımı ile bir ön duruşma yapılır.

6) *Tahkikat:* Uyuşmazlığa ilişkin tüm bilgi ve belgeler hakemlerce talep edilir ve ilgili bilgi ve belgeler üzerinde inceleme yapılır.

7) *Duruşma:* Tahkim sürecinde, 25.000 Dolar'ın altındaki tutarlarda talep içeren uyuşmazlıklarda tarafların isteğine bağlı olarak, söz konusu tutarın üstünde talep içeren davalarda ise mecburi olarak duruşma yapılır. Duruşmalarda taraflar vekilleri tarafından temsil edilebilir. Duruşmada taraflar iddialarına ilişkin kanıtları ve karşı iddialara ilişkin itirazlarını ileri sürerler.

8) *Hakemlerin Kararlarını Oluşturması:* Hakemlerce tarafların ileri sürdükleri kanıtlar, ilgili bilgi ve belgeleri üzerinde yapılan keşif, inceleme ve gerekli görülmesi durumunda ifadesine başvuru olan üçüncü kişilerin ifadeleri değerlendirilerek karar oluşturulur.



9) *Hakem Kararı*: Hakemlerce verilen kararın davanın kapatılmasından itibaren 30 gün içinde Uyuşmazlık Çözüm Birimi tarafından uyuşmazlığın tüm taraflarına yazılı olarak iletilmesi gerekmektedir.

FINRA bünyesinde görülen bir tahkim davasında, taraflar olası bir uyuşmazlığın masraflarını FINRA web sitesinde yayımlanan bir hesap makinesi aracılığı ile hesaplayabilmektedirler. Söz konusu hesaplamada, tahkime konu uyuşmazlıkta talep edilen unsurun maddi bir tutarın ödenmesi ya da bir edimin yerine getirilmesi, maddi talep söz konusu olması durumunda talep edilen tutar, duruşma talebi olup olmadığı ve kaç duruşma yapılması talep edildiği hususları dikkate alınarak, tahkimde başvuru ücreti belirlenmektedir<sup>183</sup>.

FINRA bünyesinde yürütülen tahkim davalarında hakem ya da hakemler tarafından verilen kararın gereği, kararın ilgililere tebliğini izleyen 30 gün içinde yerine getirilmelidir. Yatırımcının zararının tazminine hükmeden bir hakem kararının gereği olarak, 30 gün içinde ödenmesine hükmedilen tutarın ödenmemesi durumunda, faiz işlemeye başlar. Ayrıca kararın gereğinin yerine getirilmediği FINRA'ya bildirildiğinde, FINRA yükümlülüğünü yerine getirmeyen üyenin üyeliğini geçici ya da sürekli olarak iptal edebilir.

Diğer taraftan, hakem kararlarının gereğinin, kararın ilgililere tebliğinden itibaren bir yıl içinde yerine getirilmemesi durumunda, zararının tazminine hükmedilen tarafça mahkemeye başvurularak, kararın mahkeme kararı niteliğini alması ve diğer mahkeme kararları gibi icra kabiliyeti kazanması sağlanabilir.

1999 ve 2014 arasında yıllar itibariyle FINRA'da açılan tahkim dosyalarının sayısı 2010 ve 2014 yılları arasında tahkim dosyalarındaki ihtilaf konularını içeren tablolar aşağıda verilmiştir.

---

<sup>183</sup> FINRA, (Çevrimiçi), <http://apps.finra.org/ArbitrationMediation/ArbFeeCalc/1/Default.aspx>, 15 Ekim 2016.

**Tablo-1: Yıllara Göre FINRA’da Açılan ve Kapanan Tahkim Dosyaları**

Yıl	Açılan Dosya Sayısı	Kapanan Dosya Sayısı
1999	5.068	4.767
2000	5.558	5.473
2001	6.915	5.582
2002	7.704	5.957
2003	8.945	7.278
2004	8.201	9.209
2005	6.074	9.043
2006	4.614	7.212
2007	3.238	5.345
2008	4.982	3.757
2009	7.137	4.571
2010	5.680	6.241
2011	4.729	6.099
2012	4.299	4.877
2013	3.714	4.498
2014	3.822	3.838

**Kaynak :** FINRA (Çevrimiçi),

<http://www.finra.org/ArbitrationAndMediation/FINRADisputeResolution/AdditionalResources/Statistics/>, 15 Ekim 2015.

**Tablo-2: İçerdiği Uyuşmazlıklara Göre FINRA'daki Tahkim Dosyaları**

Uyuşmazlık Konusu <sup>184</sup>	2010	2011	2012	2013	2014
Marjı Tamamlama Talebi	83	80	68	55	57
Müşteri Hesabında İzinsiz İşlem Yapılması	270	236	245	238	157
Yetkisiz İşlem	397	288	313	260	169
Denetim Görevinde Kusur	2.372	2.007	1.657	1.480	924
İhmal	2.698	2.249	1.941	1.715	1.013
Eksik Bilgi Verilmesi	1.941	1.603	1.355	1.243	709
Sözleşme İhlali	2.184	1.904	1.573	1.418	860
Güvene Dayanan Görevin İhlali	3.162	2.589	2.216	1.873	1.076
Müşteriye Uygun Yatırım Önerme Kuralını İhlal	1.974	1.619	1.354	1.243	763
Yalan Beyan	2.601	2.102	1.769	1.527	887

**Kaynak:** FINRA (Çevrimiçi)

<http://www.finra.org/ArbitrationAndMediation/FINRADisputeResolution/AdditionalResources/Statistics/>, 15 Ekim 2015.

Tablo-3 incelendiğinde 2008 yılında 4.982 olan tahkim dosyası sayısının 2009 yılında % 43 artışla 7.137'ye ulaşması ve bu yıldan sonra da yıllar itibariyle periyodik bir azalma göstermesi dikkat çekicidir. 2009 yılındaki bu yüksek miktarda artışın nedeni olarak; 2008 yılında ABD'de başlayan ve 2009'dan itibaren de tüm dünyayı etkisi altına alan ekonomik kriz nedeniyle borsalarda hızlı bir düşüşün meydana gelmesi ve bu durumun etkisiyle finansal piyasalarda bir kaos ve panik yaşanması ve buna bağlı olarak birçok yatırımcının yüksek miktarda zarar etmesi nedeniyle sermaye piyasalarında çok sayıda uyuşmazlığın meydana gelmesini düşünmekteyiz. 2009 yılında itibaren finansal krizin etkilerinin azalması ve bir daha bu tür krizlerin yaşanmaması nedeniyle hem ABD de hem de diğer tüm gelişmiş ülkelerde sıkı bir hukuki ve mali düzenleme politikası uygulanarak tüm finansal piyasaların daha fazla gözetim ve denetim altına alınmaya başlanması ile bu tarihten sonraki uyuşmazlıklarda ve dolayısıyla tahkim dosyalarında yıllar itibariyle bir düşüş meydana gelmiştir. Ayrıca yine finansal krizin etkisi ile menkul kıymet piyasalarında yüksek miktarda zarar eden özellikle bireysel bazdaki birçok yatırımcının bu piyasadan ayrılması da söz konusu uyuşmazlıkların azalmasına önemli bir etkisi olduğu kanaatindeyiz.

<sup>184</sup> Bir dosya birden çok ihtilafı içerebileceğinden, ilgili yıl için veriler o yıl için açılan toplam dosya sayısına denk gelmeyebilmektedir.

### 3. ABD’de Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Arabuluculuk Yoluyla Çözümü

ABD’de menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarında bir diğer alternatif çözüm yolu olan arabuluculuk hizmeti de, tıpkı tahkimde olduğu gibi, sermaye piyasaları alanında bir öz düzenleyici kuruluş olan FINRA tarafından verilmektedir. Bir uyuşmazlıkta arabuluculuk çözüm yolunun uygulanması için tarafların aralarındaki uyuşmazlığın bu yolla çözümünü kabul etmesi gerekir. Bu nedenle, FINRA tarafları arabuluculuk yolu ile bir çözüme gitmeleri için kesinlikle bir zorlamada bulunamaz. FINRA arabuluculuk kuralları ve prosedürleri, tarafların uyuşmazlıklarını arabuluculuk yoluyla çözmelerini kolaylaştırarak ve teşvik ederek, uyuşmazlıkların bu yolla çözümü için programlar yürütmektedir. FINRA Arabuluculuk Dairesi, kurulduğu yıl olan 1995 yılından bu yana 17.500’ün üzerinde uyuşmazlık dosyasının çözümünde görev yapmıştır<sup>185</sup> ve bu yol ile çözümü istenen uyuşmazlıkların %80’nden fazlasında anlaşma sağlanmıştır<sup>186</sup>. Arabuluculuk yolu ile uyuşmazlıkları çözmeye oynadığı önemli rolden dolayı FINRA arabuluculuk programı geliştirmiş ve bu konu ile ilgili olarak daha fazla hizmet için kadro tahsis etmiştir<sup>187</sup>.

FINRA arabulucularının çoğu aynı zamanda uyuşmazlıklara hakemlik yapan kişilerdir. Ancak bu iki görev için gereken nitelikler farklıdır. FINRA kuralları bir kişinin aynı davada hem arabulucu hem de hakem olarak görev yapmasını engellemektedir. FINRA bünyesinde arabulucu olmak için kişi kendini arabulucu olarak gözetlemiş 4 ayrı referans mektubu ile başvuruda bulunmalıdır. FINRA görevlileri bu konuda bir kurul oluşturarak başvuruları incelerler. Eğitimi ve deneyimi bir arabulucu için çok önemlidir. En önemlisi, arabulucu davaya tayin edilmeden önce, taraflar seçilen kişiler konusunda hem fikir olmalıdır. Taraflar, arabulucudan memnun olmazsa arabuluculuk programını sona erdirebilirler.

<sup>185</sup> FINRA, (Çevrimiçi), <http://www.finra.org/arbitration-and-mediation/why-mediate-through-finra#overlay-context=arbitration-and-mediation/information-for-mediators> , 5 Kasım 2015.

<sup>186</sup> FINRA, (Çevrimiçi), <http://www.finra.org/arbitration-and-mediation/learn-about-mediation>, 5 Kasım 2015.

<sup>187</sup> Süleyman Eratalay, Öz Düzenleyici Kuruluşlar ve Uyuşmazlıkların Çözümünde Öz Düzenleyici Kuruluşların Rolü: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği İçin Bir Örnek Statü, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara, 1998, s. 56-57.

Herhangi bir menkul kıymetle alakalı uyuşmazlığı olan taraf arabuluculuk yolu ile çözüme gitme isteğini en yakın FINRA Uyuşmazlık Çözüm Bürosu'na bildirir. Bu büroda çalışanlar, taraflara prosedürler hakkında bilgi verirler ve sorularını cevaplarlar. Eğer söz konusu anlaşmazlık görülmekte olan bir tahkim davasını içeriyorsa, davanın yetkili kılınan FINRA'nın ilgili bürosuna götürülmesi gerekir. Uyuşmazlığın arabuluculuk yolu ile çözümü tahkim davasının herhangi bir aşamasında ancak karar verilmeden önce başlatılabilir. Eğer olay arabuluculuktan önce, tahkim de içeriyorsa, arabuluculuk tahkimle birlikte yürütülür. Başka bir deyişle, bu durum tahkimin ertelenmesine neden olmaz. Bu durumda dava ile ilgili tüm belgeler FINRA Arabuluculuk Dairesine verilir<sup>188</sup>.

Tarafların kabul ettiği sonuca ulaşılmca arabulucu anlaşma taslağı hazırlar ve taraflar da bu anlaşmanın maddelerini kabul ettikten sonra da imzalarlar. Anlaşma imzalandıktan sonra taraflar üzerinde bağlayıcıdır. Taraflar anlaşmazlığa neden olan konuyla ilgili olarak artık tahkime veya mahkemeye gidemezler. Tam anlaşmaya varılmazsa taraflar arabulma ile ilgili olarak tatmin oldukları noktaları belirtirler. Arabuluculuk sonucunda bir anlaşmaya varmasalar bile bu süreç boyunca taraflar konuyu daha iyi kavramış olurlar ve bu durum daha sonra taraflar uyuşmazlığın çözümü için tahkim ve devlet mahkemelerine başvurduklarında buradaki yargılama sürecini kolaylaştırmış olurlar<sup>189</sup>.

Arabuluculuk yolunu kabul ettikten sonra her bir taraf uyuşmazlık tutarına bağlı arabuluculuk dosya ücretini FINRA'ya öderler. Ayrıca taraflar uyuşmazlığın çözümü için harcadığı emek karşılığında arabulucuya da saatlik bir ücret ödemek zorundadırlar Farklı bir şekilde anlaşılmadığı sürece tüm ücretler taraflara eşit paylaşılır<sup>190</sup>.

#### **4. ABD'de SEC'in Uzlaşma Uygulaması**

ABD menkul kıymet piyasaları düzenleyici ve denetleyici otoritesi SEC uzlaşma yetkisine sahip bir kurumdur. Hakkında işlem başlatılan taraf, işlemin

---

<sup>188</sup> Eratalay, **a.g.e.**, s. 62.

<sup>189</sup> Eratalay, **a.g.e.**, s. 65.

<sup>190</sup> FINRA, (Çevrimiçi), <http://www.finra.org/arbitration-and-mediation/mediation-fees>, 5 Kasım 2015.

herhangi bir safhasında yazılı olarak SEC'e uzlaşma başvurusunda bulunabilir. Uzlaşma teklifinde bulunan taraf, uzlaşmanın olumlu olarak neticelenmesi durumunda kendisi hakkında yapılan suçlamaları ne kabul eder ne de reddeder. SEC'e yapılan uzlaşma teklifleri ilgili SEC birimi tarafından zamanlama, aykırılığın niteliği ve kamu faydası gözetilerek değerlendirilir. İşlem sırasında, görevli bir uzman atanması durumunda, SEC'in ilgili birimi ve uzlaşmayı teklif eden tarafça uzlaşmanın uygunluğu hakkında görevlendirilen uzmanın görüşü talep edilebilir veya görevlendirilen uzmanın uzlaşma görüşmelerinde yer alması istenebilir<sup>191</sup>.

SEC'in ilgili birimi uzlaşma teklifini SEC'in karar organı olan komisyona sunar. SEC'in ilgili biriminin görüşünün olumsuz olması durumunda teklifin komisyona götürülmesine gerek bulunmamaktadır. Ancak uzlaşma teklifinde bulunan tarafın istemesi halinde uzlaşma teklifi her halükarda komisyona sunulur. Komisyonun uzlaşma teklifini reddetmesi halinde uzlaşma teklifinde bulunan taraf komisyon kararından haberdar edilir. İlgili tarafla uzlaşmaya varılması durumunda ise idari para cezasının yanı sıra yatırımcıların zararını karşılamak amacıyla oluşturulan fonlara<sup>192</sup> ödeme yapılması şeklinde farklı yaptırımlar da uygulanabilmektedir<sup>193</sup>.

Aşağıdaki tabloda SEC tarafından gerçekleştirilen en yüksek tutarlı on uzlaşma ile bu uzlaşmaların tarihleri ve uzlaşmalara sebep olan suçlamalar

---

<sup>191</sup> Kübra Çelik, "Sermaye Piyasalarında Alternatif Uyuşmazlık Çözümü Olarak Uzlaşma Kurumu, Yurtdışı Uygulamaları ve Türkiye için Öneriler", SPK Yeterlik Etüdü, Kasım 2011, İstanbul, s. 18-19.

<sup>192</sup> ABD'de 2002 yılında yürürlüğe giren Sarbanes-Oxley Kanunu'nun "Fair Funds for Investors" başlıklı 308. maddesinde yatırımcılar için adaletli bir fon oluşturulması öngörülmüştür. Sarbanes-Oxley Kanunu, sermaye piyasası mevzuatı ihlallerinde bulunan kişi ve kuruluşların bu fiilleri sonucunda elde ettikleri haksız kazançlarla bu kişilere uygulanan idari para cezalarının bir fonda toplanarak, ihlal neticesinde zarara uğrayan yatırımcılara dağıtılmasını, bu şekilde zarara uğrayan yatırımcıların mağduriyetlerinin kısmen veya tamamen giderilmesini öngörmektedir.

<sup>193</sup> 15 Temmuz 2010 tarihinde SEC, ABD emlak piyasası çökmeye başladığında yatırımcıları bir sub-prime mortgage ürünüyle ilgili olarak yanlış bilgilendirdiği iddiasıyla, Goldman Sachs firması ile 550 milyon dolar ödemesi ve bazı yönetim uygulamalarında reform yapması hususunda uzlaşmaya varmıştır. Goldman, SEC'nin hakkındaki suçlamalarını kabul veya reddetmeyerek uzlaşmaya varmıştır. Uzlaşma kapsamında Goldman tarafından ödenecek olan 550 milyon dolar tutarındaki paranın 250 milyon doları zarar gören yatırımcılara ödenmek üzere Fair Fund Distribution'a 300 milyon doları ise ABD hazinesine ödenmiştir. Ayrıca yapılan uzlaşma Goldman'ın iyileştirme önlemleri alması ve personeline bu hususta eğitim vermesi hususlarını da içermektedir (Çelik, a.g.e., s. 18).

verilmiştir<sup>194</sup>.

**Tablo-3 SEC tarafından Gerçekleştirilen En Yüksek Tutarlı On Uzlaşma**

Uzlaşmaya Taraf Olan Şirket	Uzlaşma Tarihi	Ceza (Milyon ABD doları)	Suçlama
American International Group, Inc.	2006	800	Yanlış/Eksik Bilgilendirme
WorldCom, Inc.	2003	750	Yanlış/Eksik Bilgilendirme
Goldman Sachs & Co	2010	550	Finansal Servis Müşterilerine Eksik Bilgi Verilmesi
Citigroup Global Markets Inc.	2003	400	Analist Hilesi
Federal National Mortgage Association	2006	400	Yanlış/Eksik Bilgilendirme
Siemens Aktiengesellschaft	2008	350	FSPA
Invesco Funds Group, Inc.	2004	325	Yanlış/Eksik Bilgilendirme
State Street Bank and Trust Company	2010	314	Finansal Servis Müşterilerine Eksik Bilgi Verilmesi
Milowe Allen Brost and Gary Allen Sorenson	2010	310	Ponzi Şeması
Time Warner Inc.	2005	300	Yanlış/Eksik Bilgilendirme

**Kaynak:** Kübra Çelik, Sermaye Piyasalarında Alternatif Uyuşmazlık Çözümü Olarak Uzlaşma Kurumu, Yurtdışı Uygulamaları ve Türkiye için Öneriler, SPK Yeterlik Etüdü, Kasım 2011, İstanbul, s. 20.

<sup>194</sup> James Overdahl, Elaine Buckberg, Jan Larsen, SEC Settlements Trends: **1H11 Update**., Company Settlements Jump in Number; Individuals Make Top Payments, Nera Economic Consulting, USA, 2011, (Çevrimiçi), [http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/archive2/PUB\\_SEC\\_Settlements\\_Trends\\_1H11\\_0611.pdf](http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/archive2/PUB_SEC_Settlements_Trends_1H11_0611.pdf) , 22 Eylül 2014.

## 5. ABD’de Mahkemelerin Menkul Kıymet Piyasası Uyuşmazlıklarında Tahkime İlişkin Yaklaşımı ve Bu Uyuşmazlıklara İlişkin Bazı Kararları

### a. Genel Olarak

Menkul kıymet yatırımları alanındaki yerel ve uluslararası uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümü hususunda ABD’de yaşanan gelişmeler, bu ülkenin menkul kıymet piyasası hukukunda diğer ülkeler tarafından örnek alınması ve küresel olarak en derin ve köklü piyasa niteliğinde bulunması bakımından önemli bir yere sahiptir. Nitekim diğer menkul kıymet piyasalarında tahkim uygulamaları önemli ölçüde olmak üzere ABD hukukundaki gelişmelerden etkilenmiştir ve hala da etkilenmektedir. Menkul kıymet piyasası uyuşmazlıklarının tahkimine ilişkin ABD Yüksek Mahkemesi’nin yaklaşımındaki değişim, tahkime yönelik olumlu ve destekleyici bir hal almıştır. Bunun yanı sıra tahkime elverişlilik konusunda Yüksek Mahkeme kararlarının gerekçeleri de aynı şekilde yerinde ve kabul edilebilir mahiyettedir. Özellikle 1950’lerden sonra ABD mahkemeleri, uluslararası ticari anlaşmalarda uyuşmazlığın tahkim yoluyla çözümü yöntemini artan bir şekilde uygulayarak, sözleşmeye bağlanmış anlaşmazlık çözümü seçeneğinin, parlamentonun geçerli kanunlarının şartları ve kurallarını tayin etme fonksiyonunu gasp ettiği ve yargının mahkemelerini yanlış bir biçimde yerinden ettiği geleneksel hukuki tavrı bir kenara bırakmışlardır<sup>195</sup>.

ABD’de 1929 yılındaki borsa krizinden sonra ve menkul kıymet piyasalarının düzenlenmesi ve denetlenmesi ile yatırımcının korunması amaçlarıyla yasalaştırılan 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (1933 Kanunu) ve 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (1934 Kanunu) menkul kıymet uyuşmazlıklarının mahkemelerde çözülmesi adına anılan Kanunlardaki şartlardan herhangi birinden feragat edilmesini açık bir şekilde yasaklanmıştır. Böylece FAA ve söz konusu Kanunlar arasında tarafların davalarını tahkime tabi tutmak konusunda anlaşmaları

---

<sup>195</sup> Stephen Dellett, “Arbitration, Forum Selection, and Choice of Law Agreements in International Securities Transactions”, *Washington and Lee Law Review*, Vol. XLII, 1985, s. 1069.



halinde bariz bir çelişki oluşuyordu<sup>196</sup>. Bununla birlikte, uluslararası yatırım hacminin 1970'den sonra önemli ölçüde artması nedeniyle ABD mahkemeleri, yerel yatırım anlaşmazlıkları kadar uluslararası olanları da kapsamı bakımından 1933 ve 1934 tarihli Kanunlarda menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının çözümüne ilişkin bazı değişiklikler yapmıştır. 1933 Kanunu ve 1934 Kanunu kapsamında satıcılara piyasa dolandırıcılığı suçlamasında bulunan menkul kıymet yatırımcılarının davalarında, ABD federal mahkemeleri, satıcıların yaptığı iddia edilen sahtekârlık eyleminin ABD sınırları içerisinde meydana geldiğinde veya iddia edilen sahtekârlık Amerikan yatırımcılarına veya sermaye piyasalarına zararlı etkiyle sonuçlandığında, konu bakımından yargılama yetkisini düzenledi. Bu çerçevede; kötü niyetli menkul kıymet satıcılarına karşı yatırımcılara ilave koruma sağlamak amacıyla söz konusu Kanunlarla, yatırımcıların menkul kıymet sahtekârlığı iddialarını federal mahkemeye taşıma hakkından feragat etmesi yasaklanmıştır. Dolayısıyla bu durum federal mahkemelere, tarafların anlaşmazlık öncesi hakem kararıyla çözümü, mahkeme seçimi veya hukuk sözleşmesi seçimlerinden bağımsız olarak menkul kıymet sahtekârlığı faaliyetleri ile karar verme yetkisini tanımaktadır<sup>197</sup>.

Federal mahkemeler, mahkemelerde dava açmaktan feragat edememe yönündeki kuralı genellikle yerel menkul kıymet işlemlerinden doğan menkul kıymet sahtekârlığı davalarında daha katı uygulayıp, özellikle son zamanlarda, hakem kararıyla çözümün, mahkeme seçiminin veya hukuk seçiminin uluslararası menkul kıymet işlemlerinde kesinlik ve tahmin edilebilirlik için gerekli olduğu düşüncesiyle uluslararası kapsamda olan menkul kıymet işlemlerinden doğan uyuşmazlıklarda bu kuralı uygulamayı azaltmışlardır<sup>198</sup>. Bu son kararlar uluslararası menkul kıymet işlemlerini ülke içi menkul kıymet işlemlerinden ayırmış olmasına rağmen, belli bir işlemin uluslararası bir menkul kıymet işlemi olup olmadığının tespiti için net bir standart ortaya koymamıştır. Her ne kadar uyuşmazlık çözümü anlaşmalarının altında yatan önemli uluslararası bağlantıların, kamu politikalarının ve hedeflerinin analizi,

---

<sup>196</sup> John J. Kerr Jr., "Court Jurisdiction and Arbitration Over Misrepresentation in US Securities Transactions", **The Law of Cross-Border Securities Transactions**, Ed. by Hans van Houtte, London, 1999, s. 1.

<sup>197</sup> Dellett, **a.g.e.**, s. 1074-1075.

<sup>198</sup> Dellett, **a.g.e.**, s. 1075.

uluslararası menkul kıymet işlemlerinin tanımlanmasına yardımcı olmaya ve federal mahkemelerin belli bir uyuşmazlık çözümü anlaşmasını tatbik edip etmeyeceklerini tahmin etmeye rehberlik edecek olsa da, net bir standart olmadan menkul kıymet yatırımcıları, federal mahkemelerin sözleşmedeki hakem kararıyla çözüm ya da mahkeme seçimini tatbik edip etmeyeceklerini kesin bir şekilde tahmin etmeleri güçtür<sup>199</sup>.

### **b. Wilko v. Swan Kararı**

Wilko v. Swan<sup>200</sup> davasının görüldüğü 1953 yılına kadar yatırımcılar ile aracılar arasındaki sözleşmelerin ihlalinden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkime tabi tutulup tutulamayacağı ve menkul kıymetlere ilişkin mevzuatın düzenlenmesi bakımından yasama meclisinin amacının ne olduğunun yorumlanması hakkında herhangi bir mahkeme kararı bulunmamaktaydı<sup>201</sup>. Menkul kıymet piyasası işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkim aracılığıyla çözümü hususunda Wilko v. Swan kararı bir başlangıç noktası teşkil etmesi bakımından önemli bir karardır<sup>202</sup>. Wilko kararı ABD hukuk sistemi içinde verilmiş bir karar olmakla beraber, menkul kıymet piyasası hukukunun en çok geliştiği ve adeta kaynağı halindeki ABD hukukundaki bütün uygulama ve düzenlemeler gibi bu karar da diğer ülkelerde önemli bir referans noktası teşkil etmiştir<sup>203</sup>. Bununla birlikte, Wilko kararı asıl önemini tahkimin uygulama alanını oldukça genişletmiş olma noktasında göstermektedir<sup>204</sup>.

ABD Yüksek Mahkemesi, feragat etmeme kuralına ilk olarak Wilko v. Swan davasında menkul kıymet sahtekârlığı kapsamında başvurmuştur<sup>205</sup>. Wilko davasında, bir Amerikan vatandaşının bir Amerikan aracı kurumundan aldığı 1600 adet pay senedinin fiyatında, kamuya ilan edilecek olan bir birleşme sözleşmesi nedeniyle mevcut piyasa değerlerine nazaran her hisse başına altı dolarlık değer artışının olacağı

---

<sup>199</sup> Dellett, **a.g.e.**, s. 1073.

<sup>200</sup> 346 U.S. 427 (1953).

<sup>201</sup> Oliver, **a.g.e.**, s. 529.

<sup>202</sup> Hermann, **a.g.e.**, s. 699.

<sup>203</sup> Tevetoglu, **a.g.e.**, s. 281.

<sup>204</sup> Grant, **a.g.e.**, s. 111.

<sup>205</sup> Dellett, **a.g.e.**, s. 1074.

şeklinde hatalı bir bilgilendirmenin varlığı uyuşmazlığın temelini teşkil etmiştir<sup>206</sup>. Bu bilgilendirme üzerine yatırımcılar spekülative bir kar elde etme saiki içinde pay senetlerini satın almışlardır. Bu durum neticesinde ortaya çıkan şikayetlere aracı kurum tarafından hiçbir cevap verilmemiştir<sup>207</sup>. Bunun yanı sıra aracı kurum, federal mahkemelerde aleyhine açılan davaları, yatırımcı ile arasında kendi nezdinde açılmış bulunan yatırımcı hesabına mesnet teşkil eden kredi sözleşmesinde yer alan tahkim şartını gerekçe göstererek durdurma yönünde çaba göstermiştir<sup>208</sup>.

Bir yatırımcı hisseleri zararla sattıktan sonra sözleşmedeki tahkime başvurma maddesine rağmen New York Güney Bölgesi Federal Mahkemesi'nde aracı kurumun 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun 12 (2) no'lu hükmünü ihlal ederek hisselerin değerini yanlış olarak yansıttığını iddia ederek aracı kurum aleyhine dava açmıştır. Aracı kurum ise, taraflar arasındaki tahkim sözleşmesine uygun olarak uyuşmazlığın tahkim yolu ile çözülmesi gerektiğini iddia etmiş, fakat mahkeme bu talebi reddetmiştir. Kararın temyiz edilmesi üzerine bir üst mahkeme olan Bölge Mahkemesi ise alt mahkemenin kararını uygun bulmayarak aksi yönde karar vermiş ve uyuşmazlığın tahkim yolu ile çözülmesi gerektiğine hükmetmiştir.

Davanın ABD Yüksek Mahkemesinde temyiz edilmesi üzerine Yüksek Mahkeme, Bölge Mahkemesi'nin kararını bozmuştur. Yüksek Mahkeme, Tahkim Kanunu'nun tahkime gitmeyi, sözleşmeyle ilgili anlaşmaları çözmek için ekonomik ve etkili bir yol olarak teşvik ettiğini bildirmiştir. Bununla birlikte Mahkeme bu kararı ile 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun, Amerikan Kongresi'nin yargısal

---

<sup>206</sup> John Di Fiore, "Problems in Alternative Dispute Resolution: Arbitration Agreements As Contracts of Adhesion in Consumer Securities", **Commercial Law Journal**, Vol. XCIII, 1988, s. 261.

<sup>207</sup> Oliver, **a.g.e.**, s. 530.

<sup>208</sup> James, **a.g.e.**, s. 366; Oliver, **a.g.e.**, s. 530 ve 538; Pieter Sanders, **Quo Vadis Arbitration?, Sixty Years of Arbitration Practice - A Comparative Study**, Hague, Kluwer Law International 1999, s. 164; Wilko davasına bakan mahkeme, yatırımcının aracı kurum nezdinde hesabın açılmasını sağlayan sözleşmede ayrıca; aracı kuruluşun herhangi bir çalışanının veya acentesinin yanlış veya hatalı bilgilendirmesinden yahut tavsiyesinden ötürü yapılan herhangi bir alım veya satımdan ötürü hukuki sorumluluktan muaf kılınması şeklindeki bir hükmün de bulunduğunu belirtmiştir. Bu durum, özellikle taraflardan birinin pazarlık gücünün diğerine nazaran adil olmayan şekilde zayıf olduğu kanaatinin güçlendirilmesi yönünde bir etkiyi haizdir. Öte yandan anılan sözleşme hükmü, 1933 tarihli yasanın, yatırımcının tam ve adil bir şekilde izahata mazhar kılınması şeklindeki vurgusu ile birlikte değerlendirildiğinde ise dayalı aracı kurumun aleyhine en çok etki eden delil mahiyetine bürünmüştür (Norman S. Poser, "When ADR Eclipses Litigation: The Brave New World of Securities Arbitration" (Kıs. ADR), **Brooklyn Law Review**, Vol. LIX, 1993 - 1994, s. 1097).

faaliyetlerin federal mahkemeler tarafından icra edilmesi lehindeki amacına uygun olduğu saptamasında bulunmuş<sup>209</sup> ve tahkime gitme anlaşmasının yasal olmayan bir şekilde aldatılan yatırımcının konuyu, ABD mahkemelerinde dava konusu yapma hakkından feragat ettirdiğini ortaya çıkarmıştır<sup>210</sup>. Kanun'un 12 (2) hükmü eski bir common law prensibi olan *caveat emptor*<sup>211</sup> ilkesini değiştirene kadar olan süreçte mahkeme, menkul kıymet alıcısı lehine olmak üzere tanzim edilmiş özel bir hakkın olduğu tespitinde bulunmuş ve yasanın yatırımcıya yargısal korunma çarelerinin açık bir şekilde yatırımcının korunması amacıyla tanımış olduğu yaklaşımını sergilemiştir<sup>212</sup>. Mahkemeye göre bu hususun nazara alınması suretiyle varılması gereken sonuç; 1933 tarihli Kanun'un 1925 tarihli Federal Tahkim Kanunu'na nazaran üstün durumda olduğudur<sup>213</sup>. Zira 1933 tarihli Kanun kapsamında tanınmış olan hakların herhangi birinden bir sözleşmede yer alan taahhüt, şart veya hüküm ile bağlayıcı şekilde feragat edilmesi geçersiz olacağından, bu anlamda tahkim şartı yasa kapsamına giren bir taahhüt olarak yorumlanmıştır<sup>214</sup>. Nitekim bu yorum ABD'de uzun yıllara yayılmış olan bir uygulamaya da uygundur<sup>215</sup>. Buna göre menkul kıymet hukukunun yatırımcıya tanıdığı haklardan yatırımcının bu hakları kullanmasının olası olduğu bir durumda önceden feragat edilmesi etkisi doğuracak olan sözleşmeler icra edilebilirlik vasfından yoksun kabul edilmektedir<sup>216</sup>.

Yüksek Mahkeme, bu kararında menkul kıymetler sektöründe tahkim prosedürünün uygulanması hakkındaki endişelerini de ifade etmiştir<sup>217</sup>. Öncelikle mahkeme, hakemlerin yargısal bir yapılanmaya sahip olmadıkları ve bu durumun sebebinin mahkemelerin yasaya bağlı şekilde uygulamalarda bulunmalarına karşın

<sup>209</sup> Wilko v. Swan, 346 US. 430; Rubino-Sammartano, M, **International Arbitration Law and Practice**, Hague, 2001, s. 5-6; Zepfel, **a.g.e.**, s. 127.

<sup>210</sup> Dellett, **a.g.e.**, s. 1074-1075.

<sup>211</sup> Caveat Emptor kuralı, alıcının dikkatsizliğinin satıcının sorumluluğuna sebep olamayacağı ilkesi şeklinde ifade edilebilir.

<sup>212</sup> Poser, **Arbitrability**, s. 676; Sean M. Carty, "Securities - Validity of Arbitration Agreements" (Casenotes), **Detroit Law Review**, Vol. LXVII, 1989-1990, s. 468.

<sup>213</sup> Katsoris, **Securities Disputes**, s.311.

<sup>214</sup> Bagheri, **a.g.e.**, s. 139; Usmani, **a.g.e.**, s. 207; Grant, **a.g.e.**, s. 113; Poser, **ADR**, s. 1097; Oliver, **a.g.e.**, s. 531-532; Zepfel, **a.g.e.**, s. 127-128.

<sup>215</sup> Richard C. Reuben, "Public Justice: Toward a State Action Theory of Alternative Dispute Resolution", **California Law Review**, Vol. LXXXV, 1997, s. 599 vd.

<sup>216</sup> Thomas J. Koehler, "Securities Law Enforcement of Arbitration Agreements", **Washburn Law Journal**, Vol. 17, 1977-1978, s. 685; Poser, **Arbitrability**, s. 676; James, **a.g.e.**, s.366.

<sup>217</sup> Di Fiore, **a.g.e.**, s. 262-263; Zepfel, **a.g.e.**, s. 128.

hakemlerin tahkim kapsamında hukuku adeta kulaktan dolma bilgilerle uyguladıkları fikrini beyan etmiştir<sup>218</sup>. Mahkeme özellikle tarafsızlık, ispat külfeti, makul özen ve esasla bağlantılı vakıaların takdiri gibi yasal gerekliliklerle ilgili olarak hakem yargılamalarında yapılabilecek hukuki yorumlarda muhtemel hatalı değerlendirmelerin söz konusu olabileceğinden bahsetmiştir<sup>219</sup>. Mahkemenin bu değerlendirmelerinde yatırımcının korunması gayesinin etkili olduğu görülmekte<sup>220</sup> ve aslında yatırımcının korunması bakımından hukukun doğru ve yeterli uygulanmasında mahkemelerin güvence teşkil ederek kamu düzeninden olan bir göreve sahip oldukları düşünülmektedir<sup>221</sup>.

Mahkeme kararında, buna ilaveten, menkul kıymetler ile bağlantılı sözleşmelere konu edilen emtianın kalitesi veya sözleşmeye göre ödenmesi gereken paranın miktarı gibi hususların, sermaye piyasası hukuku hükümlerinden farklı anlamlara gelecek şekilde düzenlenmiş olması özellikle dikkate alınmıştır. Bu alanda yapılmış bir sözleşme bakımından sözleşmenin esası sayılan hususların neler olduğunun yahut aracılık yapanın makul dikkat ve becerisinin ölçüsünün ne anlama geldiğinin, sermaye piyasası hukuku kuralları tarafından saptanmasına gidilmeksizin hakemler tarafından bu meselelerde varılabilecek olan sonuç ve değerlendirmelerin ortaya çıkması, mahkeme tarafından kabul edilemez bir olasılık olarak algılanmıştır<sup>222</sup>. Ayrıca, tahkim prosedüründe yargılamanın zaptının tutulmaması nedeniyle, ispat külfeti, bir delilin kabul edilebilirliği ve bunun gibi hususların mahkeme tarafından yeniden incelemeye tabi tutulmasının zorluğuna işaret edilmiştir. Federal Tahkim Kanunu uygulaması bakımından hakem kararlarının iptali hususunda yargısal yetkinin sınırlandırılmış olması<sup>223</sup> ve bazı hakem kararlarının mahkeme incelemesi haricinde bırakılmış olması diğer tespitleri teşkil etmektedir<sup>224</sup>. Bu tespitlerin ışığında mahkeme,

---

<sup>218</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 284.

<sup>219</sup> Katsoris, **Securities Disputes**, s. 311.

<sup>220</sup> Hermann, **a.g.e.**, s. 699; Zepfel, **a.g.e.**, s. 128.

<sup>221</sup> Oliver, **a.g.e.**, s. 538.

<sup>222</sup> Wilko v. Swan, 346 U.S. 438.

<sup>223</sup> Usmani, **a.g.e.**, s. 205; Poser, **ADR**, s. 1097.

<sup>224</sup> Grant, **a.g.e.**, s. 114; Usmani, **a.g.e.**, s. 205.

davacıya tanınmış olan mahkemeye başvurabilme hakkının, feragat edilemeyecek nitelikte olduğu sonucuna varmıştır<sup>225</sup>.

Böylece mahkeme, yatırımcının korunması ve uyuşmazlıkların daha hızlı ve etkili şekilde çözülmesi gibi iki farklı amaca hizmet eden her iki düzenlemenin de kamu düzeninden olduğunu da tespit etmiş olmaktadır<sup>226</sup>. Buna karşın yatırımcının korunması kapsamında değerlendirdiği mahkemeye başvuru hakkına, taraflarca uyuşmazlığın hızlı ve etkili bir uyuşmazlık yöntemine tabi kılınması yönünde düzenleme içeren FAA'ya nazaran öncelik<sup>227</sup> tanımıştır<sup>228</sup>. Bu yaklaşım biçiminin kaçınılmaz bir sonucu olarak yatırımcının uyuşmazlığın tahkime tabi kılınmasına dair sözleşme şartları ile bu hakkından feragat etmesi sonucunu doğuran anlaşmaları, dolayısıyla tahkimi, elverişsiz bir araç olarak değerlendirmiştir<sup>229</sup>.

Wilko davasından sonra ortaya çıkan durum, menkul kıymet piyasası uyuşmazlıklarının tahkime tabi tutulup tutulamayacağına ilişkin tartışmaların sona ermesini sağlamamıştır. Aksine bu karar, mahkemeleri ve özellikle aracılar başta olmak üzere tarafları, muhtelif uyuşmazlıkların mahkemeler tarafından tetkiki sırasında tahkime gidilebilmesi bakımından başka uygun sebeplerin olup olmadığının araştırılmasına sevk etmiş<sup>230</sup> ve sektörün bütün önde gelen büyük aracı kurumları tahkim şartına sözleşmelerinde yer vermeye devam etmişlerdir<sup>231</sup>. Buna karşın alt

<sup>225</sup> Usmani, **a.g.e.**, s. 208; Mahkemenin bu yorumu önemli ölçüde; hakemlerin menkul kıymet piyasası uyuşmazlıklarına konu olan olayları hakkıyla araştırabileceğine olan güvensizliğine, mahkemelerin hakem kararları üzerindeki denetiminin sınırlı olmasına ve hakemlerin kararlarını izah etme zorunluluğunun bulunmamasına ilişkin kaygılarından beslenmiştir.

<sup>226</sup> Zepfel, **a.g.e.**, s. 128; Mahkeme, tahkim şartını içeren sözleşmeyi akdeden yatırımcının bununla devlet mahkemelerine başvurma hakkından feragat ettiğini bilmiyor veya öngöremiyor olması ihtimalini bu tür feragatlerin yatırımcının korunması kapsamında geçersiz sayılmasına bir gerekçe olarak kabul etmiştir.

<sup>227</sup> Mahkeme bu hususu kararında şu şekilde ifade etmiştir (Wilko v. Swan, 346 U.S. 427, 431, 438); ...mahkeme bu her iki hükmü kolaylıkla telif edilebilir görmemektedir. ... bir yanda yargılamanın gecikmesini ve maliyetlerinin artmasını önlemeyi amaçlayıp bu şekildeki sözleşmeleri geçerli, gayri kabili rücu ve icra edilebilir olarak düzenleyen Tahkim Kanunu diğer yanda; ihraççıları ve aracılı uluslararası ve yabancı şirket menkul kıymetlerinin alım satımında hileli bilgilendirme olmaksızın satmasını sağlamayı zorunlu kılan ve buna uyulmaması halinde yatırımcıların durumlarını düzeltilmesi amacıyla onlara özel haklar bahşetmiş olan sermaye piyasası hukuku düzenlemeleri..."

<sup>228</sup> Bagheri, **a.g.e.**, s. 139.

<sup>229</sup> Koehler, **a.g.e.**, s. 681; Poser, **Arbitrability**, s. 676; Usmani, **a.g.e.**, s. 208.

<sup>230</sup> Oliver, **a.g.e.**, s. 544.

<sup>231</sup> Zepfel, **a.g.e.**, s. 121 ve 122; Wilko kararının belirli bir hükme dayanan gerekçesini nazara alan aracı kurumlar 12 (2) hükmü dışında kalan uyuşmazlıklar bakımından tahkim sözleşmesi akdetmeyi sürdürmüşlerdir.

derece mahkemeleri, Wilko davasından sonra 30 yıldan daha fazla bir süre boyunca uyuşmazlık öncesi akdedilen tahkim anlaşmaları mevcut olsa dahi rutin uygulama olarak, bu kararın sadece 1933 tarihli Kanunla sınırlı olmayıp; düzenlediği haklar bakımından feragat edilemezlik kaydını içermekte olan, 1934 tarihli Kanun bakımından da uygulanması gerektiği yönünde kararlar vermişlerdir<sup>232</sup>. Mahkemelerin anılan kararları, sermaye piyasası hukuku alanındaki kanunların, kanun koyucunun iradesinin ötesinde geniş bir şekilde yorumlanmakta olduğu eleştirilerini de beraberinde getirmiştir<sup>233</sup>. Bu dönemde menkul kıymet piyasası uyuşmazlıkları olarak 1934 tarihli Kanununun 10 (b) ve 10 (b)-5 hükümleriyle yasaklanan menkul kıymet alım satımlarıyla bağlantılı hileli işlemlerin varlığına ilişkin iddialar en çok karşılaşılanlar olmuştur<sup>234</sup>.

Sermaye piyasası hukuku kapsamında özellikle menkul kıymet alım satım işlemleri ile bağlantılı hile iddialarına dayanılarak açılan davalardan biri olan Scherk v. Alberto Culver Co. davasında Amerikan Yüksek Mahkemesi Wilko kuralının 1934 tarihli Kanunda düzenlenen haklar bakımından uygulanmasını tartışmaya açmışsa da<sup>235</sup> alt derece mahkemeleri bu taleplerin tahkime elverişliliğini reddetmeyi sürdürmüşlerdir<sup>236</sup>. Bu durumun asıl sebebi olarak, menkul kıymetler ile ilgili uyuşmazlıkların ortaya çıktığı ilk yıllarda mahkemelerin yatırımcıların haklarına yönelik olarak destekçi bir tavır sergilemeleri ve menkul kıymetlerle ilgili mevzuatı bu yönde olmak üzere mümkün olduğunca geniş yorumlama eğilimine sahip olmaları gösterilebilir<sup>237</sup>.

Mahkemelerin açıklanan yaklaşım biçimi ve yatırımcı haklarına karşı duydukları sempati zaman içerisinde özellikle yabancı yatırımcıların da etkisiyle menkul kıymetlere yapılan yatırımların oldukça artması neticesinde değişmeye başlamıştır. Mahkemeler, menkul kıymetlere yönelik artan yatırımların beraberinde getirdiği çok sayıdaki uyuşmazlıkla karşı karşıya kaldıkça yatırımcı haklarının

<sup>232</sup> Katsoris, **Securities Disputes**, s. 311-312; Usmani, **a.g.e.**, s. 208; Poser, **ADR**, s. 1098.

<sup>233</sup> Usmani, **a.g.e.**, s. 207.

<sup>234</sup> Poser, **Arbitrability**, s. 677.

<sup>235</sup> Sanders, **a.g.e.**, s. 165; Di Fiore, **a.g.e.**, s. 263; Bukhman, **a.g.e.**, s. 148.

<sup>236</sup> Constantine N. Katsoris, "Securities Arbitration After McMahon" (Kıs. McMahon), **Fordham Urban Law Journal**, Vol. XVI, S. 3, 1987, s. 364; Poser, **Arbitrability**, s. 677; Oliver, **a.g.e.**, s. 527.

<sup>237</sup> Tevetoglu, **a.g.e.**, s. 287.

korunmasına ve yatırımcılara olan sempatilerini de kaybetmeye başlamışlardır<sup>238</sup>. Aynı şekilde bu uyuşmazlıkların yabancı yatırımcıların tarafını oluşturdukları bir şekilde ortaya çıkmalarının giderek artması, mahkemelerin yatırımcının korunması anlamındaki zayıf akit tarafın korunması eğilimine uygun algılarının da özellikle tahkimin lehine olan ilgi ve teşvikin artması sonrasında değişmesini tetiklemiştir<sup>239</sup>. Menkul kıymet yatırımcılarının profilindeki bu değişim sonrası mahkemeler adeta bu sayede menkul kıymet yatırımlarının ne derece profesyonel ve kurumsal bir yapıya dönüşmekte olduğunu görerek aslında belki de zayıf tarafın korunması yaklaşımının menkul kıymet piyasası uyuşmazlıkları bakımından hatalı bir genelleme teşkil etmekte olduğunu fark etmeye başlamışlardır<sup>240</sup>. Bu durum Wilko kararından sonra belirli bir süre devam eden mahkeme tatbikatının da değişmeye başlamasında etkisini göstermiştir<sup>241</sup>. Söz konusu değişim özellikle uyuşmazlığın ortaya çıkmasından sonra taraflarca tahkim konusunda anlaşılmasını; borsa kurallarına uygun olarak tahkimin kabul edildiği borsa üyeleri arasındaki uyuşmazlıkları ve yerel ve yabancı ülke vatandaşı olup hak ihlali iddia edenler arasındaki uyuşmazlıkları kapsamadığı noktalarda daha açık gözlemlenir olmuştur<sup>242</sup>.

### **c. Scherk v. Alberto Co. Kararı**

Menkul kıymetler hukuku kapsamında özellikle menkul kıymet alım satım işlemleri ile bağlantılı hile iddialarına dayanılarak açılan davalardan biri olan Scherk v. Alberto Culver Co.<sup>243</sup> davasında Amerikan Yüksek Mahkemesi, Wilko kuralının 1934 tarihli Kanunda düzenlenen haklar bakımından uygulanmasını tartışmaya açmışsa da<sup>244</sup> alt derece mahkemeleri bu taleplerin tahkime elverişliliğini reddetmeyi sürdürmüşlerdir<sup>245</sup>. Bu durumun asıl sebebi olarak, menkul kıymetler ile ilgili uyuşmazlıkların ortaya çıktığı ilk yıllarda mahkemelerin yatırımcıların haklarına yönelik olarak destekçi bir tavır sergilemeleri ve menkul kıymetlerle ilgili mevzuatı

---

<sup>238</sup> Usmani, **a.g.e.**, s. 207.

<sup>239</sup> Rubino-Sammartano, **a.g.e.**, s. 871.

<sup>240</sup> Di Fiore, **a.g.e.**, s. 263.

<sup>241</sup> Grant, **a.g.e.**, s. 114.

<sup>242</sup> Kerr, **a.g.e.**, s. 2.

<sup>243</sup> Scherk v. Alberto Culver Co., 417 U.S. 506 (1974).

<sup>244</sup> Sanders, **a.g.e.**, s. 165; Di Fiore, **a.g.e.**, s. 263; Bukhman, **a.g.e.**, s. 148.

<sup>245</sup> Katsoris, **McMahon**, s. 364; Poser, **Arbitrability**, s. 677; Oliver, **a.g.e.**, s. 527.



bu yönde olmak üzere mümkün olduğunca geniş yorumlama eğilimine sahip olmaları gösterilebilir<sup>246</sup>.

Scherk’de, Amerikalı bir makyaj malzemesi üreticisi olan Alberto-Culver, bir Alman vatandaşı olan Fritz Scherk’den, Almanya ve Lihtenştayn kanunlarına göre organize edilmiş olan üç adet şirket ve bu şirketlerle birleşik olan ticari isim haklarını Avrupa ve ABD’de iki yılı aşkın bir süre pazarlık ederek satın almıştı. Satım sözleşmesi, tarafların, sözleşmeyle ilgili anlaşmazlıkları Paris’deki Uluslararası Ticaret Odası’na götürmeden önce hakeme sunmalarını gerektiriyordu. Sözleşme aynı zamanda Illinois Eyaleti kanunlarının sözleşmenin yorumlanmasında ve uygulanmasında geçerli olacağını bildiriyordu<sup>247</sup>.

Alberto-Culver, Scherk’in ticari marka haklarıyla ilgili yapmış olduğu yanlış bilgilendirme nedeniyle kusurlu olduğunu iddia ederek Illinois Bölge Mahkemesi’nde Scherk aleyhine dava açtı. Şikâyetinde, Alberto-Culver, Scherk’in ticari marka haklarıyla ilgili olarak yaptığı yanlış bilgilendirmenin 1934 tarihli Kanun’un 10(b) kısmını ve SEC’in 10b-5 no’lu kuralını ihlal ettiğini iddia etti. Scherk, tarafların tahkim sözleşmesi uyarınca Paris’teki hakem kurulunun kararını bekleyerek yürütmeyi durdurmak istedi. Fakat “Anlaşmazlık öncesi imzalanan sözleşmeler, yatırımcının menkul kıymetlerle ilgili sahtekârlık faaliyetlerini ABD mahkemelerine taşıma hakkını ortadan kaldırmaz” demek olan Wilko kuralına dayanarak Bölge Mahkemesi Scherk’in yürütmeyi durdurma talebini reddetti ve Scherk’i tahkime gitmekten men etti. Temyiz Mahkemesi de Bölge Mahkemesinin tahkime onay vermeyen kararını onayladı ve sonuçta tahkim sözleşmesi Wilko’ya göre geçersiz oldu<sup>248</sup>.

Davanın Yüksek Mahkeme’de temyiz edilmesi üzerine, Yüksek Mahkeme Wilko kuralını uygulamayı reddetti ve Bölge Mahkemesi’nin kararını bozdu. Yüksek Mahkeme kararında, hangi anlaşmazlığa ilişkin olursa olsun, tarafların aralarındaki uluslararası ticari ilişkiye dayanan sözleşmedeki tahkim şartına saygı gösterilmesi ve federal mahkemece Tahkim Kanunu’nun açık hükümleri gereğince tanınması

---

<sup>246</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 287.

<sup>247</sup> Dellett, **a.g.e.**, s.1076.

<sup>248</sup> Dellett, **a.g.e.**, s.1076-1077.

gerektiğini ifade etti<sup>249</sup>. Yüksek Mahkeme'nin gerekçesinde vurgu yaptığı asıl husus ise, uyuşmazlıkların çözümünün sadece mahkemelere bırakıldığı bir sistemin, uluslararası ticareti bozacağı<sup>250</sup> ve işadamlarının ticari sözleşmeler yapma konusundaki isteklerine gölge düşüreceğidir<sup>251</sup>.

Sonuç olarak Scherk Mahkemesi, Scherk'i Wilko'dan, Scherk'in uluslararası tarafları, pazarlıkları ve konuları içermesine karşın Wilko'nun tamamıyla ülke içi bir işlemi içermesi yönüyle ayırmıştır. Mahkeme; uluslararası taraflar, uluslararası pazarlıklar ve uluslararası uyuşmazlıkların net bir şekilde “gerçek uluslararası” menkul kıymetler işlemi içerdiği kanaatine varmış olmakla birlikte bir “gerçek uluslararası” menkul kıymetler işlemi için asgari standartları belirlemeyi yapmamıştır.

#### **d. Dean Witter Reynolds v. Byrd Kararı**

4 Mart 1985 tarihli Dean Witter Reynolds v. Byrd<sup>252</sup> davasında Yüksek Mahkeme tarafından verilen kararda, Menkul Kıymetler Kanunu'nun 10 b-5 hükmüne dayanan uyuşmazlıkları da içeren bir şekilde tahkime elverişli olmama yaklaşımı sorgulanmıştır<sup>253</sup>. Bu dava, aracı kurum ile yatırımcı arasında akdedilmiş ve tahkim şartı içeren aracılık sözleşmesine istinaden yatırımcı hesabında izinsiz işlem yapılması iddiasına dayalı ve yerel nitelikte bir hukuk davasıydı. Yatırımcı, daha önce benzer davaların hepsinde ileri sürmüş olduğu biçimde 10 b-5 hükmünün ihlali sonucunu doğurduğunu iddia ettiği davranış biçimine dayanarak hali hazırda bir karara bağlanmamış diğer davalardakiyle aynı şekilde tazminat talebinde bulunmuştur. Bölge mahkemesinde davalı, davaya konu talebin (10 b-5 hükmünün) görünüşte tahkime elverişli olmadığı zannını yaratmakla beraber bunun söz konusu uyuşmazlıkta, bu

<sup>249</sup> Didem Uluç, **Rekabet Hukukunda Tahkim Uygulamaları**, Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezleri Serisi, No 132, Ankara, 2012, s. 16.

<sup>250</sup> Davanın konusu esasen sermaye piyasasına ilişkin uyuşmazlıkların tahkime elverişliliğine ilişkin olsa da, bu davada ortaya çıkan içtihat daha sonra rekabet hukuku uyuşmazlıklarına ilişkin davalarda mahkemelere yol gösterici olmuştur. 1934 tarihli Menkul Kıymetler ve Borsalar Kanunu'nu ihlal etmekle suçlanan bir Alman vatandaşına açılan davada Scherk, sözleşmede yer alan tahkim maddesine istinaden konuyu tahkime taşımış, tahkim kararını inceleyen Bölge Mahkemesi ise Scherk'in talebini reddetmiştir. Mahkeme gerekçesinde tahkim anlaşmasının, bir menkul kıymet alıcısını 1933 tarihli Kanun uyarınca yargısal yollardan mahrum bırakamayacağını belirtmiştir (Uluç, **a.g.e.**, s. 16).

<sup>251</sup> Uluç, **a.g.e.**, s. 16.

<sup>252</sup> 105 S. Ct. 1238 (1985).

<sup>253</sup> Di Fiore, **a.g.e.**, s. 264; Oliver, **a.g.e.**, s. 529.

uyuşmazlığın eyalet hukuku davalarını kapsamakta olması sebebiyle tahkime elverişli olduğunu ve tahkime gönderilmesi gerektiğini ileri sürmüştür<sup>254</sup>.

Buna karşın davacı, Bölge Mahkemesi'nin önceki kararlarını emsal göstererek eyalet hukukunda tahkime elverişli olduğu kabul edilen taleplerle federal hukuk bakımından tahkime elverişli olmayan taleplerin adeta birbirleriyle iç içe geçmiş olmaları nedeniyle her iki dava türünün tahkim şartına rağmen mahkeme tarafından görülmesi gerektiğini ileri sürmüştür<sup>255</sup>. Burada söz konusu olan durum ortaya farklı yasal temellere dayanan birbirinin aynısı iki davanın açılabilmesi tehlikesini getirerek mahkemelerin bir kısmının taleplerin ayrılarak dava edilmesi, bir kısmının bütün taleplerin tek bir hukuki ihtilaf olarak değerlendirilmesi şeklinde kararlar vermesine yol açmıştır<sup>256</sup>.

Yüksek mahkeme, ilk derece mahkemelerinin bu farklı yaklaşım biçimlerine Dean Witter Reynolds Inc v. Byrd davasında son vermeye çalışmıştır<sup>257</sup>. Mahkeme kararında, federal menkul kıymetler düzenlemelerine dayandırılan davaların mahkemelere sunulması gerektiğine karar verirken, aynı uyuşmazlıkla bağlantılı olmakla beraber federal nitelik arz etmeyen yani eyaletlerin menkul kıymet düzenlemelerine dayanan taleplerin ise tahkime tabi kılınabileceğine hükmetmiştir<sup>258</sup>. Haliyle mahkemenin kararında yer alan bu ayırım, aynı olgulara dayanan ve birbirine son derece benzer durumdaki iki ayrı davanın açılabilmesine ve çelişkili kararların ortaya çıkmasına sebep olma tehlikesini beraberinde getirmiştir<sup>259</sup>.

### **e. Shearson/American Express Inc. v. McMahon Kararı**

Dean Witter Reynolds Inc. v. Byrd kararından sadece iki sene sonra Yüksek Mahkeme Shearson/American Express Inc. v McMahon<sup>260</sup> davasında bu sefer Menkul Kıymetler Kanunu'na uygun olarak ileri sürülen taleplerin tahkime elverişli olduğuna

---

<sup>254</sup> Poser, **ADR**, s. 1099.

<sup>255</sup> Poser, **Arbitrability**, s. 678.

<sup>256</sup> Katsoris, **Securities Disputes**, s. 307; Usmani, **a.g.e.**, s. 209.

<sup>257</sup> Oliver, **a.g.e.**, s. 529, Bukhman, **a.g.e.**, s. 148.

<sup>258</sup> Di Fiore, **a.g.e.**, s. 264; Poser, **ADR**, s. 1099; Bukhman, **a.g.e.**, s. 148-149,

<sup>259</sup> Usmani, s. 209-210; Katsoris, **Securities Disputes**, s. 307; Katsoris, **McMahon**, s. 361 ve 367

<sup>260</sup> 482 U.S. 220 (1987)

hükmetmiştir. Mahkeme bu kararını özellikle ticari tahkimin yaygınlaşmasına<sup>261</sup> ve sermaye piyasalarında SEC düzenlemeleri kapsamında tahkimin artmakta olmasına dayandırmıştır<sup>262</sup>. Kararda, hakemlerin daha baştan hukuku uygulamayacakları şeklinde bir varsayımda bulunmak için herhangi bir sebep olmadığına yer verilmiş<sup>263</sup> ayrıca FAA'ya ve Menkul Kıymetler Kanunu'nun bu Kanun kapsamında yatırımcılara tanınan haklardan feragat edilmesini geçersiz kılan 29 (a) maddesine de dayanılmıştır<sup>264</sup>. Bu karardan sonra Wilko içtihadı geçersiz kılınmış ve menkul kıymet piyasası uyuşmazlıkları tahkime konu edilmeye başlanmıştır<sup>265</sup>. Wilko kararındaki içtihattan vazgeçilmesiyle bu sefer yatırımcılar ticari birlik tahkimlerinin aracı kurumları kayıracağı endişesine kapılmaya başlamışlardır<sup>266</sup>. Buna karşın aksini düşünenler ise tahkim sayesinde uyuşmazlıkların çok daha hızlı ve ekonomik çözüleceği görüşünü savunmuşlardır. Aradan geçen süre zarfında ortaya çıkan uygulama itibarıyla bugün için yatırımcıların aleyhine bir eğilim söz konusu olmamış ve uyuşmazlıklar daha hızlı ve ekonomik bir şekilde çözüme kavuşturulmuştur<sup>267</sup>.

McMahon davasında kısaca ifade etmek gerekirse, aracı kurumun temsilcilerince yanlış bilgilendirilmek suretiyle sözleşmenin esaslı unsurlarının ihlalini teşkil edecek şekilde ve yatırımcı hesabında yatırımcı bilgisi dışında çok fazla işlem yapılması şeklinde zarara uğratılma ve bu durumun sonucunda oluşan zararın giderilmesinden aracının sorumluluğunda bulunduğu iddiaları yargılamanın konusunu oluşturmuştur<sup>268</sup>. Sözleşmeye aykırılık, sermaye piyasası düzenlemeleri anlamında hileli işlem tesis edilmesi ve çoklu yahut cezalandırıcı tazminata olanak tanıyan RICO yasası<sup>269</sup> hükümlerinin ihlali niteliğinde olmak üzere aracının sorumluluğunun

<sup>261</sup> Bukhman, **a.g.e.**, s. 150.

<sup>262</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 290.

<sup>263</sup> Koehler, **a.g.e.**, s. 683; Poser, **ADR**, s 1100.

<sup>264</sup> Koehler, **a.g.e.**, s. 683; Oliver, **a.g.e.**, s. 528 vd.

<sup>265</sup> Hermann, **a.g.e.**, s. 698; Usmani, **a.g.e.**, s. 209; Poser, **ADR**, s. 1100; Hazen, **a.g.e.**, s. 546.

<sup>266</sup> Robert Gregory, **Arbitration: It's Mandatory But It Ain't Fair**, Securities Regulation Law Journal, Vol. XIX, 1991, s. 181.

<sup>267</sup> Norman S. Poser, "Securities Arbitration: A Decade After McMahon" (Kıs: Arbitration), **Brooklyn Law Review**, Vol. LXII, 1996, s. 1330-1331.

<sup>268</sup> James, **a.g.e.**, s. 366.

<sup>269</sup> Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act. Amerika'da adalet sisteminin, şantaj ve rüşvetle mücadeleyi önlemek için uyguladığı yasaya RICO adı veriliyor. Türk Ceza Kanunu'ndaki 'örgütlü suç' konusundaki düzenlemenin bir benzeri olan RICO Yasası, 'Baskıyla Şantaj ve Rüşvet Örgütleri Yasası' olarak anılıyor. Bu yasa daha çok mafya gibi suç örgütleri için işletiliyor. Amerikan Federal Ceza Yasası'nın 18. maddesinin 1. bölümünü oluşturan suçlar bölümünün 96. maddesinde

uyuşmazlığı oluşturduğu bu davaya dayanak teşkil eden tarafların arasındaki sözleşmede, uyuşmazlık öncesi akdedilmiş olan bir tahkim şartına da yer verilmiştir<sup>270</sup>.

Aracı kurum tarafından, uyuşmazlığın sözleşmedeki tahkim şartına istinaden tahkime sunulması gerektiği savunması yapılmış ve uyuşmazlığa bakan ilk derece mahkemesi; tahkim şartını dikkate alarak davalının bu yöndeki talebini kabul ederken, cezalandırıcı tazminat istemini ise bu hükmün kamu düzeninden olduğunu gerekçe göstererek ayırık tutmuştur. Bu karar her iki tarafça temyiz edilmesi üzerine, bir üst derece mahkemesinde; yerel mahkemenin hileli işlem iddiasıyla bağlantılı olmak üzere tahkime ilişkin kararının kamu düzeni gerekçesiyle hatalı olduğu şeklinde değerlendirilmiştir<sup>271</sup>. Bu kararı davalı Yüksek Mahkeme nezdinde temyiz etmiş ve Yüksek Mahkeme'nin sermaye piyasasındaki hileli işlemlerden doğan uyuşmazlıklar ve RICO yasasına dayanan taleplerin tahkim elverişliliği hakkındaki çelişkili kararlarının çözümlenmesi de bu başvuruda talep edilmiştir<sup>272</sup>.

McMahon davası bu şekilde önüne gelen Yüksek Mahkeme yapmış olduğu inceleme neticesinde verdiği kararında, alt derece mahkemesinin kararını bozarak menkul kıymet piyasası uyuşmazlıklarının ve hatta buna dayanılarak ileri sürülen RICO yasası kapsamındaki cezalandırıcı tazminat istemlerinin dahi tahkime elverişli olduğu sonucuna varmıştır<sup>273</sup>. Kararın gerekçelerinin arasında; FAA ile tahkim lehine ihdas edilen güçlü eğilimin FAA'yı yasalastırırken kanun koyucunun bu alanda bir istisna yaratma amacında olması yaklaşımı ile uyumsuz olduğu, Wilko kararının verildiği sırada Menkul Kıymetler Kanunu'nun özellikle bölüm 29 düzenlemesinin Kongre'nin bu hükme dair gayesinin lafzi olarak yorumlanması neticesinde ele alınmakla yetinildiği, tahkime ilişkin şüphelerin ve çekincelerin aradan geçen sürenin ve çok daha karmaşık uyuşmazlıkların ortaya çıkması sonucunda elde edilen

---

yer alır. 96. maddenin 1962 ve 1968. bölümleri; şantajla ya da yasadışı yollarla borç almak, bu geliri kullanmak ya da yatırım yapmak; şantaj veya yolsuzluk yaparak dış ticaretle uğraşan bir kuruluştan çıkar elde etmek ya da kuruluşun kontrolünü ele geçirmek; şirketleri şantaj yoluyla yönetmek; haksız gelir elde etmek, borç almak ya da ticaret yapmak amacıyla kullananlara karşı yaptırımlar içerir.

<sup>270</sup> Di Fiore, **a.g.e.**, s. 265.

<sup>271</sup> Poser, **ADR**, s. 1100.

<sup>272</sup> Grant, **a.g.e.**, s. 118; Hermann, **a.g.e.**, s. 701.

<sup>273</sup> 482 U. S. 240 (1987); Born, **a.g.e.**, s. 258; Bagheri, **a.g.e.**, s. 143; Hermann, **a.g.e.**, s. 701-702

tecrübelerin<sup>274</sup> yanı sıra 1975 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu tadilinden sonra SEC'e sektörel ve kurumsal tahkim hususunda tanınan yetkinin dikkate alınmasının gerektiği<sup>275</sup> ve buna göre tahkim şartlarının ve sözleşmelerinin menkul kıymetler hukukunun sağladığı koruyucu düzenlemelerden feragat edilmesi anlamına gelmediği<sup>276</sup> hususları yer almaktadır. Ayrıca gerekçede, tarafların haklarını düzenleyen veya değiştiren bir etkisinin bulunduğu şeklindeki yargının aksine, tahkimin menkul kıymet uyuşmazlıkları bakımından bir uyuşmazlık çözüm yöntemi olarak seçilmesinin bu alandaki maddi hukuk düzenlemelerinde yer alan hakların korunmasına dair bir yetersizlik olarak da değerlendirilemeyeceği belirtilmiştir<sup>277</sup>. Böylece mahkeme aslında tekrar sözleşme hukuku ve sözleşme serbestisi ilkesini ön planda tutan bir yaklaşım sergilemiştir<sup>278</sup>.

Bu kararda dikkat çekici olan husus, uyuşmazlığa konu olabilecek ve tahkime sunulabilecek haklar ile ilgili bir ayrıma gitmemesi ve bunun yanı sıra Wilko kararına ilişkin içtihadını bozmamasıdır<sup>279</sup>. Bu sebeple uluslararası olup olmaması bakımından uyuşmazlık tiplerine göre bir ayrımın yapılmaması, kararın özellikle kurumsal olmayan ve menkul kıymet işlemleri hakkında yeterli malumata sahip olmayan yatırımcılar bakımından ne şekilde anlaşılması gerektiği sorusunu gündeme getirmiştir. Kaldı ki Wilko kararındaki gerekçe ve yaklaşımların ne kadarının uygulanmasına devam edilebileceği de bu sebeplerle şüphe uyandırmıştır. Ayrıca Scherk kararına konu uyuşmazlık, uluslararası vasfına karşı emsal olarak değerlendirilmiş ve menkul kıymet işlemlerindeki hilelerden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkime elverişli olacağı değerlendirilmesine gerekçe olmuştur<sup>280</sup>. Öte yandan bu karar üzerine özellikle piyasa katılımcılarının sermaye piyasası uyuşmazlıklarının tahkime tabi kılınmasına yönelik kuvvetli bir eğilim içinde olmaları

---

<sup>274</sup> Poser, **Arbitration**, s. 1331.

<sup>275</sup> Zepfel, **a.g.e.**, s. 124; 1975 tarihli tadil çalışması SEC'in piyasa üzerindeki yetkilerini arttırırken 1934 tarihli Kanun'un 6. bölümdeki düzenlemeleri itibarıyla SEC tarafından uygulanabilen disiplin soruşturma ve müeyyidelerine harici bir müdahalenin bulunmasının yolunu da kapatmıştır.

<sup>276</sup> James, **a.g.e.**, s. 367.

<sup>277</sup> 482 U. S. 238 vd. (1987); Ayrıca bkz. Grant, **a.g.e.**, s. 119; Poser, **ADR**, s. 1100; Poser, **Arbitration**, s. 1332.

<sup>278</sup> Di Fiore, **a.g.e.**, s. 267.

<sup>279</sup> James, **a.g.e.**, s. 367; Bagheri, **a.g.e.**, s. 142.

<sup>280</sup> Koehler, **a.g.e.**, s. 686.

üzerine öz düzenleyici kuruluşların tahkim düzenlemelerini gözden geçirerek geliştirmeleri sonucu ortaya çıkmıştır<sup>281</sup>.

## **f. Rodriguez De Quijas v. Shearson/American Express Inc. Kararı**

Menkul kıymet piyasası alanında icra edilen işlemlerden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkime elverişliliği hakkında olumlu yönde önemli bir gelişme niteliğindeki McMahan kararının ortaya çıkmasından sonra, özellikle bu kararın bahsettiğimiz gerekçe ve içeriğinden ötürü, Wilko doktrininin ne ölçüde uygulanmaya devam edebileceği hususunda belirsizlik kendini göstermiştir<sup>282</sup>. McMahan kararıyla sermaye piyasası uyuşmazlıklarının tahkime elverişli olduğu sonucuna varılarak çözümlenmiş gibi görünen mesele hakkındaki bu tereddüt, Wilko kararının ortadan kaldırıldığı açık şekilde anılmamasından kaynaklanmıştır<sup>283</sup>. Bu tereddüt ABD’de pek çok mahkemenin daha önceki tartışmalarda mesnet aldığı 12(2) maddesinin yatırımcılara federal mahkeme veya eyalet mahkemelerine başvurma hususunda tanıdığı seçimlik hakka ilişkin düzenlemesinin özellikle Wilko davasında oynadığı öneme binaen<sup>284</sup> mahkemeler nezdinde tahkime elverişlilikle ilgili birbirinden farklı kararların ortaya çıkmasına yol açmıştır. Pek çok mahkeme McMahan kararının etkisiyle sermaye piyasası uyuşmazlıklarının çözümünde tahkimin olağan çözüm yolu olduğu fikriyle kararlar vermeye başlamıştır<sup>285</sup>. Buna karşın çok sayıda yatırımcıların taleplerini 12(2) hükmüne dayandıran bir şekilde formüle ederek uyuşmazlığın tahkime gitmesinin önüne geçebilme şeklindeki girişimleri de bu durumun ortaya

---

<sup>281</sup> Kupersmith, **a.g.e.**, s. 3-4; Poser, **ADR**, s. 1100; James, **a.g.e.**, s. 367; 1987 yılında, ABD Yüksek Mahkemesi emsal kararlarından biri olan Shearson/American Express v. McMahan kararı ile uyuşmazlığın meydana gelmesinden evvel akdedilen tahkim sözleşmelerinin geçerli olduğuna hükmederken, niteliği gereği menkul kıymet piyasasında tahkim sürecinin himaye edilmesine ilişkin görüş ve maddi hakların korunmasının gerekliliğine de işaret etmiştir. 1987’den beri, mahkemeler McMahan kararını emsal göstererek sermaye piyasası alanında ortaya çıkan pek çok ihtilafın tahkim ile çözümlenmesi gerektiğine hükmetmişlerdir.

<sup>282</sup> Hermann, **a.g.e.**, s. 702 vd.; Poser, **ADR**, s. 1100.

<sup>283</sup> James, **a.g.e.**, s. 367.

<sup>284</sup> Koehler, **a.g.e.**, s.681-682; Oliver, **a.g.e.**, s. 532.

<sup>285</sup> Poser, **a.g.e.**, **ADR**, s. 1100.

çıkmasını desteklemiştir. İşte Rodriguez de Quijas v. Shearson/American Express. Inc.<sup>286</sup> davası bu tereddütlerin giderilmesi bakımından önem arz etmektedir<sup>287</sup>.

Quijas kararı, Shearson firmasının Texas'taki şubesi nezdinde yatırım hesabı bulunan bir grup yatırımcının uğradıkları zararın tazmin edilmesi talebine dayanmaktadır<sup>288</sup>. Yüksek Mahkemenin bu davaya ilişkin kararında, önceki kararlara yapılan atıfların ve bunlara ilişkin değerlendirmelerin görülmesi mümkündür. Örneğin Wilko doktrininin maddi hukukun yatırımcıya tanıdığı hakların korunması bakımından tahkimin yetersiz olduğu hallerde yatırımcıların haklarından feragat edilmesi sonucunu doğuran tahkim anlaşmalarının geçersiz olacağına işaret ettiği kararda ele alınmıştır. Bundan sonra McMahan kararının ise Wilko kararından bu yana tahkimin kaydettiği gelişmeleri dikkate alarak yatırımcıların haklarının korunmasında tahkimin yetersiz addedilmesi için bir sebep kalmadığını belirttiği ifade edilerek aslında bir yandan da bu alandaki gelişmelere istinaden tahkime elverişlilik sorununun halihazırda çözüldüğünün düşünüldüğü görülebilir<sup>289</sup>. Kararda ayrıca, haklardan feragat edilmesine ilişkin şart ve sözleşmelerin geçersiz olacağını düzenleyen 1933 tarihli Kanunun 14. maddesinin ve 1934 tarihli Kanunun 29 (a) hükümlerinin, yasa koyucunun tahkimi bu haklardan feragat edilmesi anlamında değerlendirme amacıyla olduğunun kabulü şeklinde yorumlamaya elverişli olmadığı belirtilerek bu hususta Wilko kararının gerekçesinden vazgeçilmiştir<sup>290</sup>. Dolayısıyla tahkimin yasaklanması gibi bir isteğin sermaye piyasası uyumsuzlukları bakımından yasa koyucunun gayesi olarak değerlendirilemeyeceği kabul edilmiş olmaktadır<sup>291</sup>. Bu kararda Wilko doktrinindeki içtihattan dönüldüğü açıkça belirtilmiş ve böylece sermaye piyasası uyumsuzluklarında tahkim adeta hukuki bir zemine kavuşmuştur<sup>292</sup>. Mahkeme ayrıca, kararın alındığı tarihteki koşulların Wilko kararının koşullarından farklı olduğunu ve

---

<sup>286</sup> 490, U.S., 477, (1989)

<sup>287</sup> Grant, **a.g.e.**, s. 124; Kronke, **a.g.e.**, s.360.

<sup>288</sup> 482 U. 5.222 vd.; Ayrıca bkz. Carty, **a.g.e.**, s. 465.

<sup>289</sup> Born, **a.g.e.**, s. 82 ve 286; James, **a.g.e.**, s. 367; Poser, **ADR**, s. 1100-1101; Hermann, **a.g.e.**, s. 713.

<sup>290</sup> Carty, **a.g.e.**, s. 468.

<sup>291</sup> James, **a.g.e.**, s. 367; Grant, **a.g.e.**, s. 122; Hermann, **a.g.e.**, s. 703.

<sup>292</sup> James, **a.g.e.**, s. 368; Poser, **ADR**, s.1101.



tahkim alanındaki gelişmelerin ve mahkemelerin tahkime ilişkin geleneksel hasmane tavrının geride kaldığını belirtmiştir<sup>293</sup>.

Quijas davasında mahkeme, uyuşmazlık öncesinde akdedilmiş olması halinde dahi tahkim anlaşmalarının icra edilebilir olduğunu açıklarken, bir yandan da FAA'nın sermaye piyasası yasalarından önce kabul edilmiş olmasının kanun koyucunun tahkimin lehine olan tavrının kabulü için makul bir durum teşkil edeceği sonucuna da varmıştır<sup>294</sup>. Yine SEC'in tahkim uygulamasına ilişkin yetkilerinin karar tarihine yakın bir zamanda arttırılmış olmasının Wilko doktrinine dayanak teşkil eden gerekçelerin artık varlığını sürdürmediğinin kabul edilmesini gerektirdiği de bir diğer kayda değer saptamadır<sup>295</sup>. Buna ilaveten, belki de başından beri yaşanan tartışmaların dayanağı haline gelen, yatırımcının uyuşmazlıkla ilgili olarak istediği mahkemeye başvurabilmesine ilişkin kanun maddesinin Menkul Kıymetler Kanunu'nun esaslı unsuru olarak mütalaa edilemeyeceği de ortaya çıkmaktadır<sup>296</sup>. Böylece savunula geldiği üzere, Menkul Kıymetler Kanunu ile yatırımcıya tanınan haklar ile maddi hukukun tanzim ettiği hakların kastedildiği kabul edilmiş olmaktadır. Bu anlamda feragat edilmezlik yaklaşımı maddi hukuk düzenlemeleri ile yatırımcıya tanınan, dolayısıyla Menkul Kıymetler Kanunu'nun onlara tanıdığı haklarla sınırlıdır. Yoksa tahkim gibi usule ilişkin bir noktada tanınan bir özel hakkın mevcut olmaması nedeniyle bundan feragat edilmesinin önlenmesi amacıyla tahkime elverişsizlik sonucuna ulaşılmasının uygunsuzluğuna ilişkin mahkeme kararının, yerinde olduğunu düşündüğümüz, önemli bir gerekçesini oluşturmuştur<sup>297</sup>.

### **C. AB Hukukuna Göre Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Çözümü**

AB ülkelerinde uyuşmazlıkların mahkeme dışı yöntemlerle çözülmesine ilişkin olarak temel hukuk metni 98/257 sayılı Komisyon Tavsiyesi'dir. Bu Tavsiye hem üye ülkelerin mahkeme dışı uyuşmazlık çözüm yöntemlerine, hem de AB vatandaşlarının

<sup>293</sup> Rubino-Sammartano, **a.g.e.**, s. 5-6.

<sup>294</sup> Born, **a.g.e.**, s. 286.

<sup>295</sup> Kronke, **a.g.e.**, s. 360; Carty, **a.g.e.**, s. 468.

<sup>296</sup> Grant, **a.g.e.**, s. 122.

<sup>297</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 297.

ikamet ettikleri ülke dışında bir üye ülkede gerçekleştirdikleri işlemlerden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümü için oluşturulmuş olan FIN-NET sistemine ilişkin temel hususları belirlemektedir.

AB vatandaşlarının, ikamet ettikleri ülke dışından aldıkları finansal hizmetlerden doğan uyuşmazlıkların çözümünde, uyuşmazlığın, hizmeti sunan kuruluşun kurulmuş olduğu ülkede çözümlenmesi, karmaşık prosedürler içermesi ve ülkelerin uyuşmazlık çözüm prosedürlerinde mevcut olan farklılıklar sebebi ile tüketiciler açısından olumsuz etkileri haiz bulunduğundan, söz konusu sakıncaların bertaraf edilmesini teminen, 2001 yılı Şubat ayında AB üyesi ülkeler ile Liechtenstein, Norveç ve İzlanda'yı kapsayan, anılan ülkelere 48 adet ulusal alternatif uyuşmazlık çözüm biriminin katılımıyla FIN-NET (Financial Dispute Resolution Network) adında bir yapı oluşturulmuştur. Yapının amacı, AB vatandaşlarının kendi ülkeleri dışından aldıkları finansal hizmetlere ilişkin uyuşmazlıkların çözümünde de mahkeme dışı yöntemlere başvurabilmelerini mümkün kılmaktır. FIN-NET'in temeli, ağı katılan ülkeler arasında imzalanan bir "Mutabakat Zaptı"na dayanmaktadır. FIN-NET'in temel hukuki dokümanı ise yukarıda da belirtildiği üzere 98/257 sayılı "Komisyon Tavsiyesi"dir.

Kuruluşundan bu yana FIN-NET bünyesinde ele alınan uyuşmazlık sayıları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo-4: 2001-2012 Yılları Arasında FIN-NET’e İntikal Eden Uyuşmazlık Sayısı**

Yıllar	Ele Alınan Uyuşmazlık Sayısı
2001	335
2002	601
2003	796
2004	580
2005	536
2006	994
2007	1.041
2008	1.346
2009	1.542
2010	1.794
2011	1.854
2012	2.727
<b>TOPLAM</b>	<b>14.146</b>

**Kaynak** European Commission Directorate General Internal Market and Services, FIN-NET Activity Report, 2012, Brussels, September 2013, s. 4; Yasemin Kula Çakır, Mahir Kubilay Dağlı, **Türk Sermaye Piyasasında Tahkim Uygulamasının İşlerlik Kazanamamasının Muhtemel Sebepleri ve Çözüm Önerileri**, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Haziran 2008, s. 26.

98/257 sayılı Komisyon Tavsiyesi’nde üye ülkelerin mahkeme dışı uyuşmazlık çözüm mekanizmalarını işleten müesseselerin uyması gereken ilkeler ise aşağıdaki gibi belirlenmiştir<sup>298</sup>:

1) *Bağımsızlık İlkesi*: Uyuşmazlığın çözümünde görevlendirilen kişinin,

- Görevi yerine getirebilmesi için gerekli hukuk bilgisine, yetkinliğe ve tecrübeye sahip olması,
- Haklı gerekçe olmaksızın görevden alınmaması,
- Profesyonel bir birlik ya da kurum tarafından atanması durumunda, görevden önceki üç yıl içinde görevlendiren kurum bünyesinde çalışmamış olması gerekmektedir.

2) *Şeffaflık İlkesi*: Bu ilke, talep edilmesi durumunda, uyuşmazlık çözümünde yetkili birim tarafından

<sup>298</sup> Kula Çakır, Dağlı, **a.g.e.**, s. 24-25.

- Kurumun ilgilendiği uyuşmazlık eşitleri, uyuşmazlığın değerine ve kapsamına ilişkin sınırlamalar,
- Başvuru kuralları, başvuru öncesi yerine getirilmesi gereken hususlar,
- Prosedürün taraflar açısından olası maliyeti,
- Karar mekanizmasına ilişkin düzenlemeler,
- Verilecek kararın hukuki gücü ve bağlayıcılığı

hakkında bilgi verilmesini ve alınan kararlar ve sonuçları hakkında bilgi içeren bir yıllık rapor yayımlanmasını gerekli kılmaktadır.

3) *Karşılıklılık İlkesi:* Uyuşmazlığın çözümünde izlenen yöntem, iki tarafın da konuya ilişkin görüş ve iddialarını yetkili birim karşısında ifade edebilmesini ve karşı tarafın ileri sürdüğu iddialar ile mevcut olması durumunda konuya ilişkin uzman görüşlerini öğrenebilmesini sağlamalıdır.

4) *Etkinlik İlkesi:* Bu ilke;

- Tüketicinin bir yasal temsilciye mecbur olmaksızın, prosedüre erişiminin olmasını,
- Prosedürün ücretsiz olmasını ya da düşük bir ücrete tabi olmasını,
- Yetkili birimin, uyuşmazlığın çözümünde katkıda bulunabilecek hususları dikkate alabilmesine imkan sağlayacak etkinliği haiz olmasını, gerekli kılar.

5) *Yasallık İlkesi:* Uyuşmazlığın mahkeme dışı çözümünde yetkili birimin aldığı kararın, tüketicinin yetkili birimin bulunduğu ülke kanunlarının tüketicie sağladığı korumadan yoksun kalmasına sebep olmaması gerekir. Ayrıca alınan tüm kararlar gerekçeli olarak, mümkün olan en kısa süre içinde taraflara bildirilmelidir.

6) *Özgürlük İlkesi:* Yetkili birim tarafından alınan karar, ancak öncesinde tarafların kararın bağlayıcı olacağı konusunda bilgilendirilmeleri ve bu durumu kabul etmeleri durumunda bağlayıcı olabilir. Tüketicinin mahkeme dışı yöntem başvurusu, uyuşmazlığın doğmasından önce, tüketicinin uyuşmazlığın çözümü için mahkemelere başvurma hakkından vazgeçmesine sebep olan bir taahhüdün sonucu olamaz.

7) *Temsil İlkesi*: Mahkeme dışı uyuşmazlık çözüm yöntemlerinde de taraflar prosedürün her aşamasında üçüncü bir kişi tarafından temsil edilebilirler.

## D. İngiliz Hukuku

İngiltere’de hem küçük yatırımcılar hem de aracı kuruluşlar uyuşmazlık çözümü için birçok seçeneğe sahiptir. Bunlardan bazıları düzenleyici kuruluşlar eliyle bir kısmı ise özel girişimciler tarafından sunulmaktadır. İngiltere’de uyuşmazlık çözüm yolları, finansal hizmet kuruluşlarının iç şikayet mekanizma ve prosedürleri çerçevesinde uyuşmazlık çözümü, finansal ombudsmanlık sistemi çerçevesinde uyuşmazlık çözümü, tahkim, arabuluculuk ve diğer alternatif uyuşmazlık çözüm yollarının kullanımı, finansal hizmetler tazmin sisteminin kullanılması ve adli yargı yolu olarak sayılabilir<sup>299</sup>.

İngiltere’nin düzenleyici ve denetleyici otoritesi<sup>300</sup> tarafından yapılan denetlemeler neticesinde yaptırım uygulanması kararı alınan birçok vakıa uzlaşma yoluyla çözüme kavuşturulmaktadır. Başlatılan denetim faaliyetleri neticesinde kendisine yaptırım uygulanacak olan veya yaptırım uygulanma ihtimali bulunan kişi ya da kuruluş, düzenleyici ve denetleyici otorite tarafından resmi bir işlem gerçekleştirilmesi yerine finansal bir ceza veya diğer yaptırımları kabul edebilir. Düzenlemeleri ihlal eden kişi ya da kuruluş ile yapılan uzlaşma görüşmeleri ilgili denetim personeli tarafından gerçekleştirilmektedir. Uzlaşma hakkındaki nihai karar

<sup>299</sup> Eilis Ferran, **Dispute Resolution Mechanisms in the UK Financial Sector**, University of Cambridge, 2001, s. 10.

<sup>300</sup> 2012 yılından önce finansal düzenlemede bütünleşik bir yaklaşım benimseyen İngiltere’de, bankacılık ve sermaye piyasalarının düzenlenmesi ve denetlemesinden finansal piyasaları düzenleyici kurum olan Finansal Hizmetler Otoritesi (Financial Services Authority -FSA) sorumluydu. 2012 yılında kabul edilen Finansal Hizmetler Kanunu ile, İngiltere daha çok ikili yapı yaklaşımını benimsemiş ve Finansal Hizmetler Otoritesi Nisan 2013’te kaldırılarak, yerine üç yeni düzenleyici otorite oluşturulmuştur; Finansal Politikalar Komitesi (Financial Policy Committee-FPC), İhtiyati Düzenleme Otoritesi (Prudential Regulatory Authority-PRA) ve Finansal İşlemler Otoritesi (Financial Conduct Authority-FCA). 2012 yılında kabul edilen Finansal Hizmetler Kanunu ile İngiltere Merkez Bankası’nın görev ve sorumlulukları artırılarak söz konusu düzenleyici otoritelerden Finansal Politikalar Komitesi ile İhtiyati Düzenleme Otoritesi Merkez Bankası yapısı içerisinde oluşturulmuş böylece, finansal piyasaların düzenlenmesi ve denetlenmesi Merkez Bankası’na geçmiştir. Finansal İşlemler Otoritesi ise, Nisan 2013’te bağımsız bir kurum olarak kurulmuştur. Finansal İşlemler Otoritesi’nin temel amacı ise, tüketici hak ve menfaatlerinin korunması, finansal piyasalarda güven ve istikrarın sürdürülmesi ve sektörde sağlıklı bir rekabet ortamının sağlanmasıdır (Gökben Altaş, “Finansal Piyasalarda Düzenleyici Otoriteler”, **Gösterge Dergisi**, TSPB Yayınları, Kış 2015, s. 48 -53).

en az birim yöneticisi seviyesinde olan iki üst düzey yöneticiden oluşan bir komite tarafından verilmektedir. Bu komite uzlaşma kararı için oluşturulmaktadır. Zorunlu olmamakla birlikte uzlaşma neticesinde nihai kararı veren komite üyelerinden biri genellikle denetleme biriminin yöneticisi olmaktadır. Uzlaşma görüşmeleri iki tarafın da kabul etmesi durumunda denetim sürecinin her hangi bir aşamasında gerçekleştirilebilir. Söz konusu uzlaşma görüşmesi ilgili şahıs veya kuruluşa uyarı verilmesi, nihai karar aşaması ve olayın yargıya intikalinden önceki herhangi bir aşamada gerçekleşebilir. Ancak, düzenleyici ve denetleyici otorite tarafından gerçekleştirilen denetimler neticesinde şüphelenilen olayın doğası ve büyüklüğü hakkında net bir karara varacak bulgulara ulaşmadan detaylı uzlaşma görüşmelerine başlamayı kabul etmeyecektir. Uzlaşmanın teşvik edilmesi amacıyla, düzenlemeleri ihlal eden kişi ve kuruluşlarla denetlemelerin erken safhalarında uzlaşmaya varılması durumunda, verilen finansal cezalarda indirim uygulanmaktadır<sup>301</sup>.

İngiliz hukukunda, finansal piyasalardaki yatırımcılara hızlı ve kullanıcı dostu telafi mekanizmaları sağlayabilmek amacıyla, uyuşmazlık çözüm sistemi için tahkim modeli yerine ombudsman modelinin tercih edilmektedir ve bu konudaki yerel nitelikteki uyuşmazlıkların büyük bir kısmı bu model ile çözümlenmektedir. Ombudsman sistemi ile tahkim arasındaki temel fark, ilkindeki karar firma açısından bağlayıcı ve fakat yatırımcı açısından bağlayıcı değilken, ikincisinde tarafların başlangıçta kararla bağlı olacaklarına dair anlaşmalarının gerekmesidir. Ayrıca, tahkim prosedürü, resmi karar, tavsiye, uzlaştırma ve resmi olmayan tavsiye gibi çok sayıda yöntemi kullanabilen ombudsman modeline nazaran daha resmi niteliktedir. Buna ilave olarak, hakem genellikle tarafların haklarına ve yükümlülüklerine ilişkin katı bir hukuki yaklaşımla sınırlandırılmış iken, ombudsman tüm koşullar çerçevesinde adil ve makul bir karar alma yetkisine sahiptir. Son olarak, verilen kararın gizliliği ombudsman sistemi ile tahkim prosedürü arasındaki diğer bir farktır. Ombudsman tarafından verilen karar genellikle kamuya açıklanırken, hakem kararının gizli tutulması mümkündür<sup>302</sup>.

---

<sup>301</sup> Çelik, a.g.e., s.20-21.

<sup>302</sup> Nusret Çetin, "Sermaye Piyasalarında Yatırımcı Uyuşmazlıklarının Çözümüne Yönelik Türk ve İngiliz Modellerinin Karşılaştırılması", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XIII, Y. 2009, S. 1-2 s. 27.

İngiliz hukukunda 14 Haziran 2000 tarihinde yasalaşan ve 1 Aralık 2001 tarihinde yürürlüğe giren Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu (Financial Services and Markets Act - FSMA) ile finansal piyasaların düzenlenmesine yönelik genel çerçeve belirlenmiştir<sup>303</sup>. Söz konusu Kanun'un yanı sıra İngiltere sermaye piyasalarında tahkim 2006 yılındaki Tüketici Kredileri Kanunu'nun verdiği yetki ile Finansal Ombudsmanlık Hizmeti (Financial Ombudsman Service) adı altında yatırımcılara ve finansal hizmet sağlayıcılarına verilmektedir<sup>304</sup>. Finansal Ombudsmanlık Servisi kanuni bir görev yapmakta ve bir kamu hizmeti sunmaktadır. Bununla birlikte, Finansal Ombudsmanlık Servisi 6 bağımsız üyenin oluşturduğu bir kurul tarafından yönetilen, giderleri finansal hizmetler sektörü tarafından karşılanan özel bir şirket statüsündedir<sup>305</sup>. Uyuşmazlıkların çözüldüğü alan finansal hizmetler olması nedeniyle bankacılık, sigorta, ipotekli konut satışı, emeklilik fonları, krediler, yatırım danışmanlığı gibi alanlardaki birçok konu Finansal Ombudsmanlık Hizmeti kapsamında yer almaktadır. Bir şirket statüsünde olmasına rağmen İngiliz Parlamentosu tarafından kurulan kamu kurumu niteliğindeki kar amacı gütmeyen bu yapının en önemli özelliği yatırımcılar için ücretsiz olmasıdır. Ombudsman hizmetinin ücreti finansal hizmetler sektörü tarafından yapılan ödentiler ve uyuşmazlıklarda işletmelerden alınan tutarlardan oluşmaktadır.

Ombudsman hizmetinden yararlanabilecek şikayetçi taraf,

- a) Gerçek kişi yatırımcılar.
- b) Yıllık ciro rakamı 1 milyon Poundun altında kalan işletmeler.
- c) 1 milyon Poundun altında gelir elde eden hayır kurumları.
- d) 1 milyon Poundun altında net varlığı bulunan vakıflardır<sup>306</sup>.

İngiliz sisteminde başvuru yapılan uyuşmazlıkların büyük bir kısmı ombudsmanın yasal yetkileri kullanılmadan uzlaşma yoluyla çözümlenmektedir.

---

<sup>303</sup> George Walker, "Financial Services Authority", **Financial Services Law**, Oxford - New York, 2006, s. 3-7.

<sup>304</sup> Dağlı, Çakır, **Sermaye Piyasasında Tahkim**, s. 41.

<sup>305</sup> Ombudsman, Our Plans and Budget for 2015 / 2016, A Consultation Paper, January 2015 s. 8, (Çevrimiçi), <http://www.financial-ombudsman.org.uk/publications/our-plans-2015-16.pdf>, 1 Aralık 2015,

<sup>306</sup> Dağlı, Çakır, **Sermaye Piyasasında Tahkim**, s. 41.

Diğer durumlarda uyuşmazlığın ombudsman tarafından karara bağlanmasını takiben, kararın taraflarca olumlu bulunması durumunda karar her iki taraf için de bağlayıcı nitelik kazanacaktır. Ancak verilen kararı tarafların uygun bulmadıkları durumda adli yargı yoluna gitme hakları bulunmaktadır<sup>307</sup>.

Ombudsman hizmeti herhangi bir tazminat mekanizması içermeyip, yatırımcının zararı veya mağduriyeti olması durumunda ilgili işletmeye ödeme yapması konusunda veya uygulamalarını düzelterek yatırımcı mağduriyetinin giderilmesi konusunda uyarma yetkisine sahiptir. Hizmet bu yetkisini Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu'ndan almaktadır.

Ombudsman Hizmeti 100.000 Pound'a kadar olan meblağlarda mağdur olan yatırımcılara ödeme yapılması konusunda karar vermektен, yetersiz hizmet alan yatırımcıya özür mektubu gönderilmesine karar vermeye kadar geniş bir yetkiye sahiptir.

Ombudsman hizmetinden yararlanmak için şikâyetçinin 6 ay içerisinde başvuru yapması gerekmektedir. Başvuru tarihinden itibaren ayrıntılı inceleme gerektirmeyen durumlarda genellikle uyuşmazlıklar 6 ay içerisinde çözümlenmektedir. Ombudsman tarafından verilen kararlara çok yüksek bir oranda uyulmasına rağmen, bazı durumlarda uyulmaması durumları ile de karşılaşmaktadır. Bu gibi durumlar genellikle ilgili şirketin finansal durumunun söz konusu ödemeyi karşılamaya yetmemesinden kaynaklanmaktadır. Bu durumda yatırımcının parası Yatırımcıları Tazmin Fonu'ndan karşılanmaktadır. Öte yandan ilgili kuruluşun mali durumu uygun olmasına rağmen ödeme yapmaması durumu oldukça nadir olsa da yine de ihtimal dahilinde olup, bu durumda İngiliz düzenleyici ve denetleyici otoritesinin ve Ticari Kartel İdaresi'nin idari yaptırım yetkileri devreye girmektedir. Ayrıca FSMA'ya göre ombudsman kararları mahkemeler kanalıyla zorla uygulanabilmektedir. Söz konusu ombudsman kararı için mahkeme yeniden olayın esasına girmemekte, sadece kararın uygulanması yönünde karar vermektedir. Bu noktada söz konusu kararların oldukça etkin bir uygulanma mekanizmasına sahip olduğu söylenebilir. Bu çerçevede, ombudsmanlık sistemi, belirli uyuşmazlıkların

---

<sup>307</sup> Dağlı, Çakır, **Sermaye Piyasasında Tahkim**, s, 41.



bağımsız bir kişi tarafından süratle ve asgari formalite ile çözüldüğü bir sistem olarak tarif edilmektedir<sup>308</sup>.

İngiltere'de 2014<sup>309</sup> yılı istatistiklerine<sup>310</sup> göre yatırımcılar tarafından sigortacılık ve bankacılık da dahil olmak üzere tüm finansal alanlarda ombudsmana toplam 2.357.374 talep ve şikayette bulunulmuştur. Bu şikayetlerin yaklaşık %63'ü ülkede faaliyet gösteren 4 bankacılık grubuna ait iken, 4.504 finans şirketinin toplam şikayetlerdeki payı sadece %3'dür. Söz konusu toplam şikayetlerin yaklaşık beşte birine tekabül eden 512.167 adedi ise resmi uyuşmazlığa dönüştürülerek dosya oluşturulmuştur. Bu uyuşmazlıklardan toplam 518.778'i çözülmüş olup, bunlardan %58'inde yatırımcılar lehine tazminata hükmedilmiştir. Uyuşmazlıkların %44'ü ilk üç ay içerisinde karara bağlanmıştır. Çözüme kavuşturulan toplam 518.778 uyuşmazlığın 487.749 adedi büyük bir kısmı arabuluculuk şeklinde hakemler tarafından çözümlenirken 31.029 adedi ise ombudsman tarafından karara bağlanmıştır.

## **E. Alman Hukuku**

Almanya'da sermaye piyasası uyuşmazlıklarının tahkimine ilişkin olarak Zivilprozessordnung (ZPO), Börsengesetz (Alman Sermaye Piyasası Kanunu) ve Menkul Kıymetler Ticareti Hakkında Kanun'dan (WpHG) bahsedilebilir. ZPO § 1025-1066 arası, Börsengesetz eski § 28 ve WpHG m.37h düzenlemeleri sermaye piyasasında tahkime ilişkin hükümlerdir. ZPO 1997 yılında UNCITRAL Milletlerarası Ticari Tahkim Model Kanunu'na uyarlanmış ve ilgili düzenlemeler bu şekilde iç hukuk haline getirilmiştir. Ayrıca, Frankfurt Borsası Tahkim Mahkemesi Kurallarında olduğu üzere değişik borsalarda, uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümlenmesi usulüne ilişkin kuralların mevcut olduğu görülmektedir<sup>311</sup>. Ayrıca, 1998 yılında çıkan Alman Menkul Kıymet Ticareti Kanunu'nun "Tahkim Anlaşmaları" başlıklı 9. bölümündeki 37 (h) maddesinde tahkim anlaşmalarının ancak her iki tarafın da Ticaret Kanunu kapsamında tacir olması durumunda bağlayıcı

---

<sup>308</sup> Çetin, **a.g.e.**, s. 27.

<sup>309</sup> Veriler 31 Mart 2014 tarihine kadar olup, yıllar itibariyle birikimli rakamları ifade etmektedir.

<sup>310</sup> UK Financial Ombudsman Service, Ombudsman - Annual Review of Consumer Complaints About Insurance, Credit, Banking, Savings, Investments, Financial Year 2013/2014, s. 1, (Çevrimiçi), <http://www.financial-ombudsman.org.uk/publications/ar14/ar14.pdf> , 12 Aralık 2014.

<sup>311</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 255.

nitelikte olacağı ifade edilmiştir<sup>312</sup>.

ZPO § 1027 hükmüne göre tahkim şartı, bu şartın spesifik bir belge ve imza içermesi, daha geniş bir metne atıfta bulunması, en azından belirli bir şekilde imzalanması hallerinde bağlayıcı olacak ve hüküm ifade edecektir<sup>313</sup>. Bununla birlikte bu koşul yerel mahiyetteki sözleşmelere uygulanır. Uluslararası bir sözleşmedeki tahkim şartının geçerliliği 1958 tarihli Yabancı Hakem Kararlarının Tenfizi Hakkındaki New York Sözleşmesinin II. maddesine göre saptanacaktır<sup>314</sup>.

Uygulamaya baktığımız zaman ise, Almanya'da menkul kıymet yatırımları da dahil olmak üzere finansal konulardaki bir çok uyuşmazlığın çözümü için daha çok arabuluculuğa benzeyen ombudsman sisteminin daha sık kullanıldığını görmekteyiz. Almanya'da birçok banka ve büyük sigorta şirketleri, ombudsman adı verilen kişilere uyuşmazlıklarının çözülmesi amacıyla gönüllü bir şekilde başvurumaktadırlar<sup>315</sup>. Tamamen bağımsız olan bu mekanizma, sektör birlikleri bünyesinde oluşturulmuştur. Ombudsmanlar belirli bir zaman için atanırlar ve verdikleri kararlar nedeniyle görevden alınamazlar.

Ombudsmana başvuru ücretsiz olmakla beraber posta, fotokopi, telefon gibi yan masraflara başvuruyu yapan taraf katlanmak zorundadır. Bazı ombudsmanlar 5.000 Euro'ya kadar olan uyuşmazlıkları çözebilme yetkisini haiz olup, bu ombudsmanların kararları ilgili şirketler açısından bağlayıcı niteliktedir. Bununla birlikte bazı ombudsmanların kararları ise tavsiye niteliğinde olup bağlayıcı nitelikte değildir. Ombudsman kararları veya tavsiyelerinin yatırımcılar tarafından olumlu karşılanmaması durumunda yargı yoluna başvurma imkanı bulunmaktadır<sup>316</sup>.

Almanya'da diğer ülkelerden farklı olarak öncelikle yatırımcının ihtilaflı olduğu kuruma ombudsman sistemi içerisinde olup olmadığı ve sistem içinde ise hangi ombudsmanın ihtilafları incelediğine ilişkin bilgi talep etmesi gerekmektedir. Almanya'da finans sektöründeki şirketler için çok sayıda ombudsman ofisleri ve

---

<sup>312</sup> Tevetoglu, **a.g.e.**, s. 257.

<sup>313</sup> Zumbusch, **a.g.e.**, s. 302.

<sup>314</sup> Houtte, **Securities Arbitration**, s. 411.

<sup>315</sup> Dağlı, Çakır, **Sermaye Piyasasında Tahkim**, s. 42.

<sup>316</sup> Dağlı, Çakır, **Sermaye Piyasasında Tahkim**, s. 42.

uyuşmazlık çözüm kurumları vardır. Sigortacılık ve bankacılık konusunda farklı ombudsmanlar bulunduğu gibi bankacılık içinde de birden fazla ombudsman bulunmaktadır. Alman Yatırım Kanunu kapsamında Alman menkul kıymet piyasaları düzenleyici ve denetleyici kurumu olan BaFin bir internet sitesi oluşturarak burada yatırımcılar için menkul kıymet yatırımları alanında şikayet, uyuşmazlık çözümü, uyuşmazlık çözmeye yetkili olan kurumlar ile bu kurumlarda yatırımcıların irtibat kurabileceği kişiler hakkında detaylı bilgiler yer almaktadır. Almanya’da menkul kıymet işlemlerine ilişkin BaFin’e kredi ve finansal hizmet kurumları hakkında 2013’de 671 şikâyet yapılmıştır. Bunlardan 467’si yatırımcılar tarafından yapılan şikâyetlerdir<sup>317</sup>.

## **F. Fransız Hukuku**

Fransa’nın arabuluculuk konusunda ayrıntılı düzenlemeleri olmasına rağmen sermaye piyasasına özgü bir tahkim kurumu ve düzenlemesi bulunmamaktadır<sup>318</sup>. Arabuluculukta ise ombudsman adı verilen uzman kişi tarafların uzlaşarak bir karara varmasını sağlamaktadır. Bu hizmet Fransa’da ücretsiz olarak Fransız düzenleyici ve denetleyici otoritesi olan AMF’nin (Autorité des Marchés Financiers) bütçesinden verilmektedir<sup>319</sup>.

AMF ombudsman hizmeti, 21 Mayıs 2008 tarih ve 2008/52/EC sayılı Avrupa Birliği Direktifinin 2011 yılında Fransız kanunlarına aktarılması ile kurulan ve özellikle ticari konularda arabuluculuk hizmeti sunan ücretsiz bir kamu hizmetidir. Ombudsman finansal konularda meydana gelen uyuşmazlıkların mahkeme dışında çözümü konusunda hizmet veren bağımsız bir kurumdur<sup>320</sup>.

---

<sup>317</sup> **Bafin Annual Report 2013**, s. 52, (Çevrimiçi), [http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Jahresbericht/dl\\_annualreport\\_2013.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Jahresbericht/dl_annualreport_2013.pdf?__blob=publicationFile), 22 Eylül 2014.

<sup>318</sup> Dağlı, Çakır, **Sermaye Piyasasında Tahkim**, s. 43-44.

<sup>319</sup> Dağlı, Çakır, **Sermaye Piyasasında Tahkim**, s. 43.

<sup>320</sup> AMF Ombudsman's Report 2014, (Kıs. AMF Ombudsman's Report), s. 5, (Çevrimiçi), [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org), “Ombudsman” section, 9 Kasım 2015.

Arabuluculuk hizmetinin kapsamı incelendiğinde hem borsa içi hem de borsa dışı uyuşmazlıklar kapsam alanındadır. Arabuluculuk süreci taraflardan birisinin yargı yoluna başvurması durumunda kesilmektedir.

Fransa'da ombudsmana 2014 yılında toplam 1.001 arabuluculuk talebinde bulunulmuş olup, bunlardan %96'sına tekabül eden 969'u aynı yıl içerisinde sonuçlandırılmıştır<sup>321</sup>.

## G. Rus Hukuku

Rus sermaye piyasasında özellikle borsalar başta olmak üzere hakem heyetlerinin yanı sıra, 1996'da kurulan ve sermaye piyasasında bir öz düzenleyici kuruluş olan NAUFOR (Russian National Association Securities Market Participants – Rusya Ulusal Menkul Kıymetler Piyasası Katılımcıları Birliği) üyeleri arasındaki üyeler ve yatırımcılar arasındaki anlaşmazlıkların çözümü amacıyla oluşturulan hakem heyetlerine ilişkin kurallar kabul edilmiş durumdadır. Böylece Rusya'da sermaye piyasasında öz düzenleyici kuruluşların sundukları bu kurumsal mahiyetteki tahkimin sermaye piyasası uyuşmazlıklarının çözümüne uygunluğu kabul edilmiş bulunmaktadır<sup>322</sup>.

Sermaye piyasası tahkimi, genellikle menkul kıymetler alanında işgal eden kişiler arasında veya bu kişiler ile yatırımcıları arasında meydana gelen anlaşmazlıklara uygulanır. Uluslararası ticaretten ve diğer uluslararası ticari ilişkilerinden doğan uyuşmazlıklara, taraflardan birinin yabancı bir ülkede yerleşik olması veya yabancı sermaye ile kurulmuş Rus menşeli bir işletme olması hallerinde ise Uluslararası Ticari Tahkim Kanunu uygulanacaktır<sup>323</sup>. Bu açıdan bakıldığında NAUFOR tahkiminde olduğu üzere Rusya'da da sektördeki öz düzenleyici kuruluşların sundukları kurumsal tahkim hizmeti kapsamında sermaye piyasası uyuşmazlıklarının tahkime sunulmasının mümkün olduğu ve bu uyuşmazlıkların yerel veya uluslararası olması bakımından bir ayırımın söz konusu olmadığı görülmektedir.

---

<sup>321</sup> AMF Ombudsman's Report, s. 5.

<sup>322</sup> Tevetoğlu, a.g.e., s. 264.

<sup>323</sup> Tevetoğlu, a.g.e., s. 265.

Sermaye piyasası uyuşmazlıklarının NAUFOR tahkimine sunulmasının avantajları arasında; NAUFOR yönetim kurulu tarafından onaylanan listeden hakem seçilmesi, yüksek tutarlı uyuşmazlıklarda devlet mahkemelerine göre daha az masraf ödenmesi, devlet mahkemelerine göre daha kısa zamanda uyuşmazlık konusunda karar verilmesi, duruşmaların gizli olması ve ayrıca verilen kararların Rusya dışındaki ülkelerde de tenfiz edilebilme imkanının bulunması sayılabilir<sup>324</sup>.



---

<sup>324</sup> NAUFOR (Çevrimiçi), <http://www.naufor.ru/default.eng.asp> , 25 Temmuz 2014.

## II. TÜRK HUKUKUNDA MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARININ ÇÖZÜM YOLLARI

### A. Genel Olarak

Sermaye piyasasında yaşanan hızlı gelişime paralel olarak işlemlerin ve faaliyetlerin çeşitlenmesi; aracı kurumların faaliyetlerinin Borçlar Kanunu'nda düzenlenen "komisyonculuk akdi" tanımlamasının çok ötesine geçmesi; teknolojinin getirdiği olanaklarla birlikte uluslararası ekonomik ve finansal ilişkilerin önceki dönemlerle kıyas edilmeyecek derecede artması; menkul kıymet işlemi uyuşmazlıklarının etkin çözümünü oldukça önemli bir hale getirmiştir<sup>325</sup>. Sermaye piyasasının bu dinamik yapısı nedeniyle, uyuşmazlıkların kısa bir zaman diliminde çözümü büyük önem taşımakta olup, etkin bir uyuşmazlık çözüm sisteminin varlığı, hak kayıplarının önüne geçilmesi ve güvenli bir piyasanın oluşumunun sağlanmasında öncelikli bir rol üstlenmiştir.

Türk sermaye piyasasında menkul kıymet işlemlerine genel olarak bakıldığında, taraflar arasında çok geniş bir yelpazeye yayılan çeşitli uyuşmazlıklar ortaya çıktığı görülür. Menkul kıymet işlemi uyuşmazlıklarının büyük bir bölümü, borsada alım-satım işlemleri yapmak isteyen yatırımcıların, borsa üyeleri ile hukuki bir ilişkiye girmelerinden, bu hukuki ilişkinin son bulmasına kadar her aşamada taraflar arasında doğabilecek menfaat uyuşmazlıklarından kaynaklanmaktadır. Borsa mevzuatında, borsa üyeleri ile yatırımcılar arasında ortaya çıkabilecek uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin yapılan düzenlemelerde "borsa işlemi" kavramından yola çıkılmış, ancak borsada gerçekleşen her işlem teknik açıdan borsa işlemi olarak kabul edilmemiştir. Bu sebeple menkul kıymet işlemlerinde taraflar arasında doğabilecek uyuşmazlıkların çözümü için uyuşmazlığın borsa işleminden kaynaklanıp kaynaklanmadığının tespiti önem taşımaktadır. Söz konusu ayırımın ülkemizdeki sermaye piyasasındaki uyuşmazlıklarındaki çözüm yöntemleri üzerindeki etkisini ne şekilde gösterdiğini incelemeyen önce şu önemli hususu

---

<sup>325</sup> Aslı Özkan, Mahkeme Dışı Uyuşmazlık Çözüm Yöntemleri, TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem, S. 53, Ocak 2007, s. 20.

öncelikle belirtmek gerekir ki, ülkemizde gerek borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların gerek borsa işlemi dışında kalan uyuşmazlıkların mahkemeler yolu ile çözümü her zaman mümkündür. Sermaye piyasalarında diğer çözüm yolları ile birlikte mahkeme yolunu kullanarak çözüm aramanın ileride de açıklayacağımız üzere çözüm arama sürecine bazı etkileri elbette vardır. Bununla birlikte, sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanacak her türlü uyuşmazlık çözümü için mahkemelere başvuruyu engelleyen ya da mahkemeye başvurmadan önce, öncelikle diğer alternatif uyuşmazlık çözüm yollarına başvurulması gerektiğine ilişkin herhangi bir hüküm bulunmamakta olup, bu tür uyuşmazlıklar için genel hükümler çerçevesinde mahkeme yolu ile çözüm aramak her zaman mümkündür.

Bununla birlikte; taraflar, resmi yargılama organları dışında ihtilaflarını çözmeye yoluna gitmeleri halinde alternatif bir uyuşmazlık çözüm yöntemi kullanabilmektedirler. Sermaye piyasalarında, iki taraf arasında meydana gelen uyuşmazlığın devlet mahkemelerine başvurmaksızın tahkim, arabuluculuk veya idari yol gibi alternatif yöntemlerle çözümünü kısaca mahkeme dışı uyuşmazlık çözüm yolları olarak tanımlamak mümkündür<sup>326</sup>. Ancak bu ifade aynı zamanda, tarafların seçtiği yöntemin devlet mahkemelerinin yargısını reddettiği anlamına gelmemelidir. Çünkü hukukta “seçimlik borç”, “seçimlik hak” gibi kavramlar alacaklı ve borçlulara alternatif sunmakta; ancak seçimini yapan tarafın istediği zaman bu seçimini değiştirme hakkı bulunmamaktadır. Halbuki, aşağıda da daha ayrıntılı şekilde açıklayacağımız üzere, Türkiye’de sermaye piyasası uyuşmazlıklarında mahkeme dışında çözüm yoluna gidilmesi, adli yargı yoluna gidilmesini kural olarak engellememektedir.

Uyuşmazlıkların mahkeme dışı çözüm yolları denildiğinde, tahkim ve arabuluculuk yöntemlerinin öne çıktığı görülmektedir. Ancak tarafların yaratıcılığına, uyuşmazlık konularına ve tarafların beklentilerine göre bu yöntemler farklılık göstermektedir. Bu nedenle çözüm yöntemlerinin sınırlandırılması mümkün olmamaktadır. Karma usuller olarak nitelendirilebilecek dostane çözüm toplantısı,

---

<sup>326</sup> Özkan, **a.g.e.**, s. 21.

uzlaşma, tarafsız değerlendirme, kısa yargılama gibi diğer yöntemlerin, arabuluculuğun türevleri olduğunu ifade etmek yanlış olmayacaktır<sup>327</sup>.

## **B. Türk Sermaye Piyasası ve Borsa İstanbul A.Ş.**

Türkiye'deki organize menkul kıymet piyasalarının kökleri 19. yüzyılın ikinci yarısına kadar uzanmaktadır. İlk menkul kıymetler piyasası, Kırım Savaşı'nı takiben 1866 yılında Osmanlı İmparatorluğu zamanında kurulmuş olan "Dersaadet Tahvilat Borsası" idi. Dersaadet Borsası, sıkıntılı Osmanlı ekonomisinden yüksek getiri almayı amaçlayan Avrupalı yatırımcılar için de bir vesile olmuştu. Türkiye Cumhuriyeti'nin kuruluşunu takiben 1929 yılında çıkartılan 1447 sayılı "Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu" ile sermaye piyasalarının "İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası" adı altında organize olması sağlanmıştır.

Borsa, kısa sürede gelişerek yurt çapında girişimcilerin fon ihtiyaçlarının karşılanmasına önemli katkıda bulunmuştur. Ancak, ABD'de yaşanan 1929 ekonomik krizi, İkinci Dünya Savaşı'nın başlaması, henüz emekleyen Türk iş dünyasını olumsuz etkilemiş ve Borsa'nın başarısını gölgede bırakmıştır. Takip eden yıllardaki sanayileşme sürecinde, hisse senetlerini halka arz eden anonim şirketlerin sayısı sürekli olarak artmıştır. Bu hisseler çoğu bireysel, bir kısmı da kurumsal olan yatırımcılardan yoğun talep görmüştür. 1980'li yılların ilk dönemlerinde sağlıklı sermaye hareketlerine uygun gerek mevzuat gerekse kurumların oluşması yönünden Türk sermaye piyasalarında önemli gelişmeler olmuştur. Bu bağlamda 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış ve söz konusu Kanun'a istinaden ülkemizin ilk düzenleyici ve denetleyici üst kurulu olan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuştur. 1983 yılında ise menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname çıkmış, bir yıl sonra da Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkındaki Yönetmelik Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Hisse senetleri, hazine bonoları ve devlet tahvilleri, gelir ortaklığı sertifikaları, özel sektör tahvilleri, yabancı menkul kıymetler, gayrimenkul sertifikaları ve uluslararası menkul kıymetlerin alım ve satımının organize bir piyasada yapılmasını

---

<sup>327</sup> Özkan, a.g.e., s. 23.



sağlamak amacıyla 1985 yılı sonunda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) resmen kurulmuş ve 3 Ocak 1986 yılında da alım satım faaliyetlerine başlanmıştır.

Finans piyasalarında son yıllarda yaşanan hızlı gelişmelerin getirdiği yeni bir yasal altyapı ihtiyacı çerçevesinde yayımlanan 6.12.2012 tarih ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (YSPKn) ise, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın yapılanması ve borsacılık faaliyeti ile ilgili çok önemli değişiklikler getirmiştir. Ülkemizde menkul kıymetler borsalarının hukuki dayanağı olan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'yi yürürlükten kaldıran 6362 sayılı SPKn., 138. maddesi uyarınca Borsa İstanbul A.Ş. (Borsa İstanbul veya Borsa), borsacılık faaliyetleri yapmak üzere Kanun'un yürürlüğe girdiği tarihte kurulmuştur. Bu çerçevede YSPKn ile "borsa" tanımını değiştirilerek, kamu kurumları olarak kurulan borsaların anonim şirket şeklinde faaliyet göstermesi düzenlenmiş ve YSPKn hükümleri ve ilgili mevzuat çerçevesinde, sermaye piyasası araçlarının, kambiyo ve kıymetli madenler ile taşların ve SPK'ca uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde, şeffaf, etkin, rekabetçi, dürüst ve istikrarlı bir ortamda alınıp satılabilmesini sağlamak, bunlara ilişkin alım-satım emirlerini sonuçlandıracak şekilde bir araya getirmek veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştırmak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler ile teşkilatlanmış diğer pazar yerleri oluşturmak, kurmak ve geliştirmek, bunları ve başka borsaları veyahut borsaların piyasalarını yönetmek ve/veya işletmek amacıyla İMKB'nin Borsa İstanbul Anonim Şirketi adı altında özel hukuk tüzel kişiliğini haiz bir şekilde yeniden yapılanması sağlanmıştır. Ayrıca borsaların taşımaları gereken esaslar ilk defa ayrıntılı olarak yasal düzenleme altına alınmış, borsada işlem görebilecek kıymetler genişletilmiş ve ilk defa "piyasa işleticisi" kavramı düzenlenerek borsaların daha profesyonel ve rekabetçi esaslarla faaliyet göstermesi için gerekli hukuki altyapı oluşturulmuştur.

Sermaye piyasamızda borsaları tek çatı altında toplayan Borsa İstanbul, esas sözleşmesinin Sermaye Piyasası Kurulu'nca hazırlanıp ilgili Bakanın onayı sonrasında 3 Nisan 2013 tarihinde doğrudan tescil ve ilan edilmesiyle faaliyet izni almıştır. Bu bağlamda 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na dayanılarak kurulan ve özel hukuk tüzel kişiliğini haiz olan Borsa İstanbul, yetkili olduğu konu ve alanlarda kendi iç

düzenlemelerini yapabilmektedir.

## **C. Uyuşmazlıkların Borsa İstanbul A.Ş.'de İdari Yolla Çözümü**

### **1. Genel Olarak**

Sermaye piyasalarında yatırımcıların korunması hususu temel bir amaç arz ettiğinden, çeşitli koruma mekanizmaları geliştirilmiştir. Bu mekanizmalardan biri, yatırımcıların yatırım kuruluşları ile aralarında borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklarının, mahkeme dışında, gereken teknik bilgiyi haiz borsalarca çözülmesidir. Aynı şekilde, yatırım kuruluşlarının birbiri ile olan uyuşmazlıklarının da uzmanlaşmış kuruluşlar olarak borsalar tarafından çözülmesi öngörülmüştür. Borsa uyuşmazlıklarının mahkemeler yerine borsa nezdinde çözülmesi sayesinde, sermaye piyasalarının kendine özgü teknik yapısından kaynaklanan uyuşmazlıkların daha kolay ve hızlı şekilde çözüme ulaştırılması sağlanmıştır.

Borsa uyuşmazlıkları için borsa bünyesinde çözümü öngörülen sisteme bakıldığında, uyuşmazlıkların borsada konusunda uzman kişilerin incelemesinde süratli bir şekilde çözülmesi amacıyla getirilmiş bir sistem olduğu görülür. Bu sistemde tarafların uzun süren yargı prosedürlerine girmeden hak ve alacaklarına kısa sürede kavuşmaları, özellikle yatırımcıların zararlarının en kısa sürede giderilmesi anlayışı yatmaktadır<sup>328</sup>.

Sermaye piyasası uyuşmazlıklarının Borsa'da idari yolla çözümü nevi şahsına münhasır bir yapı olup, mahkeme dışı uyuşmazlık çözüm yöntemleri olan tahkim, arabuluculuk veya arabuluculuk türevi bir yapıya oturtulması mümkün görülmemektedir<sup>329</sup>. Sistem tahkim değildir. Zira tahkimden söz edebilmek için yazılı bir anlaşmanın varlığı gerekir. Halbuki uyuşmazlığın Borsa'da çözülmek istenmesi halinde bu tür bir anlaşmaya gerek bulunmamaktadır.

Borsa üyeleri ile müşteriler arasında çıkacak uyuşmazlıklarda Borsa Yönetim

---

<sup>328</sup> Gökçen Turan, "Sermaye Piyasasında Bir Uyuşmazlık Çözüm Yöntemi Olarak Tahkimin Uygulanabilirliği ve ABD Sermaye Piyasasında Tahkimin Uygulanış Şekline Örnek Olarak NYSE ve NASD Düzenlemeleri", SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2002, s. 23.

<sup>329</sup> Özkan, **a.g.e.**,s. 24.

Kurulu'nun, söz konusu uyuşmazlıkları çözme yetkisinin hukuki niteliği doktrinde ihtiyari tahkim olarak kabul edilmiştir. Uygulamada, müşteri ile aracı kurum arasında çıkan bir uyuşmazlıkta; Yargıtay, müşteri ile imzalanan sözleşmede yer alan “çıkacak ihtilafların çözümünde Borsa Yönetim Kurulu yetkilidir” şeklindeki hükmü tahkim şartı olarak yorumlamış ve “ taraflar arasındaki sözleşmenin 24. maddesindeki tahkim şartı gereğince davanın hakem yoluyla çözülmesi gerektiği gerekçesi ile görevsizlik kararı...” veren ilk derece mahkemesi kararını onamıştır<sup>330</sup>. Doktrinde Yargıtay'ın bu kararı, borsa uyuşmazlıkları için öngörülen özel usulü, koşulsuz olarak tahkim şeklinde yorumladığı ve bu tür işleri adli yargının görev alanı dışında gördüğü gerekçesiyle Anayasanın hak arama özgürlüğünü düzenleyen 36. maddesine aykırı bulunarak eleştirilmiştir<sup>331</sup>.

Zorunlu tahkimde taraflar arasında bir tahkim sözleşmesi olması kesin bir şart olmadığından, bu husus her ne kadar sistemin zorunlu tahkim olarak değerlendirilmesine uygun gözükse de Borsa üyeleri ile müşteriler arasındaki uyuşmazlıklarda, aşağıda daha detaylı açıklayacağımız üzere, tarafların her aşamada yargıya başvurma haklarının bulunması sistemi hem zorunlu hem de ihtiyari tahkimden ayıran en önemli özelliklerden biridir. Oysa tahkim yönteminde taraflar ancak oldukça sınırlı sebeplerle temyiz aşamasına başvurabilmektedir. Borsa sisteminde ise bu tür bir uygulama yoktur. Ayrıca, karara itiraz mercii yüksek mahkeme değil, SPK'dır. SPK'nın kararına karşı ise ancak idare mahkemesinde iptal davası açılması söz konusu olabilir. Tüm bunların yanında Borsa'daki uyuşmazlık çözüm sistemini tahkimden ayıran en önemli özelliklerden biri de uyuşmazlığı çözecek kişilerin belirlenmesi ile uyuşmazlığın hangi usul ve esaslara göre çözülmesi gerektiğine ilişkin taraf iradelerinin dikkate alınmaması ve tüm bu unsurların yasal mevzuat ile düzenlenmiş olmasıdır. Borsa İstanbul'un sistemi arabuluculuk da değildir. Zira, tarafların yargıya gitmemesi halinde Borsa İstanbul tarafından verilen kararın uygulaması tarafların iradesine bağlı değildir.

---

<sup>330</sup> Yargıtay 11. HD. 02.03.1996 T., 1996/1902 E. ve 1996/2336 sayılı kararı.

<sup>331</sup> Haluk Konuralp, Aynur Konuralp, "Borsa Uyuşmazlıkları" **Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan**, Ankara, 1998, s. 606.

2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğü döneminde borsa uyuşmazlıklarına ilişkin mevzuatta yer alan birçok düzenleme, 30.12.2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile mülga olmuş ve söz konusu Kanun ile borsa uyuşmazlıklarının çözümü hususu hükme bağlanmıştır. Aşağıda, 2499 sayılı SPKn ile 6362 sayılı SPKn ve ilgili mevzuat kapsamında borsa uyuşmazlıklarının çözümü hususuna ilişkin detaylı bilgiye yer verilmektedir.

## **2. 2499 Sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu Kapsamında Borsa Uyuşmazlıklarının Çözümü**

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğü döneminde, borsa uyuşmazlıklarının hızlı ve etkin bir biçimde sonuçlandırılabilmesi amacıyla 91 sayılı Menkul Kıymet Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname (91 sayılı KHK) ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği (İMKB Yönetmeliği) ile aracı kurumlarla yatırımcılar arasındaki uyuşmazlıkların Borsa yönetim kurulunca sonuçlandırılmasına ilişkin düzenlemeler yapılmış, bu suretle adli yargıya alternatif bir uyuşmazlık çözüm yöntemi geliştirilmiştir.

06.10.1983 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan mülga 91 sayılı KHK'nın<sup>332</sup> 13. maddesi uyarınca, Borsada gerçekleşen işlemlerden kaynaklanan ve üyelerin birbirleriyle ya da üyelerin müşterileriyle aralarında meydana gelen uyuşmazlıkların inceleme mercii borsa yönetim kurulları olarak belirlenmiştir. Söz konusu hükme göre, borsa üyeleri arasında çıkan uyuşmazlıkların hal mercii borsa yönetim kurulu olup; yönetim kurulu kararlarına karşı SPK'ya itirazda bulunulabilecektir. Borsa üyeleri ile müşteri arasındaki uyuşmazlıklar için de borsa yönetim kuruluna başvurulabileceği ve bu uyuşmazlıklarda tarafların yargı mercilerine başvuru hakkının saklı olduğu da düzenlenmiştir.

Borsa yönetim kurullarınca uyuşmazlığın çözülebilmesi için, söz konusu ihtilafın borsa işleminden kaynaklanması zorunluluk arz etmektedir. Borsa işlemi kavramı, Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında

---

<sup>332</sup> YSPKn'nun 140. maddesi uyarınca 91 sayılı KHK yürürlükten kaldırılmıştır.

Yönetmelik'in 54. maddesinde tanımlanmış ve İMKB Yönetmeliği'nin 35. maddesinde sınırları çizilmiştir. Bu hükümler uyarınca borsa işlemi, borsa yönetim kurulunca atanan borsa eksperleri huzurunda, borsaya intikal eden menkul kıymet arz ve talebinin, rekabet koşulları altında gerçekleşmesi olup, gerçekleşen alım veya satım emirlerinin tasfiyesi amacıyla tarafların karşılıklı yükümlülüklerini yerine getirmesiyle tamamlanmasıdır<sup>333</sup>. Uygulamada, müşteri tarafından aracı kurumlara verilen alım veya satım emirlerinin kısmen veya tamamen yerine getirilmemesi ya da talimata aykırı olarak yerine getirilmesi, talimat verilmediği halde aracı kurum tarafından müşteri hesabına alım veya satım yapılması, alım veya satım emri veren müşterinin para veya menkul kıymeti teslim borcunu yerine getirmemesi borsa işlemi sayılmıştır<sup>334</sup>. Böylece yatırımcının, borsa üyesine menkul kıymet alım/satımı için emir vermesi ile başlayan, bu emrin üye tarafından borsada gerçekleştirilmesi ve bu işlemin tasfiye edilmesi ile tamamlanan süreçteki işlemler olan, müşteriler tarafından borsa üyelerine iletilen alım-satım emirlerinin kısmen veya tamamen yerine getirilmemesine ya da talimata aykırı olarak yerine getirilmesine, talimat verilmediği halde borsa üyesi tarafından müşterisi hesabına alım-satım işlemleri yapılmasına, alım-satım işlemleri neticesinde tarafların üzerine düşen para veya menkul kıymeti

<sup>333</sup> Borsada taraflar arasında çıkan uyuşmazlıkların çözümü için öngörülen düzenlemelerde hareket edilen kıstas "borsa işlemi" kavramı olması nedeniyle uygulamada zaman zaman borsa işleminin kapsamı konusunda tereddütler oluşmuştur. Uygulama birliğinin sağlanması amacıyla Borsa tarafından konu hakkında SPK'dan görüş istenmiş ve SPK'nın konuya ilişkin olarak Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 54. maddesi ve 18.12.1985 tarih ve 18962 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan mülga İMKB Yönetmeliği'nin 56 ve 57. maddelerinden yola çıkarak verdiği görüş yazısında borsa işlemi tanımı yapmıştır. 1993 yılında verilen bu görüşe göre borsa işlemi, borsa yönetim kurulu tarafından atanan borsa eksperleri huzurunda, borsaya intikal eden menkul kıymet arz ve talebinin, rekabet koşulları altında karşılaşması olup, gerçekleşen alım veya satım emirlerinin tasfiyesi amacıyla tarafların karşılıklı yükümlülüklerini yerine getirmeleriyle tamamlanmış olmaktadır. Bu tanımla birlikte borsa işleminin sınırları belirlenmiştir. Taraflar arasındaki bir uyuşmazlığın Borsa'ya intikali durumunda, öncelikle ihtilafın borsa işleminden kaynaklanıp kaynaklanmadığına bakılmakta, borsa işleminden kaynaklandığı kanaatine varılması halinde ise uyuşmazlığın esası hakkında karar verilmektedir. Bu sürecin dışındaki uyuşmazlıklar ise örneğin taraflar arasında sözleşme ilişkisinin kurulması, borsada alım-satım işlemi tamamlandıktan sonra müşteri tarafından üye emanetine bırakılan menkul kıymetin teslim edilmemesine, virman talimatının hiç veya gereği gibi yerine getirilmemesine, sermaye artırımına ya da temettü dağıtımına ilişkin uyuşmazlıklar borsa işlemi dışında kabul edilmiştir. Böylece Borsa Yönetim Kurulu, ilgili mevzuat ve SPK'nın ilke kararı doğrultusunda yatırımcılar ile borsa üyeleri arasındaki uyuşmazlıkları, borsa işleminden doğduğu takdirde inceleme kapsamına almış, borsa işlemi kapsamında görmediği uyuşmazlıkları inceleme yetkisi olmadığı ya da uyuşmazlığın borsa işlemi tanımına girmediği gerekçesiyle reddine karar vererek bu tür uyuşmazlıkların adli yargının görev alanı içine girdiğini kabul etmiştir. Üyeler arasındaki uyuşmazlıkların ise borsa işlemlerinden doğduğu takdirde Borsa İstanbul bünyesinde çözümlenmesi zorunlu kılınmıştır.

<sup>334</sup> Konuralp, Konuralp, **a.g.e.**, s. 603.

teslim borcunun yerine getirilmemesine ilişkin olarak doğan uyuşmazlıklar borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıklar olarak kabul edilmiştir<sup>335</sup>.

Uyuşmazlık prosedürüne ilişkin hükümler mülga İMKB Yönetmeliği<sup>336</sup>'nin 42 ila 49. maddeleri arasında da düzenleme altına alınmıştır. Anılan hükümlere göre, borsa üyeleri arasında veya borsa üyeleri ile müşterileri arasında borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümünde borsa yönetim kurulu yetkilidir. Aynı Yönetmelik'in 44. maddesi hükmüne göre, borsa üyeleri arasında çıkan uyuşmazlıkların borsada çözümü zorunludur. Yatırımcılar ile borsa üyeleri arasında çıkan uyuşmazlıkların borsada çözümlenebilmesi için ise müşterinin borsaya başvurusu aranmaktadır. Ancak bu tür uyuşmazlıklarda yatırımcıya seçim hakkı tanınmış ve borsa yerine yargı mercilerine başvuru hakkı saklı tutulmuştur. Eğer yatırımcı uyuşmazlığın çözümü için borsaya başvurduğu halde, adli yargı yoluna gider ve dava açarsa, eğer daha öncesinden uyuşmazlığın çözümü için borsaya başvuru yapmışsa, dava sonuçlanıncaya kadar borsadaki dosyasının işlemde kaldırılabileceği da hükme bağlanmıştır<sup>337</sup>.

Ayrıca, mülga İMKB Yönetmeliği'nin 46. maddesinin 2. fıkrası çerçevesinde, Borsa Yönetim Kurulu'nun uyuşmazlığa ilişkin kararının taraflara tebliğini izleyen 10

---

<sup>335</sup> Aydın, **a.g.e.**, s. 172-173.

<sup>336</sup> 19.02.1996 tarih ve 22559 sayılı Resmi Gazete.

<sup>337</sup> İMKB Yönetmeliği m. 44/4 ile belirtilen adli yargıda dava açılması halinde dosyanın işlemde kaldırılabileceği düzenlemesi sadece borsa tarafından incelemenin devam etmesi ihtimaline ilişkindir. Kurulun yaptığı inceleme sürdüğü sırada taraflardan birinin adli yargıda dava açması halinde ise Kurul incelemesini yine devam ettirecektir. Bu nedenle Sermaye Piyasası Kurulu, dosya önüne geldikten sonra adli yargıda dava açılması halinde dahi incelemeye devam edecek ve İMKB kararının onanması ve bozulması hakkında bir karar verecektir. Ancak uygulamada Sermaye Piyasası Kurulu'nun bu yönde tesis ettiği iki işlem idare mahkemeleri tarafından iptal edilmiştir. 05/03/2002 tarih ve 2001/566 E., ve 2002/175 sayılı kararında Ankara 4. İdare Mahkemesi, Sermaye Piyasası Kurulu'nun, İMKB tarafından verilen kararın bozulmasına ilişkin olarak verdiği kararı "taraflar arasındaki uyuşmazlığın adli yargıya intikal ettiği, yargı yerinin vereceği kararın ihtilafın çözümünde esas olacağı bu nedenle ihtilafın hangi aşamada olursa olsun adli yargıda görülen dava sonuçlanıncaya kadar işlemde kaldırılabileceği gerekçesiyle" iptal edilmiştir. Bir diğer uyuşmazlıkta ise Ankara 7. İdare Mahkemesi 09/05/2002 T., 2001/1662 E., ve 2002/524 sayılı kararında Sermaye Piyasası Kurulu'nun, İMKB tarafından verilen kararı onayan kararını "davacının adli yargıda açtığı menfi tespit davasının 91 sayılı KHK'nin 13. maddesinde kastedilen yargı yolu olarak kabul edilmesi ve bu sebeple dosyanın Kurul tarafından işlemde kaldırılması mümkün değil ise de uyuşmazlığın adli yargıda çözümlenecek nitelikte olduğunun gözetilmesi gerektiği, bu nedenle uyuşmazlık konusu satış işleminde geçersiz saymayı gerektirecek nitelikte açık bir mevzuata aykırılık saptanmadığı halde uyuşmazlığın adli yargıda özel hukuk kurallarına göre çözümlenecek nitelikte olduğu gözetilmeksizin tesis edilen işlemde hukuka uygunluk bulunmadığı" gerekçesiyle iptal edilmiştir (Aydın, **a.g.e.**, s. 209).

iş günü içinde SPK'ya itiraz başvurusu yapılabileceği hüküm altına alınmıştır. Bu çerçevede, 1992 yılından 6362 sayılı SPKn'nun yürürlüğe girdiği tarih olan 30.12.2012'ye kadar, SPK'ya itiraz yoluyla yaklaşık 462 uyuşmazlık dosyası intikal etmiş ve yapılan itiraz incelemesi üzerine SPK Karar Organı'nca verilen kararlar nihai nitelik arz etmiştir.

Ayrıca anılan İMKB Yönetmeliği'nin 13. maddesi uyarınca, Borsa üyelerinin müşterilerine, diğer üyelere veya Borsaya verdikleri belirlenen ve kendileri tarafından karşılanmayan zararlara karşılık olarak, zarar görenlere Borsa tarafından yapılacak inceleme sonucuna göre teminattan ödeme yapılması yönetim kurulu tarafından sağlanacak olup; uyuşmazlıkların çözümü neticesinde anılan madde kapsamında hak sahiplerine ödeme yapılması söz konusu olmuştur<sup>338</sup>.

Öte yandan, 2499 sayılı SPKn'nun 40/B maddesi uyarınca kurulan Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'nin (TSPAKB veya Birlik) görev ve yetkilerini düzenleyen Birlik Statüsü'nün 6. maddesinin (g) bendinde *“Üyeleri arasında veya üyeleri ile müşterileri arasında borsa işlemleri dışındaki işlemlerden doğan uyuşmazlıkların çözümüne yardımcı olmak; bu amaçla, hakem listesi oluşturarak, tarafların mutabakatı halinde hakem veya hakemleri atamak suretiyle Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu<sup>339</sup> çerçevesinde tahkim hizmeti vermek”* Birliğin görevleri arasında sayılmıştır.

Anılan hükme dayanılarak, TSPAKB tarafından üyeleri arasındaki veya üyeleri ile müşterileri arasındaki borsa işlemleri dışındaki sermaye piyasası faaliyetlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümü için *“Tahkim Kuralları”* oluşturulmuştur. Söz konusu tahkim kurallarında, tarafların ihtilaflarını TSPAKB Tahkim Kuralları uyarınca tahkimle çözüleceğini yazılı olarak kararlaştırmış olmaları

---

<sup>338</sup> İMKB Yönetmeliği'nin 13. maddesi, 8.12.2012 tarih ve 28491 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren İMKB Üyeliğine ve Üyelik Esaslarına İlişkin Yönetmelik'in 34. maddesi ile yürürlükten kaldırılmıştır.

<sup>339</sup> Söz konusu hüküm, 6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu'nun (HMK) yürürlüğe giriş tarihinden önce düzenlenmiş olup; HMK m. 447/2 uyarınca mevzuatta, yürürlükten kaldırılan 1086 sayılı Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanununa (HUMK) yapılan yollamalar, HMK'nın bu hükümlerin karşılığını oluşturan maddelerine yapılmış sayılır.

halinde, bu kuralların geçerli olacağı hükme bağlanmış olup, bu konu ileride daha ayrıntılı şekilde incelenecektir.

### **3. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Kapsamında Borsa Uyuşmazlıklarının Çözümü**

Yatırımcılar ile yatırım kuruluşları arasındaki uyuşmazlıkların hızlı, etkili ve daha az maliyetli bir şekilde, mahkeme dışı yöntemlerle çözülmesine imkân veren uyuşmazlık çözüm sistemlerinin geliştirilmesinin sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcılara belirli düzeyde koruma sağlayan mekanizmalardan biri olduğu nazara alınarak, 6362 sayılı Kanun'da uyuşmazlık çözümüne ilişkin düzenlemelere yer verilmiş ve anılan yöntem ilk kez borsa mevzuatı dışında SPKn kapsamında düzenlemeye kavuşturulmuştur. Kanun'da, borsaların anonim şirket olarak yapılandırılacağına düzenlenmiş olduğu göz önüne alınarak piyasaların daha etkin ve adil işleyebilmesini teminen, ihtilafların çözümü de Kanun'un 70. maddesinin 1. fıkrasında hükme bağlanmıştır.

Söz konusu hüküm uyarınca, yatırım kuruluşlarının kendi aralarında veya müşterileriyle 67. maddenin 1. fıkrasının (b) ve (c) bentlerinde yer alan borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümlenmesine ilişkin usul ve esaslar borsa yönetim kurullarınca belirlenecektir. Belirtilen maddeye göre, borsa uyuşmazlıkları, “emirlerin iletilmesi ve eşleştirilmesi” ile “gerçekleştirilen işlemlere ilişkin yükümlülüklerin zamanında yerine getirilmesi” olarak iki tür borsa işleminden kaynaklanabilecektir. Ayrıca, yatırım kuruluşlarının kendi aralarındaki uyuşmazlıklar ve yatırım kuruluşları ile müşterileri arasındaki uyuşmazlıklar da kapsam dahilindedir. Yönetim kurulu kararlarının ilişkin olduğu tutarın 84. maddenin 5. fıkrasında yer alan tutardan fazla olması hâlinde bu karara karşı Kurul'a itirazda bulunulabilecektir. Yatırımcıların tazmini kapsamında tazminin azami sınırına yönelik 84. maddenin 5. fıkrası uyarınca, hak sahibi her bir yatırımcıya ödenecek azami tazmin tutarı yüz bin Türk Lirasıdır. Bu tutar her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır. Dolayısıyla, 2013 yılı için borsa yönetim kurulu kararlarının yüz bin Türk Lirası'nın üzerinde bir tutara ilişkin olması halinde, anılan karara karşı Kurul'a



itirazda bulunulması mümkündür.

Yukarıda bahsedilen madde hükmü değerlendirildiğinde 6362 sayılı YSPKn., uyuşmazlıkların çözümünde yetkili merci bakımından bir değişiklik getirmediği anlaşılmaktadır. Yeni düzenlemeye göre, yatırım kuruluşları ile müşterileri arasındaki uyuşmazlıklar esas itibariyle borsa yönetim kurulları tarafından çözülmeye devam edecek, borsa yönetim kurulu kararlarına yapılan itirazları ise SPK karara bağlayacaktır. Konuya uyuşmazlık çözme yetkisinin kapsamı açısından bakıldığında, 2499 sayılı Kanun döneminde borsa işlemleri olarak belirlenmiş olan kapsamın, 6362 sayılı Kanun'un 70. maddesinde 67. maddenin 1. fıkrasının (b) ve (c) bentlerine yapılan atıflar dolayısıyla, yine aynı sonuca varacak şekilde, emirlerin iletilmesi ve eşleştirilmesi ile gerçekleştirilen işlemlere ilişkin yükümlülüklerin zamanında yerine getirilmesinden kaynaklanan uyuşmazlıklar olarak belirlendiği görülmektedir. 2499 sayılı Kanun döneminde, ilgili borsa düzenlemeleri uyarınca borsanın ancak borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümüne yetkili olduğunun düzenlenmiş olması, borsa işleminin ise mevzuatta yer alan değişik hükümlerin yorumlanması suretiyle uyuşmazlık çözme yetkisinin kapsamının belirlendiği nazara alındığında, 6362 sayılı Kanun ile açık bir şekilde uyuşmazlık çözme yetkisinin kapsamının belirlenmiş olması yerinde görülmektedir<sup>340</sup>.

Bu çerçevede, her ne kadar Kanun'da uyuşmazlık çözümüne yönelik düzenleme yapılması ve konunun yasal zemine kavuşturulması olumlu bir gelişme olarak görülse de, söz konusu düzenleme bazı yönleriyle eleştiriye açıktır. Öncelikle, Kanun'da uyuşmazlıkların borsa yönetim kurullarınca idari yolla çözümünün sadece borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklarla sınırlı tutulması uygun olmamıştır. Yatırımcılar ile yatırım kuruluşları ve diğer sermaye piyasası kurumları arasında borsa işlemleri dışındaki işlem ve hizmetler nedeniyle de uyuşmazlıkların ortaya çıkması mümkün olup, bu tür uyuşmazlıklara da alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemi sunulması yatırımcıların korunmasının bir gereğidir. Esas olan, yatırımcıların sermaye piyasası kurumları ile olan ilişkilerden kaynaklanan tüm uyuşmazlıklarının

---

<sup>340</sup> Nusret Çetin, Hatice Ebru Töremiş, Zeynep Cantimur, **6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistematik Analizi**, Ankara, Yetkin, 2014, s. 189.

çözümüne olanak sağlayan bir sistemin geliştirilmesidir. Bu çerçevede, Kanun'daki kapsamın sınırlı bir koruma sağladığının ve kapsamın genişletilmesinin yatırımcılara sağlayacağı koruma alanının genişleteceğinin de gözden uzak tutulmaması gerekmektedir<sup>341</sup>.

Ayrıca, 2499 sayılı Kanun döneminde borsa kararlarına karşı herhangi bir sınırlamaya tabi tutulmaksızın Kurul nezdinde itiraz imkânı bulunmakta iken, 6362 sayılı Kanun itiraz imkânını yüz bin Türk Liralık itiraz sınırı ile kısıtlamıştır. Bu kısıtlama, Kurul nezdinde itiraz yoluna başvurulabilecek borsa kararlarını, miktar veya değeri bu tutarın üzerinde olanlarla sınırlandırmakta ve *“...söz konusu uyuşmazlıklara ilişkin itiraz incelemesi için harcanan emek, zaman, masraf ve iş yüküne nazaran, şikâyete konu işlem tutarı orantısız ölçüde düşük olan uyuşmazlıklar hakkındaki borsa kararlarına karşı Kurul nezdinde itiraz yolu kapatılmaktadır...”* şeklinde gerekçelendirilmektedir. Yatırımcının korunması bakımından geriye gidiş olarak değerlendirilebilecek bu sınırlama, aynı zamanda belirlenen miktarın yüksekliği bakımından da eleştiriye açıktır. Yüz bin Türk Liralık sınır çoğu kez küçük miktartlı işlemler nedeniyle zarara uğrayan bireysel yatırımcıların zararlarının çok üzerinde kalabilecek bir miktardır. Anılan sınır, uyuşmazlığın bir noktada sonlandırılması bakımından faydalı olabilir, ancak piyasalardaki küçük yatırımcıların yapmış olduğu işlemler dikkate alınarak söz konusu sınırın daha düşük bir tutarın, örneğin 6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu'nda temyiz yoluna başvurulabilecek kararlara ilişkin olarak belirlenen miktarların esas alınması maksada uygun olacaktır<sup>342</sup>. Nitekim bu hüküm kapsamında belirlenen uyuşmazlık tutarı dolayısıyla SPK'ya yapılan itiraz başvurularında dikkat çekici bir azalma yaşandığı da konuyla ilgili görüşleri alınan SPK yetkilileri tarafından ifade edilmiştir.

SPK tarafından 6362 sayılı SPKn'nun 65, 67 ve 73. maddelerine dayanılarak çıkarılan Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik<sup>343</sup> (Borsa Yönetmeliği) ile borsa uyuşmazlıklarına ilişkin hükümlere yer verilmiştir. Söz konusu Yönetmelik'in 17. maddesinin 1.

<sup>341</sup> Çetin, Töremiş, Cantimur, **a.g.e.**, s. 189-190.

<sup>342</sup> Çetin, Töremiş, Cantimur, **a.g.e.**, s. 190.

<sup>343</sup> 19.07.2013 tarih ve 28712 sayılı Resmi Gazete.

fıkrasının (n) bendi uyarınca, borsa işlemlerinde çıkabilecek uyuşmazlıkları inceleyerek sonuçlandırmak, münhasıran Borsa yönetim kurulunun görevi olup, söz konusu görev genel müdüre devredilemez. Aynı Yönetmelik'in 37. maddesinde ise, Kanun'un 70. maddesine paralel bir düzenlemeye yer verilmiş; ek olarak uyuşmazlık başvurusunun incelenebilmesi için SPK'nın onayı alınmak suretiyle hizmet bedeli alınmasına borsa yönetim kurulunca karar verilebileceği ve uyuşmazlıkların Kanun'un 74/2-(g) bendi çerçevesinde tahkim yoluyla da çözülebileceği düzenleme altına alınmıştır.

Kanun'un 67. maddesinin 1. fıkrasının (f) bendi uyarınca, uyuşmazlıkların çözümü borsacılık faaliyetlerine ilişkin esaslar arasında sayılmış ve bu uyuşmazlıkların çözümlenmesine ilişkin usul ve esasların, borsa tarafından hazırlanan ve SPK tarafından onaylanan yönetmelik ile belirleneceği hükme bağlanmıştır. Bu çerçevede, Borsa İstanbul A.Ş. tarafından Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği hazırlanmış ve 19.10.2014 tarih ve 29150 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Söz konusu Yönetmelik'in 47 ila 50. maddelerinde, uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin usul ve esaslar düzenleme altına alınmıştır. Yönetmelik'in 47. maddesi uyarınca, işlem yapma yetkisi verilenlerin kendi aralarındaki uyuşmazlıkların taraflardan birinin, işlem yapma yetkisi verilenler ile müşteriler arasındaki uyuşmazlıkların ise müşterilerin başvurusu halinde, Borsa yönetim kurulu tarafından çözümleneceği, tarafların anılan uyuşmazlığa ilişkin olarak resmi yargıya ya da tahkim yoluna başvurmalarına engel bulunmadığı hükme bağlanmıştır. Yönetmelik'in 48. maddesi ile, uyuşmazlık başvurusunun yazılı bir dilekçe ile ve SPK tarafından onaylanan uyuşmazlık hizmet bedeli ödenmesi suretiyle yapılacağı, uyuşmazlık başvuru süresinin ise, uyuşmazlığa konu ilk borsa işleminin gerçekleştiği tarihten itibaren iki yıl olduğu hususları düzenlenmiştir. Yönetmelik'in 50. maddesinde ise, şikâyetten vazgeçilmesi, sulh olunması veya yargıya başvurulması hâllerinde, Uyuşmazlık Komitesi tarafından uyuşmazlık dosyasının işleminden kaldırılmasına karar verileceği, ayrıca başvurunun yapılmamış sayılması, şikâyetten vazgeçilmesi, tahkim

ya da yargı yoluna başvurulması veya tarafların sulh olmaları hâlinde aynı uyuşmazlık hakkında Borsaya yeniden başvuru yapılamayacağı belirtilmiştir.

6362 sayılı YSPKn'nun 74. maddesinin 2. fıkrasının (g) bendinde, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'ne (TSPB), üyeleri olan yatırım kuruluşlarının YSPKn kapsamındaki faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümüne ilişkin gereken altyapıyı kurma ve yönetme yetkisi verilmiştir. Söz konusu hüküm kapsamında, tüm müşteri uyuşmazlıklarının TSPB tarafından oluşturulacak tahkim sistemi yoluyla çözülmesinin mümkün olup olmadığı konusu SPK tarafından yapılacak bir düzenleme ya da ilke kararı ile açıklığa kavuşturulması gerekmektedir. Birlikte söz konusu madde metninin lafzi yorumundan, tahkime başvuru için önceki mevzuatta yer alan "borsa işlemleri dışındaki işlemlerden kaynaklanan uyuşmazlıklar" şartı kaldırılarak tüm müşteri uyuşmazlıkları için tahkime başvuru yapılabileceği imkanı getirildiği düşüncesindeyiz. Ayrıca kanaatimizce, bu konuda yapılacak bir düzenlemede, YSPKn'nun 74/2/(g) hükmü uyarınca TSPB tarafından kurulacak tahkim sisteminin ihtiyari mi yoksa zorunlu mu olacağı, bu tahkim sisteminin borsa yönetim kurulları tarafından yerine getirilmesi gereken borsa uyuşmazlığı prosedürünün bir muadili olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceği hususlarının da belirtilmesi uygun olacaktır.

Mevcut durumda uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin süreç detaylı olarak 18.07.2012 tarihinde yürürlüğe giren Borsa İstanbul A.Ş. Uyuşmazlık Komitesi Çalışma Usul ve Esasları Yönergesi'nde (Yönerge) düzenlenmiştir.

#### **4. Borsa İstanbul A.Ş. Uyuşmazlık Komitesi Çalışma Usul ve Esasları Yönergesi'ne Göre Uyuşmazlıkların Çözümü**

##### **a. Uyuşmazlık Komitesinin Oluşumu**

Yönerge m. 5'e göre Borsa üyeleri arasında, borsa işlemlerinden<sup>344</sup> doğan uyuşmazlıkların Borsada çözümü zorunludur<sup>345</sup>. Üyeler ile üyelerin müşterileri

<sup>344</sup> Yönergeye göre Borsa işlemi, borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarına ait emirlerin borsaya iletilmesi, bu emirlerin borsa kurallarına göre eşleştirilmesi ve bu surette gerçekleştirilen işlemlere ilişkin yükümlülüklerin borsanın, ilgili takas kuruluşlarının ve saklamacı kuruluşların düzenlemelerinde belirtilen yöntem ve sürede yerine getirilmesini ifade etmektedir (Yönerge m. 5/3).

<sup>345</sup> Söz konusu hükümde her ne kadar "zorunludur" ifadesi yer alıyor olsa da bu ifade şeklini borsa üyelerinin devlet mahkemelerine müracaat imkanının ortadan kaldırıldığı şeklinde anlaşılmalıdır.

arasında borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların, tarafların başvurusu halinde Borsada çözümlenmesi mümkün olmakla birlikte, tarafların yargı mercilerine başvuru hakkı da saklıdır. Borsa üyeleri arasında veya Borsa üyeleri ile üyelerin müşterileri arasında borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümünde, yönetim kurulu yetkilidir; bu konuda, Yönetim Kuruluna Uyuşmazlık Komitesi yardımcı olur (Yönerge m. 6/1). Uyuşmazlık komitesi, genel kurulca gösterilen adaylar arasından grup ayrımı yapılmaksızın ikişer yıl için yönetim kurulunca seçilen bir başkan ve iki üyeden oluşur. Komitenin raportörlüğünü borsa hukuk müşavirliği ve hukuk işleri müdürü yapar.

Komite, Borsa işlemlerine ilişkin olarak, üyeler ve üyelerle müşterileri arasında çıkan uyuşmazlıkların borsada idari yoldan çözümü için yönetim kuruluna görüş bildirmek suretiyle yardımcı olur. Komite veya komite adına raportör, uyuşmazlık ile ilgili her türlü incelemeyi yapmaya, tarafları ve tanıkları dinlemeye, Borsa Başkanlığından bilirkişi tayinini istemeye yetkilidir. Komitenin çalışmasında veya Komite üyeleri arasındaki iş bölümünde komite başkanı yetkili ve sorumludur.

Uyuşmazlık Komitesi, en az iki üyenin hazır bulunması ile ve ayda bir defadan az olmamak üzere Borsada toplanır. Komitenin toplantıları gizli olup, komite üyeleri ve komite raportörü ya da raportörün belirlediği Borsa görevlisi dışında hiç kimse toplantılara katılamaz. Uyuşmazlık Komitesi üyeleri, kendilerini ve temsil ettikleri kuruluşları ilgilendiren konulara ilişkin komite çalışmalarına ve karar oylamalarına katılamazlar. Komite görüşü için en az iki üyenin oyu gerekir. Çekimser oy kullanılamaz. Karşı oy kullanan üye, gerekçesini kararda belirtmek zorundadır. Komite, uyuşmazlık başvurusunun yapıldığı tarihten itibaren toplam 130 iş günü içinde incelemeyi tamamlayarak, görüşünü Yönetim Kuruluna sunar.

---

Çünkü, Yönergenin 14/4. maddesinde yer alan “Uyuşmazlığın taraflarınca, adli yargı yoluna başvurulması durumunda, Borsa üyesi bu durumu öğrendiği tarihten itibaren üç iş günü içerisinde Borsaya bildirmek ve nihai karar verildiğinde bu kararı tebellüğ ettiği tarihten itibaren üç iş günü içerisinde Borsaya ibraz etmekle yükümlüdür” ve 15/2. maddesinde yer alan “Borsa üyeleri ile üyelerin müşterileri arasındaki uyuşmazlıklarda, yargı yoluna başvurulması halinde, dosya işlemden kaldırılır.” hükümlerinden de anlaşılacağı üzere tarafları borsa üyesi olan bu tür uyuşmazlıklar için de devlet mahkemelerine başvuru imkanı her zaman mevcuttur.

## b. Başvuru Sürecine İlişkin Usul ve Esaslar

Uyuşmazlık çözüm süreci, taraflardan birinin yazılı olarak Borsaya başvurması ve hizmet bedelini<sup>346</sup> ödemesi ile başlar (Yönerge m.10). Başvuru sahibi, dilekçesinde tarafların isim ve adresleri, uyuşmazlığın konusu, maddi olaylar, hukuki sebepler, ispatlayıcı deliller ile son talebini belirtir ve başvurusuna ilişkin belgeler ile hizmet bedelinin ödendiğine ilişkin makbuzu dilekçesine ekler. Başvuru, komite raportörü tarafından ön değerlendirmeye tabi tutulur. Dilekçede veya belgelerde eksiklik bulunması halinde tamamlanması için başvuru sahibine onbeş gün süre verilir. Verilen süre içerisinde eksikliklerin tamamlanmaması halinde, başvuru yapılmamış sayılır.

Ancak uygulamada çoğu kez, müşteri tarafından verilen başvuru dilekçesinin yukarıda belirtilen şekil şartlarını taşımadığı görülmektedir<sup>347</sup>. Üye hakkında şikâyette bulunmak isteyen ve zararının giderilmesini isteyen yatırımcı, basit bir dilekçe ile başvuruda bulunmaktadır. Şikâyetin yöneltildiği üye tarafından olayla ilgili bütün bilgi ve belgelerin cevap dilekçesi ile birlikte dosyaya sunulması ve Borsa'nın diğer müdürlükleri nezdinde tutulan kayıtların temin edilmesi ile uyuşmazlık incelemeye hazır hale gelmektedir. Sonuç olarak, başvuru dilekçesinin şekil şartları ile ilgili düzenlemeleri emredici mahiyette olmadığı için bu şartları taşımayan dilekçenin usulen reddi söz konusu değildir<sup>348</sup>.

Borsa Başkanlığı, uyuşmazlık hizmet bedelinin yatırıldığına ilişkin makbuzun Borsaya ibrazını izleyen üç iş günü içerisinde, dilekçe örneğini veya komite raportörlüğü tarafından hazırlanan talep özetini, cevap vermesi için karşı tarafa tebliğe çıkarır. Cevap süresi beş iş günüdür. Talep halinde ilgililere, on iş gününü geçmeyecek şekilde ek süre verilebilir. Süresi içerisinde yazılı cevap dilekçesinin verilmesinden veya herhangi bir cevap verilmeksizin sürenin sona ermesinden sonra, dosya incelenmek üzere Başkanlık tarafından komiteye sevk edilir.

---

<sup>346</sup> Borsa Yönetim Kurulu'nun 18.07.2012 tarihli toplantısında, Borsa İstanbul Uyuşmazlık Komitesi Çalışma Usul ve Esasları Yönergesi'nin 10. maddesi uyarınca, borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümü için Borsa İstanbul'a yapılan başvurulardan 200 TL uyuşmazlık hizmet bedeli alınmasına karar verilmiştir.

<sup>347</sup> Turan, **a.g.e.**, 21.

<sup>348</sup> Turan, **a.g.e.**, 21.

Raportör tarafından 60 iş günü içinde hazırlanan rapor Komiteye sunulur. Komite, dosya üzerinde gerekli incelemeyi tamamladıktan sonra, uyuşmazlık konusunda bulunduğu çözüme ilişkin görüşünü, dayanağını teşkil eden belgelerle birlikte, yazılı olarak, Borsa Başkanlığına sunar.

Üyeler arasındaki ihtilaflarda usul hükümlerindeki genel dava zamanaşımı uygulanır (Yönerge m. 11/1). Borsa üyeleri ile müşterileri arasındaki ihtilaflarda, uyuşmazlığın oluştuğu tarihi takip eden ikinci takvim yılından sonra yapılan başvurular Borsa tarafından incelenmez (Yönerge m. 11/2).

### **c. İnceleme Prosedürü**

Uyuşmazlığın incelenmesi yapılırken öncelikle taraflarının, kendisine borsada işlem yapma yetkisi verilmiş olan borsa üyesi<sup>349</sup> ile müşterisinden oluşması ve bu şekilde taraf teşkilinin sağlanması gerekmektedir. Borsa yönetim kurulu, yaptığı ön incelemede borsa üyesinin borsada işlem yapmaya yetkili olup olmadığını, yatırımcının ise şikayette bulunduğu borsa üyesinin müşterisi olup olmadığını incelemektedir.

Borsa yönetim kurulu, yaptığı incelemede öncelikle söz konusu uyuşmazlıkta taraf teşkilinin sağlanıp sağlanmadığını ve uyuşmazlık konusunun borsa işleminden kaynaklanıp kaynaklanmadığını tetkik eder. Taraf teşkili sağlanmamışsa veya uyuşmazlık borsa işleminden kaynaklanmıyorsa yetkisizlik kararı alır. Örneğin gerçekleşmeyen alım emri için müşterinin verdiği kaparoyu üyeden alamaması bir borsa işlemi değildir ve Borsa yönetim kurulu bu tür bir uyuşmazlıkta yetkisizlik

---

<sup>349</sup> Borsa üyeliği sıfatının kazanılmasının öncelikle Sermaye Piyasası Kurulu'ndan sermaye piyasası araçlarının alım-satımı için izin ve bu faaliyete ilişkin yetki belgesi alınmasının yanı sıra Borsa yönetim kurulunun, Borsa'da ilgili üyenin alım-satım aracılık edebileceği yönünde bir karar alması gerekmektedir. Üyenin aracılık faaliyetlerinin SPK tarafından durdurulduğu, yetki belgesi iptal edildiği takdirde Borsa yönetim kurulu, borsa üyesinin taraf sıfatı ortadan kalktığından şikayetleri inceleme yetkisini yitirecek ve yetkisizlik kararı verecektir. Faaliyet iznine dair yetki belgesi SPK tarafından iptal edilen ve Borsa üyeliği kaldıran şirket, tüzel kişiliğini yitirmez. Ana sözleşmesini ve ticaret unvanını değiştirerek başka faaliyet alanlarına yönelebilir (Çağlar Manavgat, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**, Ankara, 1991, s. 97). Bu durumda mağdur olduğunu ileri süren karşı tarafın SPK'na başvurma veya tüzel kişiliği devam eden aracı kuruluş hakkında aralarında komisyonculuk ilişkisine dayalı olarak dava açma hakkı vardır (Arzu Girgin, "Borsa Üyeleri ile Menkul Kıymet Yatırımcıları Arasındaki Uyuşmazlıklar", Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1996, s. 108).

kararı almak durumundadır. Müşterinin böyle bir durumda adli yargıya başvurma hakkı vardır. Müşteri adli yargıda koşulları gerçekleşmişse sebepsiz zenginleşmeye dayanarak uyuşmazlığa konu kaparoyu tahsil etmek için dava açabilir. Borsa ve sermaye piyasası mevzuatında ise bu tür alacağın iade ve tazminine ilişkin özel kurallar yoktur<sup>350</sup>.

Borsa yönetim kurulu, yetkili olduğuna karar verirse; uyuşmazlığın esasına girer ve incelemeye öncelikle taraflar arasında akdedilen bir alım satım aracılık sözleşmesi bulunup bulunmadığı ve bu sözleşmede yer alan hükümlerin neler olduğunu araştırarak başlar. Bunun yanı sıra, müşterinin emirlerini genellikle sözlü mü yoksa yazılı mı verdiği, sözlü veriyorsa; emrin, sıra numarasını takip eden listelere alınış sırasında üye veya temsilci tarafından kaydedilip kaydedilmediği, müşteri emir numarasının ve kodunun müşteriye bildirilip bildirilmediği, verilen emrin üye tarafından müşteri imzası aranmaksızın yazılı hale dönüştürülüp dönüştürülmediği, numaratorle veya bilgisayarla müteselsilen numara verilip verilmediği hususlarını; emir yazılı olarak veriliyorsa, müşteri emir formundaki imzanın müşteriye aidiyeti konusunda itirazın olup olmadığı araştırılır. Borsa yönetim kurulu, borsa günlük işlem defterini inceleyerek ihtilaf konusu işlemlerin, borsa seansında gerçekleşmiş olup olmadığını, müşteri hesabı üzerinde işlem yapan üye çalışanlarının yetkili olup olmadığını, müşteri ile üyenin uyuşmazlık dosyasına sunduğu ekstreler arasında farklılık olup olmadığını, hesap ekstrelerini, tediye ve tahsilat makbuzları düzenlenip düzenlenmediğini ve bu belgelerde imzaya ilişkin bir itiraz olup olmadığını, üyenin ihbarname gönderme yükümlülüğünü yerine getirip getirmediğini inceler.

Borsa Yönetim Kurulu, borsa ve sermaye piyasasında hakim olan ilke ve kurallar uyarınca; uyuşmazlıkları, mevzuat, örf-adet ve teamüllere göre çözümler. Borsa mevzuatında tatbik edilecek hüküm bulunmadığı takdirde Borçlar Kanunu'nda yer alan komisyon ve vekalet sözleşmesi hükümleri burada işleyecek; tarafların hak ve borçları bu çerçevede tespit edilecektir<sup>351</sup>. Yönetim Kurulu, müşterinin haklı olduğu yönünde karar verirse; bu karar, nakit alacaklarda ticari faiz, hisse senedi

---

<sup>350</sup> Girgin, **a.g.e.**, s. 114.

<sup>351</sup> Aydın, **a.g.e.**, s. 222.



alacaklarında hisse senetlerinin getirilerini de (rüçhan hakkı, temettü alacağı vb.) içerecektir<sup>352</sup>.

#### **d. Kararlara İtiraz**

Taraflar, yönetim kurulu kararının tebliğini izleyen on işgünü<sup>353</sup> içinde SPK'ya itiraz edebilir ve SPK, itirazlara ilişkin kararını en çok yedi işgünü içinde vermek durumundadır<sup>354</sup>. SPK kararı ile idari başvuru yolları tamamlanmış olmaktadır. Taraflar SPK'nın kararına karşı idari yargı yoluna başvurabilirler (Yönerge m. 18).

Diğer taraftan, idarenin kararlarına karşı yargı yoluna başvurulması için tüm idari yolların tüketilmesi gerekir. Dolayısıyla taraflar Borsa'nın uyuşmazlığın çözümüne ilişkin kararlarına karşı doğrudan idari yargı yoluna başvuramazlar. Bu nedenle itirazda bulunan taraf, öncelikle SPK'ya başvurmak<sup>355</sup> durumundadır. İlgili tarafın doğrudan idari yargıya başvurması halinde dilekçe, idari merci tecavüzü gerekçesiyle, mahkeme tarafından görevli idari mercie tevdi edilir. Dilekçelerin görevli mercie tevdi halinde, ilgili mahkemeye başvuru tarihi, idari mercie başvuru tarihi olarak kabul edilir (İdari Yargılama Usulü Kanunu m. 27).

Sermaye Piyasası Kurulu, itiraz üzerine yaptığı inceleme sonucunda, Borsa yönetim kurulu kararını ya onar ya da gerekçelerini belirtmek suretiyle bozar. Sermaye Piyasası Kurulu'nun bu tür kararları nihai mahiyettedir. Buradaki nihailikten kasıt, Borsa yönetim kurulunun Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararlarına uymak zorunda olmasıdır. Yani eğer SPK bozma kararı verirse Borsa yönetim kurulu bu karara direnemez, Kurul kararı çerçevesinde hareket eder. Dolayısıyla burada idari açıdan bir nihailikten söz edilir; yoksa Sermaye Piyasası Kurulu kararlarının yargısal açıdan

---

<sup>352</sup> Girgin, **a.g.e.**, s. 115.

<sup>353</sup> Yönerge'nin 18. maddesinde yer alan "onbeş iş günü" ifadesi, 05.03.2014 tarih ve 2014/10 sayılı Borsa İstanbul A.Ş. yönetim kurulu kararı ile "on iş günü" olarak değiştirilmiştir.

<sup>354</sup> Borsa uyuşmazlıklarının çözümüne ilişkin Yönerge'de öngörülen sistem, uyuşmazlıkların süratli bir biçimde çözülmesi amacını güden bir sistemdir. Bu sebeple süreler, adli yargıdaki sürelerle göre oldukça kısa tutulmuştur (Turan, **a.g.e.**, s. 23).

<sup>355</sup> Uygulamada borsa üyeleri ile müşteriler arasında çıkan uyuşmazlıklarda, Borsa Yönetim Kurulu'nun verdiği kararlara karşı Sermaye Piyasası Kurulu'na sıklıkla itiraz edildiği görülmekte ve bu durum hukuki açıdan bir karmaşaya yol açmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu kararı aleyhine çıkan taraf, bu karar aleyhine idari yargı yoluna başvurduğu takdirde bir özel hukuk uyuşmazlığının idari yargı organlarınca incelenmesine sebep olmaktadır.

nihai olduğunu söylemek mümkün değildir.

İdare mahkemesinin Kurul kararını esastan hukuka aykırı olduğu gerekçesiyle iptal etmesi halinde, bir özel hukuk uyuşmazlığı hakkında verilen kararın hukuka uygunluğunun idare mahkemesi tarafından denetlenmesi gibi bir durumun ortaya çıkması hususuna ilişkin olarak; bir yatırımcı ile aracı kuruluş arasındaki uyuşmazlık hakkında SPK tarafından verilen karara karşı Ankara 8. İdare Mahkemesi'nde açılan iptal davasında, Mahkemenin uyuşmazlığın adli yargının görev alanına girdiği gerekçesiyle verdiği görev yönünden red kararı, Danıştay 10. Dairesi.'nin 25.11.1996 tarihli kararı<sup>356</sup> ile bozulmuştur<sup>357</sup>. Anılan bozma kararına karşı Mahkemece verilen direnme kararına karşı temyiz yoluna gidilmesi üzerine, Danıştay İdari Dava Daireleri Genel Kurulu 26.6.1998 tarihli kararında<sup>358</sup>, ilk derece mahkemesinin direnme kararını aynı gerekçelerle bozmuştur. Böylelikle, borsa üyesi ile yatırımcı arasındaki ilişkinin bir özel hukuk ilişkisi olduğundan bahisle, borsa uyuşmazlığı hakkında SPK'nın verdiği karara karşı idare mahkemesinin esastan bir inceleme yapmasına engel bulunmadığı, yukarıda belirtilen üst derece mahkemesi içtihatları ile kabul edilmiş durumdadır<sup>359</sup>.

SPK tarafından Borsa kararına karşı yapılan itiraz sonucu yapılan inceleme ve verilen kararın nasıl bir işlem ya da faaliyet olduğuna bakılmasında yarar vardır. Burada, idareye bir özel hukuk uyuşmazlığının çözümüne ilişkin kararı, hukuka uygunluk bakımından denetleme yetkisi verildiği görülmektedir<sup>360</sup>. Borsanın uyuşmazlık hakkında verdiği karara karşı SPK'ya itiraz edilebilmesi ve SPK'nın Borsa kararını inceleyerek bozma ya da onama yönünde karar vermesi, SPK'nın sermaye piyasasının önemli bir bölümünü oluşturan menkul kıymet borsaları üzerindeki genel gözetim ve denetim yetkisinin bir parçasıdır. Diğer bir deyişle SPK'ya, Borsa'nın kararı hakkındaki itirazları karara bağlama yetkisi, denetim görev ve yetkisinin bir gereği olarak verilmiştir ve SPK burada bir yargı organı gibi değil, denetim görevini

---

<sup>356</sup> Danıştay 10. Dairesi'nin 25.11.1996 tarih ve E.1995/6027, K.1996/7741 sayılı kararı.

<sup>357</sup> Turan, **a.g.e.**, s. 24.

<sup>358</sup> Danıştay İdari Dava Daireleri Genel Kurulu'nun 26.6.1998 tarih ve 1998/355-277 sayılı kararı.

<sup>359</sup> Turan, **a.g.e.**, s. 24.

<sup>360</sup> Konuralp, Konuralp, **a.g.e.**, s. 607.

yerine getiren bir idare organı olarak hareket etmektedir<sup>361</sup>. Nitekim bu husus Danıştay İdari Dava Daireleri Genel Kurulu'nun 26.6.1998 tarih ve E.1998/355, K.1998/277 sayılı kararında da tespit edilmiştir. Buna göre, SPK borsa uyuşmazlıkları hakkında borsa kararını hukuki bakımından denetlerken, bir anlamda Sermaye Piyasası Kanunu ile kendisine verilen sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını denetleme görevini yerine getirmektedir.

### **e. Sulh Olma ve Şikâyetten Vazgeçme**

Uyuşmazlık konusunun Borsaya intikal ettirilmesinden sonra, tarafların her zaman sulh yoluyla anlaşmaları mümkündür. Sulh yoluyla anlaşma halinde Borsa üyesi, durumu derhal Borsa Başkanlığına bildirmekle yükümlüdür. Uyuşmazlıkla ilgili şikâyette bulunan, incelemenin her safhasında talebinden kısmen veya tamamen vazgeçebilir. Vazgeçilen şikâyet hakkında Borsaya yeniden başvuru yapılamaz (Yönerge Md: 14/1).

Şikâyetten vazgeçilmesi halinde, Yönetim Kurulu uyuşmazlık dosyasının işleminden kaldırılmasına karar verir. Borsa üyeleri ile üyelerin müşterileri arasındaki uyuşmazlıklarda, yargı yoluna başvurulması halinde de dosya işleminden kaldırılır.

## **D. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Arabuluculuk Yolu ile Çözümü**

### **1. Genel Olarak**

Arabuluculuk, tarafsız ve görüşme tekniklerinde eğitilmiş bir kişinin yardımıyla tarafların gayri resmi ve gönüllü olarak karşılıklı kabul edilebilir bir çözüme varmalarını sağlayan bir süreçtir. Arabuluculuğu diğer uyuşmazlık çözüm yöntemlerinden ayıran özellik, arabulucunun herhangi bir çözümü zorlamaması, daha çok tarafların kendi çözümlerini bulmalarına yardım etmesidir. Arabuluculuk yönteminde uyuşmazlığın çözümüne ilişkin çalışmalar tarafların ihtiyaçlarına ve arabulucunun tarzına bağlı olarak her uyuşmazlık konusunda farklılık göstermektedir. Genellikle taraflar sorunu görüşmek üzere yüz yüze bir araya getirilmekte ve

---

<sup>361</sup> Turan, a.g.e., 20.

arabulucu iki taraftan edindiği bilgiler çerçevesinde taraflar arasındaki karşıtlığı azaltarak onları konuya ilişkin anlamlı bir diyalog zeminine getirmeye, daha önce yeterli düzeyde değerlendirilmediği ve tartışılmadığı düşünülen konuları tartışmaya açmaya, tarafların durumlarını, teklif ve önerilerini daha anlaşılır ve net bir dille ifade etmelerini sağlamaya, gözden kaçtığı düşünüldüğü konulara dikkat çekmeye ve tarafların gerçek çıkarını ortaya koymaya, taraflara birbirlerinin görüşlerini ve bakış açılarını anlama konusunda yardım etmeye, tarafların taleplerini gerçekçi bir çizgide sınırlamaya, alternatif çözüm yolları ve öneriler geliştirmeye ve taraflar arasında olumlu bir iletişim geliştirerek beklenmedik tepkileri önlemeye çalışmaktadır<sup>362</sup>.

Arabuluculuğun tahkimden en önemli farkı, arabulucunun bağlayıcı bir karar verme gücüne sahip olmamasıdır. Tahkimde hakem tarafların ifadeleri ve sundukları deliller üzerinden tıpkı mahkemede olduğu gibi yargılama yapmakta ve bağlayıcı bir hüküm vermekteyken, arabulucu, taraflar ile uyuşmazlığa ilişkin karşılıklı iletişimin sağlanması ve ortak bir çözüme ulaşılabilmesi için görüşmelerde bulunmaktadır. Bu çerçevede, arabuluculuğu diğer uyuşmazlık çözümlerinden ve tahkimden ayıran özellik, arabulucunun bir çözümü zorlamaması, daha çok tarafların kendi çözümlerini bulmalarına yardım etmesidir. Dolayısıyla arabuluculuk tahkimin tersine yargısal bir süreç değildir. Karşılıklı bir iyi niyet göstergesi ve taraflar arasındaki uyuşmazlığa ilişkin bir tarafın kaybettiği diğer tarafın kazandığı bir hak arama mücadelesinden daha ziyade, her iki tarafın da menfaatine olabilecek çözüm yollarının bulunması sürecidir. Ayrıca arabuluculuk süreci ve sonucu gizlidir. Genel itibariyle tahkimde de gizlilik esas olmakla birlikte, tahkim sonucu verilen bir karar iptal veya tenfiz davasına konu olursa durum değişebilir ve söz konusu karar kamuya açık hale gelir.

Sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde genel yargı sistemi dışında alternatifler sunulması ve arabuluculuk yönteminin uygulanmasında öz düzenleyici kuruluşların (self-regulatory organizations-SRO) önemli bir fonksiyon üstlendikleri görülmektedir. Bu bağlamda son yıllarda sermaye piyasası hukukuna ilişkin pek çok düzenleme öz düzenleyici kuruluşlar tarafından

---

<sup>362</sup> Ayça Özer, “Aracı Kuruluşlar ile Yatırımcılar Arasında Sermaye Piyasası Faaliyetlerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıkların Çözümünde Arabuluculuk Yöntemi”, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2002, s. 24.

yapılmaktadır. Borsalar ya da meslek kuruluşları gibi piyasa katılımcılarının kendilerine verilen yetki çerçevesinde kendi piyasalarına ilişkin düzenlemeler getirmesi ve bunları denetlemesi “kendi kendini düzenleme” (self regulation), bu düzenlemeyi yapanlar ise “öz düzenleyici kuruluşlar” olarak kabul edilmektedir<sup>363</sup>. Üyeleri tarafından finanse edilen ve yönetilen özel girişimler olarak kabul edilen öz düzenleyici kuruluşların bu kadar önem kazanmasının temel nedeni, sermaye piyasasının hızlı değişmesi ve bu değişime kamu otoritelerinin yeterli bir biçimde uyum sağlayamamasıdır. Böylece öz düzenleyici kuruluşlar, piyasadaki uzmanlıklarını ortaya koyarak, ahlaki standartlar oluşturarak, aktif bir gözetim ve denetim yoluyla ilgililerin hesap vermesini sağlamaktadır<sup>364</sup>.

Ülkemizde kamu kurumu niteliğinde, öz düzenleyici bir meslek kuruluşu olan Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, ESPKn'nun 40/B maddesine istinaden 11 Şubat 2001'de kurulmuş ve Nisan 2001'de faaliyete geçmiştir. Üyeleri arasında veya üyeleri ile müşterileri arasında borsa işlemleri dışındaki işlemlerden doğan uyuşmazlıkların çözümüne yardımcı olmak; bu amaçla hazırlanacak ve Kurul tarafından onaylanacak usul ve esaslar dâhilinde hakem heyeti ve gerekli alt yapıyı oluşturmakla görevlendirilen bir öz düzenleyici kuruluş olan TSPB Türk sermaye piyasalarında arabuluculuk yönteminin uygulanmasında önemli bir rol üstlenmektedir.

## **2. Türk Sermaye Piyasasında Arabuluculuk ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliğinin Rolü**

Ülkemizde sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde genel yargı sistemi dışındaki ilk alternatifi, yukarıda ayrıntılı olarak anlattığımız Borsa İstanbul A.Ş. bünyesindeki borsa uyuşmazlıklarının çözümüne ilişkin düzenlemeler oluşturmaktadır. Bununla birlikte, TSPB'nin ilk Statüsü 11.02.2001 tarih ve 24315 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiş ve yaklaşık 14 yıldır yürürlükte bulunarak arabuluculuk konusunda uygulamaya önemli ölçüde yön vermiştir. Diğer taraftan, 02.04.2014 tarih ve 28960 sayılı Resmi Gazete’de

---

<sup>363</sup> Küçüksözen, **a.g.e.**, s. 9; Harry McVea, **Financial Conglomerates And The Chinese Wall**, Oxford, Clarendon Press, 1993, s. 63-64.

<sup>364</sup> Aydın, **a.g.e.**, s. 194.

yayımlanarak yürürlüğe giren TSPB yeni Statüsü'nün 7. maddesinin (j) bendi uyarınca *“Üyeleri arasında veya üyeleri ile müşterileri arasında borsa işlemleri dışındaki işlemlerden doğan uyuşmazlıkların çözümüne yardımcı olmak; bu amaçla hazırlanacak ve Kurul tarafından onaylanacak usul ve esaslar dâhilinde hakem heyeti ve gerekli alt yapıyı oluşturmak<sup>365</sup>”*la görevlendirilen TSPB bünyesinde de devlet mahkemeleri dışında alternatif bir yöntem sunulmasına imkân sağlanarak eski Statü'de yer alan konuya ilişkin hüküm içeriği büyük ölçüde korunmuştur. Ayrıca sermaye piyasasının değişen yapısına hızlı bir uyum sağlanmasında ve piyasada etik standartların oluşturulmasında etkin bir rol oynaması gereken TSPB tarafından bu amaçla Üyelerin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları ve Disiplin Yönetmeliği de yayımlanmıştır.

TSPB'nin üyeleri ile müşterileri arasında borsa işlemleri dışındaki işlemlerden doğan uyuşmazlıkların çözümüne yardımcı olmak görevini yerine getirirken, taraflar arasındaki uyuşmazlığın tarafsız ve uzman üçüncü kişiler aracılığı ile bir uzlaşma temeline oturtulması ve tüm tarafları tatmin eden bir anlaşma zemininin yaratılması temeline dayanan arabuluculuk yönteminden yararlanılması mümkündür. Ancak TSPB, borsa işlemleri dışındaki işlemlerden doğan uyuşmazlıkların çözümü için kendisine verilen görev ve yetkisi kapsamında kendisine intikal eden çeşitli uyuşmazlıkların çözümüne yardımcı olmakla birlikte, bugün TSPB'ye verilen bu görevin tamamıyla etkin bir biçimde gerçekleştiğini söylemek pek mümkün olmamaktadır. Zira, TSPB'nin çözümüne yardımcı olduğu uyuşmazlıkların gösterildiği bir tabloda<sup>366</sup>, sınırlı sayıda uyuşmazlıklar için TSPB'ye başvurulduğu görülmektedir. Aslında TSPB'ye verilen görev etkin bir biçimde gerçekleştirilebilirse, borsa işlemi kapsamına girmeyen pek çok uyuşmazlığın çözümü için adli yargıya

<sup>365</sup> Aynı düzenleme mülga TSPAKB Statüsü'nün 6. maddesinin (g) bendinde *“üyeleri arasında veya üyeleri ile müşterileri arasında borsa işlemleri dışındaki işlemlerden doğan uyuşmazlıkların çözümüne yardımcı olmak”* şeklinde yer almakta idi. Eski hüküm yeni Statü'ye aynen aktarılmış fakat *“bu amaçla hazırlanacak ve Kurul tarafından onaylanacak usul ve esaslar dâhilinde hakem heyeti ve gerekli alt yapıyı oluşturmak”* ifadesi de söz konusu hükme eklenmiştir.

<sup>366</sup> TSPB internet sitesinde 24.01.2002-22.10.2008 tarihleri arasında 69 adet uyuşmazlığın çözümüne yardımcı olduğu belirtilmektedir. Bunlar ise; hesap işletim ücretine, ekstre basım ücretine, virman ücretine, temettü ödemesine, bedelli sermaye artırımına, yatırım hesabı açma ücretine ya da uygulanan faiz oranına itiraz gibi konulara ilişkin olmaktadır. (Çevrimiçi), <http://www.tspb.org.tr/tr/LinkClick.aspx?fileticket=ZhFPeeaHsI4%3d&tabid=128&mid=777>, 9 Kasım 2015.

alternatif arabuluculuk şeklinde tezahür eden bir model oluşturmak mümkün olacaktır<sup>367</sup>. Dünyadaki uygulamalara bakıldığında sermaye piyasasına ilişkin düzenlemelerin genellikle çerçeve düzenlemeler şeklinde olduğu görülmekte, ayrıntılı düzenlemeler ise düzenleyici otoritelere bırakılmaktadır<sup>368</sup>.

Aracı kuruluşlar ile yatırımcılar arasında sermaye piyasası faaliyetlerinden özellikle “borsa işlemi dışındaki işlemlerden” kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde öz düzenleyici bir kuruluş olarak TSPB’nin aktif bir rol oynamasının, hem TSPAKB Statüsü’nde yer alan “üyeleri arasında veya üyeleri ile müşterileri arasında borsa işlemleri dışındaki işlemlerden doğan uyuşmazlıkların çözümüne yardımcı olmak” görevinin yerine getirilebilmesi, hem de yatırımcılara sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde borsa işlemi tanımı dışındaki uyuşmazlıklar için yaşanan boşluğu dolduracak nitelikli bir alternatifin sunulabilmesi bakımından da önemli bir katkısı olacaktır.

Özü itibarı ile bir uyuşmazlık çözüme yöntemi olmasına karşılık, verilen kararların bağlayıcı olmaması ve çeşitli tekniklerle tarafların kendi çözümlerini yaratarak kabul edilebilir bir uzlaşım noktasında buluşmaları temeline dayanan ve bu yüzden de yargısal bir yetki devri anlamına gelmeyecek olan arabuluculuk yönteminin, sermaye piyasalarında uzman kişilerden oluşan bir arabulucu listesinin oluşturulması ve arabulucuların taşınmaları gereken koşullara ilişkin kuralların belirlenmesi sureti ile TSPB tarafından uygulanması, yatırımcılara “borsa işlemi dışındaki işlemlerden” kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde önemli bir alternatif sağlayacaktır. Ayrıca, uyuşmazlık konusunun borsa işlemi tanımına girmesi halinde de taraflar arabuluculuk yönteminden yararlanma hakkından mahrum edilmemelidir. Zira, uyuşmazlıkların Borsa nezdindeki uyuşmazlık çözümleme prosedürüne tabi olması halinde de tarafların her aşamada uyuşmazlığı sulhen çözümleme hakkına sahip oldukları düşüncesinden hareketle TSPB bünyesindeki arabuluculuk yönteminden yararlanmalarına imkan sağlanmalıdır.

---

<sup>367</sup> Özer, **a.g.e.**, s. 36.

<sup>368</sup> Aydın, **a.g.e.**, s. 194.

TSPB'nin "üyeleri ile müşterileri arasında borsa işlemleri dışındaki işlemlerden doğan uyuşmazlıklara yardımcı olmak" fonksiyonunun etkin bir şekilde yerine getirilebilmesi için alternatif çözüm yöntemlerini içeren hizmetlerin sunulmasını sağlayacak gerekli hukuki ve teknik alt yapının oluşturulması gerekmektedir.

## **E. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Uzlaşma Yolu ile Çözümü**

### **1. Genel Olarak**

Uyuşmazlıkların çözümünde dava yolu haricinde başvurulabilecek diğer alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemlerinden biri olan uzlaşma; denetim çalışması sırasında veya sonucunda sermaye piyasası düzenlemelerini ihlal ettiği tespit edilen kişi veya kuruluşlara karşı kanunda öngörülen prosedürlere göre yaptırım uygulamak yerine, hangi idari ve mali yaptırımların uygulanacağını düzenleyici otorite ile söz konusu kişi veya kuruluş arasında karşılıklı mutabakatla belirlenmesi sürecidir<sup>369</sup>. Sermaye piyasası hukuku açısından bakıldığında, kamu adına hareket eden sermaye piyasalarını düzenleyici otorite ile kamu menfaatine aykırı fiiller gerçekleştirerek zarara neden olan kişi veya kuruluşlar arasında bir "uyuşmazlık"tan söz etmek mümkündür. Uyuşmazlığın konusu olarak da sermaye piyasası düzenlemelerinin ihlali nedeniyle ortaya çıkan kamusal zarar gösterilebilir.

Özellikle çabukluk, ekonomiklik, uyuşmazlıkların uzmanlar eliyle çözümlenmesi, dava yoluna gidilmesi sonucunda ortaya çıkabilecek tazminat talepleri, itibar zedelenmesi ve başkaca ek maliyetlerin önlenmesi uzlaşmanın dava yoluna nazaran içerdiği önemli avantajlardan bazılarıdır. Uzlaşma, bahsettiğimiz avantajları nedeniyle özellikle dünyadaki uygulamaları gittikçe yaygınlaşan ve ülkemizde de ceza hukuku ve vergi hukukunda sistemli bir şekilde uygulanan bir kurum olma özelliği taşımaktadır.

---

<sup>369</sup> Saim Kılıç, Ali Alp, Adem Şahin, "Türk Sermaye Piyasalarında Uzlaşma Yetkisi Önerisi", **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, C. III S. 1. 2009, s. 40; Çelik, **a.g.e.**, s. 1



Gelişmiş sermaye piyasalarında uzun süreden beri yaygın bir şekilde kullanılmasına ve uluslararası kuruluşlar tarafından önemli bir denetim aracı olarak önerilmesine karşın, Türkiye’de sermaye piyasası suçlarında uzlaşma yetkisinin kullanılmasına yönelik olarak önemli bir gelişme kaydedilmemiştir ve henüz yasal altyapısı ve uygulaması bulunmamaktadır. Dünya Bankası tarafından hazırlanan “Türkiye’de Banka Dışı Finansal Kuruluşlar ve Sermaye Piyasası Raporu<sup>370</sup>”nda, SPK’nın, Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (IOSCO-International Organization of Securities Commissions) kriterleri<sup>371</sup> arasında sayılan, mevzuatı ihlal eden kişi ve kuruluşlar ile uzlaşma yetkisinin bulunmadığı, bu durumun SPK’nın denetleme faaliyetlerinin etkinliğini azalttığı belirtilmiştir<sup>372</sup>. Aynı Rapor’da, aralarında Avustralya, Brezilya, Kanada, Meksika, Polonya, İngiltere ve ABD’nin de bulunduğu birçok ülkenin düzenleyici ve denetleyici otoritelerinin söz konusu yetkiye sahip olduğu ifade edilmektedir. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerin başında gelen ABD ve İngiltere’de uzlaşma kurumu, sermaye piyasalarını düzenleyen ve denetleyen ilgili otoriteler tarafından etkin olarak kullanılmaktadır. ABD uygulamasında uzlaşmaya varılan kişi ve kuruluşlardan elde edilen ceza gelirleri bir fonda toplanmakta ve mevzuatı ihlal eden kişi ve kuruluşların fiilleri nedeniyle zarar gören tarafların zararı bu fondan tazmin edilmektedir<sup>373</sup>.

## **2. Türk Sermaye Piyasalarında Uzlaşma Sistemi İhtiyacı ve Uygulanabilirliği**

Uzlaşma ile şüpheli ile mağdur veya suçtan zarar gören kişinin uzlaştırılması girişiminde bulunulur. Tarafların uzlaşması halinde ise ya kovuşturmayaya yer olmadığı kararı verilir ya da kamu davasının açılmasının ertelenmesi kararı verilir. Uzlaşma kurumu, soruşturulması ve kovuşturulması şikayete bağlı suçlar ile yasada belirtilen suçlarda uygulanabilmekte olup, diğer kanunlarda yer alan suçlarla ilgili olarak uzlaştırma yoluna gidilebilmesi için kanunda açık hüküm bulunması gerekmektedir.

---

<sup>370</sup> World Bank, 2003, Turkey Non-Bank Financial Institutions and Capital Market Report, Washington DC, World Bank (Report No. 25467-TU), s. 87.

<sup>371</sup> IOSCO, International Organization of Securities Commissions, 2003, Objectives and Principles of Securities Regulation, s. 15.

<sup>372</sup> Çelik, a.g.e., s. 18.

<sup>373</sup> Çelik, a.g.e., s. 35.

Sermaye piyasası suçlarının birçoğunun niteliği ve işleniş biçimi, işlenme saikleri, suçun sonuçları, mağdurlar ve mağduriyet bakımından önemli özellikleri vardır. Bu suçların mağdurlarının tespiti bazen mümkün olmakla birlikte genellikle kimlerin mağdur olduğunu ve mağduriyetlerinin ne olduğunu belirlemek ya güç ya da bazen olanaksız olmaktadır. Örneğin bilgi suiistimali (YSPKn m.106) ile piyasa dolandırıcılığı (YSPKn m.107) suçlarında hem piyasaya duyulan güven sarsılmakta hem de bu fiillerin işlendiği zaman dilimi içinde piyasada işlem yapan çok sayıda kişi kayba uğrayabilmektedir. Yine izinsiz halka arz ve izinsiz sermaye piyasası faaliyetleri (YSPKn m.109) sonunda piyasaya olan güven zarara uğramaktadır. Söz konusu suçlar nedeniyle kayba uğrayan kişi veya kurumların tespiti ise çoğu kez oldukça zor hatta imkansız olmaktadır.

Öte yandan YSPKn. m. 115'deki yazılı başvurunun şikayet anlamına gelip gelmeyeceği de başka bir tartışma konusudur<sup>374</sup>. Eğer talep şikayet ise, bu suçların uzlaşma kapsamında olabilecekleri söylenebilirse de bu tür dolambaçlı ve uygulama zorlukları olacak bir yorum yerine, konu hakkında özel olarak ve bu suçların niteliğine göre bir düzenleme yapılması daha doğru bir yaklaşımdır.

Sonuç olarak, sermaye piyasalarında kural üstünlüğünü sağlamak için Sermaye Piyasası Kanunu'nda oluşturulan bütün suçlar yaptırımlara bağlanmış olmakla birlikte<sup>375</sup> sermaye piyasasının 30 yıllık tarihi, bu piyasalarda suçla mücadelede hapis ve para cezasına dayanan sistemin çok etkin işlemediğini ya da işleyemediğini

---

<sup>374</sup> Mülga 2499 sayılı SPKn'nun 49. maddesinde, 47. maddede sayılı suçlar nedeniyle kovuşturma yapılması, Kurul tarafından Cumhuriyet Savcılığına yazılı başvuruda bulunulmasına bağlanmıştır. Kanuna aykırı fiillerin işlendiğine dair bilgi edinen Cumhuriyet Savcılarının ise Kurulu haberdar ederek durumun incelenmesini isteyebileceği de Kanunun 49. maddesinde düzenlenmişti. Kanun koyucu öngördüğü bu kovuşturma sistemiyle, salt 2499 sayılı SPKn'na aykırılığın doğmasını kovuşturma için yeterli görmemiş, bu konuda düzenleme ve denetlemeye yetkili otorite olan SPK'nın başvurusunu kovuşturmayla geçmenin ön koşulu olarak düzenlemiştir.

2499 sayılı SPKn'nu yürürlükten kaldıran 6362 sayılı SPKn'nun 115. maddesinde de bu kanunda tanımlanan veya atıfta bulunulan suçlardan dolayı soruşturma yapılmasının, Kurul tarafından Cumhuriyet başsavcılığına yazılı başvuruda bulunulmasına bağlı olduğu hususu düzenlenmiştir.

<sup>375</sup> Güveni kötüye kullanma (YSPKn.m.110) 3 yıl – 7 yıl hapis; bilgi suiistimali (m. 106), piyasa dolandırıcılığı (m.107), usulsüz halka arz (m.109/1), izinsiz sermaye piyasası faaliyeti (m.109/2) 2 yıl – 5 yıl hapis; bilgi vermeme (m. 111/1), sır saklama yükümüne uymama (m. 113) 1 yıl – 3 yıl hapis; denetimi engelleme (m.111/2), yasal defterler, muhasebe kayıtları, mali tablolar ve raporlarda usulsüzlük (m.112/1) 6 ay – 2 yıl arasında hapis cezası öngörülen sermaye piyasası suçlarıdır. Bunlara yasa ayrıca değişen miktar ve oranlarda adli para cezası öngörmüştür.

göstermiştir<sup>376</sup>. Bu nedenle “hapis ve adli para cezası“na dayanan yaptırım sistemine ek ya da paralel veya buna seçenek olarak alternatif çözüm yollarından olan uzlaşma kurumunun sisteme getirilmesi gerekmele birlikte, mevcut sermaye piyasası mevzuatı göz önünde bulundurulduğunda sermaye piyasası suçları, uzlaşma kurumunun uygulanabileceği nitelikte diğer bir ifadeyle uzlaşmaya elverişli suçlar değildir<sup>377</sup>.

## **F. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Adli Yargı Yolu ile Çözümü**

### **1. Genel Olarak**

Daha önce de belirttiğimiz gibi, uyuşmazlık borsa işleminden kaynaklansa bile tarafların doğrudan doğruya adli yargı yoluna başvurusu mümkün olup taraflar isterlerse alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemlerine başvurabilir ya da adli yargıya müracaat edebilirler. Bununla birlikte borsa işlemlerinden doğmayan uyuşmazlıkların çözümü için adli yargıya başvurulması gerekmektedir. Örneğin adı; hisse senedi, döviz borsa endeksi gibi aktifler üzerinde belirlenen süre içerisinde iki yönlü işlem yapma yetkisi veren bir sermaye piyasası işlem türü niteliğindeki “ikili opsiyon” olmakla birlikte aslında bir sermaye piyasası işlemi olmayan türdeki işlemlerde aldatıldığı düşüncesiyle bir yatırımcı SPK’ya başvurusu halinde bu konuda SPK tarafından koruyucu bir işlem yapılması mümkün olmayabilir. Benzer bir durumda “Ponzi finans” türündeki işlemlerdir. Ponzi finans, temelde bir dolandırıcılık olarak kabul edilmektedir ve dolandırıcılık konusunda doğrudan adli yargıya başvurulması gerekmektedir<sup>378</sup>. Vekâlet, komisyon, acentelik ve simsarlık (ticari simsarlık hariç) sözleşmelerinden doğan davalar BK. m. 147/5 gereğince beş yıllık zamanaşımı süresine bağlıdır.

Adli yargıda öncelikle görevli mahkemenin tespit edilmesi gerekir. HMK. m.

---

<sup>376</sup> Ali İhsan Karacan, “Sermaye Piyasası Kanunu’nda Yeni Bir Uzlaşma Sistemi Gereksinimi”, s. 1, (Çevrimiçi) <http://www.thelira.com/yazar/26/ali-ihsan-karacan/2874/sermaye-piyasasi-kanunu> , 30 Haziran 2014.

<sup>377</sup> Karacan, **a.g.e.**, s. 1.

<sup>378</sup> Ethem Sancak, **Bireysel Tasarruf ve Yatırımları Koruma Rehberi**, Ankara, Gazi, Kitapevi, 2012, s. 245.

l'e göre, genel mahkemelerin görevleri kanunla düzenlenir ve göreve ilişkin kurallar kamu düzenindedir. Müşterilerin, borsa üyelerine karşı açacakları davalar ticari dava sayıldığından yargı sınırları içinde Ticaret Mahkemesi bulunması halinde görevli mahkeme Asliye Ticaret Mahkemesi olacaktır. Sınırın belirlenmesinde faiz ve giderler hesaba katılmaz. Konusu menkul mal olan davalarda görevli mahkeme, malın açıldığı tarihteki değerine göre belirlenir.

Görevli mahkemenin tespitinden sonra yetkili mahkemenin belirlenmesi gerekir. Genel yetkili mahkeme davalının ikametgâhının bulunduğu yer mahkemesidir (HMK. m. 9/1). Müşteri, borsa üyesinin ikametgâhının bulunduğu yer mahkemesinde davayı açacaktır. Ticari şirketlerin ikametgâhı merkezinin bulunduğu yerdir. Şubelerin yaptığı işlemlerden dolayı şubelerin bulunduğu yerde de dava açılabilir (HMK. m. 17/1). Ancak HMK'ta genel yetkili mahkemelerden başka bazı davalar için özel yetki kuralları konulmuştur (HMK. m. 10). Buna göre, sözleşmeden doğan davalar için özel bir yetki kuralı belirlenmiş olup, sözleşmenin yerine getirileceği yer mahkemesinde de dava açılabilmektedir. Müşteri davasını genel veya özel yetkili mahkemede seçmek konusunda bir seçim hakkına sahiptir. Ayrıca sözleşmeye bir yetki şartı konulmuş ise yetkili kılınmış yer mahkemesinde de dava açılabilir.

Borsa işlemlerinden doğmayan uyuşmazlıklar genel olarak adli yargı yolu ile çözüme kavuşturulmaktadır. Uyuşmazlık, borsa işleminden kaynaklansa bile tarafların doğrudan doğruya adli yargı yoluna başvurması mümkündür. Bununla birlikte adli yargı yolu oldukça bürokratik bir yapıya sahiptir ve yasal mevzuat ile belirlenmiş son derece detaylı usul kuralları ile sıkı sıkıya bağlıdır. Bu bağlılık çok defa davaların uzamasına, yargılama maliyetinin artmasına uyuşmazlık niteliğine uygun adil kararlar verilmesine engel olur<sup>379</sup>. Ayrıca mahkemeler ve hakimler, büyük bir çeşitlilik ve karmaşıklık arz eden sermaye piyasası uyuşmazlıkları bakımından uzman kişi ve kurumlar değildir. Henüz ihtisas mahkemelerinin de kurulmamış olması nedeniyle bu tür uyuşmazlıkların görüldüğü mahkemelerde dosya bilirkişilere gönderilmekte ve yargılamanın sonuçlanması oldukça uzun sürmektedir.

---

<sup>379</sup> Şanlı, **Çözüm Yolları**, s. 73.

## 2. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Adli Yargı Yolu ile Çözümünde Yabancılık Unsuru ve Vasıflandırma

Menkul kıymet piyasalarının, dünyanın herhangi bir yerinde bulunan yatırımcıların erişimine ve yatırımına açık, küresel bir şekilde faaliyet göstermesi ve bu durumun bir sonucu olarak diğer piyasalara entegre olması çağımızın en önemli finansal eğilimlerindedir. Bu gelişmelerin etkisiyle, menkul kıymet piyasasında yabancılık unsurunun ortaya çıkması, çok farklı olasılıklara tabi olarak söz konusu olmakta ve dolayısıyla yabancılık unsurunu barındıran bu yatırımlardan kaynaklanan uyuşmazlıklarda uygulanacak hukuk meselesi ortaya çıkmaktadır. Özellikle menkul kıymetlere yapılan uluslararası yatırımlarda ihraççı ve yatırımcıların uluslararası yatırım kuruluşlarının aracılık yapmaları nedeniyle kendisini gösteren yabancılık unsurunun anlaşılması ve değerlendirilmesi son derece önemlidir.

Menkul kıymet yatırımlarının büyük miktarda ve en yaygın olarak gerçekleştirildiği alan olan sermaye piyasalarına bakan yönü ile, kural olarak bir sermaye piyasasında, piyasa katılımcılarının arasında ne tür işlemlerin yapılabileceği ve piyasanın hangi işlemlere açık olduğu hususları o piyasanın kurulu bulunduğu ülke hukukunca düzenlenmektedir<sup>380</sup>. Konu Türk hukuku açısından değerlendirildiğinde, bir işlemin menkul kıymet işlemi olup olmadığına ilişkin vasıflandırmanın lex fori'ye göre yapılması pek çok durumda uygun gözükmektedir. Bununla birlikte menkul kıymetlerin ve menkul kıymet işlemlerinin arz ettiği kimi bazı özellikler göz önünde bulundurulduğunda bu prensipten ayrılma gereği de adil bir sonuca ulaşılması bakımından ön plana çıkabilir. Örneğin menkul kıymetin bir varakaya bağlanmış olup olmadığı ve aracı nezdinde tutulmakta olup olmaması dikkat edilmesi gereken faktörlerdir. Varakaya bağlanmış bir menkul kıymetten kaynaklanan uyuşmazlığın, mülkiyetle ilgili bir uyuşmazlık olarak algılanmasını ve fiziken var olan bu varakanın MÖHUK'un 21. maddesi uyarınca bulunduğu yer hukukunun dikkate alınmasını gerektirebilir. Varakaya bağlanmamış yani kaydileştirilmiş bir menkul kıymetin nezdinde tutulduğu aracının bulunduğu yer hukuku, menkul kıymetin ve tarafların arasındaki ilişkinin vasıflandırılmasına da hakim olabilecektir. Aynı şekilde

<sup>380</sup> Tevetoğlu, a.g.e., s. 32-33.

kaydileştirilmiş menkul kıymet üzerindeki hakkı gayrı maddi bir hak olarak kabul etmeyi gerektireceğinden aracı ile yatırımcının veya aracı ile menkul kıymet hamilinin arasındaki ilişkiyi düzenleyen hukukun vasıflandırmaya hakim olması gündeme gelebilecektir<sup>381</sup>.

Bu çerçevede, temel kural olarak teşkilatlanmış piyasalar konumundaki borsalarda icra edilen işlemlerin lex fori dolayısıyla borsanın kurulu bulunduğu ülke hukukuna tabi olmakla birlikte, menkul kıymet işlemlerinin temelinde çoğunlukla tarafların arasında akdedilmiş bir sözleşme bulunmakta olup, bu sözleşmeler, özel hukuk sözleşmeleri için geçerli olan ilkelere tabidir. Yatırım kuruluşları ile yatırımcılar arasındaki ilişkiyi düzenleyen sözleşmeler, yatırım kuruluşları ile borsa arasındaki ilişkileri düzenleyen sözleşme veya hükümler birbirinden bağımsızdır. İlkinde hukuk seçimi anlaşmasına yer verilebilir. Bununla birlikte borsaların piyasa düzenleyicisi veya işleticisi kimliği ile yaptığı sözleşmelerde uygulanacak hukuk seçimi konusu tartışmalı bir husus olmakla birlikte, söz konusu kimlik ile değil de özel iktisadi teşebbüs mahiyetinde yaptıkları tasarruf ve işlemlerde uygulanacak hukukun seçilmesi prensibinin kabul edilmesini engelleyen bir durum da bulunmamaktadır. Buna göre, yatırım kuruluşlarının birbirleri ile veya yatırım kuruluşlarının yatırımcılarla arasındaki sözleşmelerde de hukuk seçimi yapılması mümkün gözükmektedir. Prensip olarak sözleşmenin taraflarının uygulanacak hukuku seçme serbestisine sahip olmaları şeklindeki kural, borsa dışı piyasada yapılan bu sözleşmeler için de aynen geçerlidir. Hukuk seçimine yer verilmemesi halinde bu sözleşmelerde MÖHUK'un 24. maddesinin 4. fıkrası uyarınca sözleşmeyle en sıkı ilişkili olan hukuk olarak, karakteristik edimin finansal aracıya ait olmasından ötürü onun merkezinin bulunduğu yer hukukunun dikkate alınması uygun olacaktır<sup>382</sup>. Dolayısıyla, klasik anlamdaki menkul kıymet işlemlerinde taraflardan biri menkul kıymetin satın alınması amacıyla diğer tarafa belirli bir ödemede bulunduğundan, karakteristik edim menkul kıymetin satılmasıdır. Bu nedenle satıcının işyerinin bulunduğu yer veya gerçek şahıs söz konusu ise onun mutad meskeninin olduğu yer

---

<sup>381</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 421.

<sup>382</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 425.

hukuku uygulanacak hukuk konumuna gelebilir.

Menkul kıymet işlemlerini konu alan sözleşmelerin yanı sıra bu alandaki faaliyetler ile araçların da uygulanacak hukuk meselesi açısından özellikle artan uluslararası yatırım ve işlemler dikkate alınarak modern ticaret biçimleri içerisinde, farklı ülkelerin hukukları ile temas halinde bulunması kaçınılmazdır. Bu nedenle menkul kıymetlerin halka arz yahut aleni pay alım teklifi gibi uluslararası menkul kıymet yatırımlarıyla bağlantılı uyumsuzluklar söz konusu olduğunda uygulanacak hukuk meselesi de ayrı bir öneme sahiptir. Menkul kıymetlerden olan hisse senetlerinin ihracı veya taahhüt edilmesine ilişkin sorunlar *lex societatis* yani şirketlerin hukuki statülerini belirleyen hukuk tarafından idare edilir. Bu çerçevede, yatırımcının birincil piyasa faaliyetindeki alım talebi şirket sermayesine katılım niteliği arz etmekte olmasından dolayı şirketin faaliyetleriyle yakından ilgili olarak değerlendirilmeye son derece elverişlidir ve bu nedenle de *lex societatis*'a tabi olması uygun gözükmektedir. O itibarla mülkiyet açısından hisse senetlerinin kazanımının tabi olduğu hukukun menkul kıymetin ihracı sırasında bulunduğu yer hukuku olarak kabul edilmesi yerinde olacaktır. Menkul kıymetlerin gerek mülkiyet açısından varlığı ve gerekse temsil ettiği hakkın içeriği, menkul kıymetlerin düzenlendiği yer hukukuna göre belirlenir. İhraç edilmiş menkul kıymetlerin mülkiyetine ilişkin ikincil piyasa işlemleri ile tesis edilen haklar ise söz konusu menkul kıymetlerin bulunduğu yer hukukuna tabidir<sup>383</sup>.

Sonuç olarak; menkul kıymet yatırımlarının temelini oluşturan sermaye piyasası işlem türlerinin her birinde uygulanacak hukuk meselesinin gündeme gelebilmesi için ise önemli bir şart söz konusu işlemlerin birden çok hukuk düzeni ile temas halinde bulunması gereğidir. Menkul kıymet yatırımlarında uygulanacak hukuk meselesi incelenirken menkul kıymet piyasalarının özellikleri dikkate alınmak suretiyle buradaki işlemlerin öncelikle analiz edilerek sınıflandırılması gerekir. Buna göre piyasada, yatırımcılar ile araçlar arasındaki sözleşmelerden kaynaklanan işlemler, araçlar ile piyasa arasındaki işlemler ve piyasa kurumları arasındaki işlemler şeklinde taraflarının ve konularının farklı olduğu işlem grupları mevcuttur. Bunlardan

---

<sup>383</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 423-424.

yatırımcılar ve aracılar arasındaki işlemler sözleşmesel temele dayandıklarından vasıflandırma ve uygulanacak hukuk meselesi araştırılırken bu hususun özellikle dikkate alınması uygun olacaktır. Ayrıca ulusal mahkemelerin yabancı hukukun uygulanması suretiyle bir uyuşmazlık hakkında karar vermelerinin gerektiği hallerde kendi ülkelerinin temel hukuki ilkelerinin gereklerine ve insan haklarına uygun hareket etme yükümlülükleri nedeniyle menkul kıymet yatırımlarını konu alan sözleşmeye dayanan hukuk seçiminde kamu düzeninin müdahalesiyle karşı karşıya kalılabileceği de göz önünde bulundurulmalıdır<sup>384</sup>.

## **G. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Tahkim Yoluyla Çözümü**

### **1. Genel Olarak**

Son yıllarda ülkemiz menkul kıymet piyasalarında gerek yatırımcı gerek aracı kuruluş olarak yabancı katılımcı sayısının artması ve İstanbul'un küresel bir finans merkezi haline getirilmesine yönelik çalışmaların hız kazanması ile birlikte, özel bir uzmanlık gerektiren menkul kıymet yatırımlarından kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümü hususunda tahkim müessesesinin önemi bir kez daha gündeme gelmiştir. Ancak mevcut durum itibariyle sermaye piyasasında tahkime ilişkin olarak yasal altyapı bulunmakla birlikte, tahkimin piyasa katılımcıları arasında maliyet avantajı, hızlı sonuçlandırılma, gizlilik gibi olumlu yönlerinin bilinirliğinin yetersiz olması, tahkim yolu ile çözümlenebilecek uyuşmazlıkların uzun bir zaman boyunca nispeten düşük tutarlı olan borsa dışı işlemler ile sınırlı tutularak, söz konusu sınırın yakın zamanda mevzuatta yapılan bir değişiklik ile kaldırılması gibi sebeplerle, sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde tahkim, piyasa katılımcıları tarafından benimsenen bir usul olamamıştır<sup>385</sup> ve bu nedenlerle henüz uygulaması da bulunmamaktadır. Bu arada belirtmek gerekir ki, 2499 sayılı ESPKn zamanında sermaye piyasalarında bir uyuşmazlık çözüm yöntemi olarak tahkimden sadece TSPAKB Statüsü'nde bahsedilmiş iken yeni mevzuatta tahkime hem 6362

<sup>384</sup> Schuster, **a.g.e.**, s. 91.

<sup>385</sup> Dağlı, Çakır, **Sermaye Piyasasında Tahkim**, s. 48.



sayılı YSPKn'nda hem de diğer alt düzenlemelerde açıkça yer verilmiş hatta teşvik edilmiş olması tahkimin yakın gelecekte sermaye piyasalarında uyuşmazlık çözümünde uygulanırlığının artarak aktif ve önemli bir konuma geleceğinin önemli göstergesidir.

Sermaye piyasasında, aracı kuruluşlar arasında ya da aracı kuruluşlar ile müşterileri arasında borsa dışı işlemlerden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde TSPAKB bünyesinde oluşturulan tahkim uygulamasına ilişkin ilk somut düzenleme, 27.02.2003 tarih ve 2003/5305 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ekinde 12.03.2003 tarihli ve 25046 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Statüsünde Değişiklik Yapılmasına İlişkin Statü ile düzenlenmiştir. Söz konusu düzenlemenin yapılmasının üzerinden 12 yılı aşkın bir süre geçmiş olmasına rağmen, henüz Birliğe tahkim talebi ile herhangi bir başvuru olmamıştır.

Birlik bünyesinde oluşturulan tahkim müessesesinin işlerlik kazanamamış olmasına ilişkin sebepler arasında en önemlisi olarak, TSPB Tahkim Kuralları çerçevesinde, üyeler arasında ya da üyeler ile müşterileri arasında sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan ve tahkim yolu ile çözülebileceğine hükmedilen uyuşmazlıkların “borsa dışı işlemlerden” kaynaklanması gerekliliğidir. Genel olarak borsa dışı uyuşmazlıklar, komisyon ücretleri, EFT ve hesap ekstresi ücreti, komisyon iadesi, portföy yönetimi, hisse senedine ilişkin rüçhan haklarının kullanılmaması, temettü bedelinin tahsil edilmemesi, hisse senedi saklama komisyonu vb. konulara ilişkin olmaktadır. Söz konusu uyuşmazlıklarda, genellikle uyuşmazlık konusu meblağın düşük olması ve uyuşmazlığın tahkim yolu ile çözülmesi durumunda tahkim masraflarının uyuşmazlık konusu tutara yakın olması, tahkimin ülkemizde uygulanabilirliği açısından olumsuz bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu çerçevede, borsa bünyesindeki borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların ilgili borsaların yönetim kurulları tarafından çözümünün, anılan uyuşmazlıkların çözümünde tahkim usulüne başvurulmasını ikame edici bir uygulama olmadığı, borsa dışı işlemlerin yanı sıra, yatırımcılar ile borsa üyeleri arasında borsa içi işlemlerden kaynaklanan ihtilafların çözümünde de tahkim usulüne başvurulabilmesine imkân

tanınmasının sermaye piyasasında tahkim yoluna başvuruları artıracığı düşünülmektedir.

Nitekim 6362 sayılı YSPKn'nun 74. maddesinin 2. fıkrasının (g) bendinde, TSPB'ne, üyeleri olan yatırım kuruluşlarının YSPKn kapsamındaki faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümüne ilişkin gereken altyapıyı kurma ve yönetme yetkisi verilmiş olup, YSPKn'na istinaden çıkarılmış olan ve 02.04.2014 tarih ve 28960 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren yeni TSPB Statüsü'nde borsa işlemleri ve borsa dışı işlemler ayrımı ortadan kaldırılarak hem borsa işlemleri hem de borsa dışı işlemlere ilişkin uyuşmazlıklarda tahkime başvuru olanaklı hale getirilmiştir. Şöyle ki; mülga TSPAKB Statüsü'nün 6. maddesinin 1. fıkrasının (g) bendinde tahkime ilişkin olarak *“Üyeleri arasında veya üyeleri ile müşterileri arasında borsa işlemleri dışındaki işlemlerden doğan uyuşmazlıkların çözümüne yardımcı olmak; bu amaçla, hakem listesi oluşturarak, tarafların mutabakatı halinde hakem veya hakemleri atamak suretiyle Hukuk Usul Muhakemeleri Kanunu çerçevesinde tahkim hizmeti vermek”*<sup>386</sup>. şeklinde hem tahkime hem de arabuluculuğa aynı bentte yer verilen hüküm, yeni Statü'nün Birliğin görev ve yetkileri başlıklı 7. maddesinin 1. fıkrasının (i) ve (j) bentlerinde iki ayrı hüküm şeklinde yeniden düzenlenerek bu iki ayrı alternatif çözüm yolu farklı bentlerde hüküm altına alınmıştır. Buna göre, uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümü (i) bendinde *“Üyelerinin kendi aralarında ve müşterileriyle olan ve Kanun kapsamındaki faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümüne ilişkin gerekli altyapıyı kurmak ve yönetmek”* şeklinde ifade edilirken; arabuluculuk yöntemi (j) bendinde *“Üyeleri arasında veya üyeleri ile müşterileri arasında borsa işlemleri dışındaki işlemlerden doğan uyuşmazlıkların çözümüne yardımcı olmak; bu amaçla hazırlanacak ve Kurul tarafından onaylanacak usul ve esaslar dâhilinde hakem heyeti ve gerekli alt yapıyı oluşturmak”* şeklinde düzenlenmiştir.

---

<sup>386</sup> 11.02.2001 tarihli Resmi Gazete yayımlanan TSPAKB Statüsünün, 12.03.2003 tarih ve 25046 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Bakanlar Kurulu Kararı ile değiştirilmeden önceki hali, borsa dışı işlemlerin çözümüne yardımcı olmak ile sınırlıydı. Ancak, söz konusu değişiklik ile kapsam genişletilmiştir. Yukarıda da belirtildiği gibi bu değişiklik sonucunda, hakem listeleri oluşturmak ve hakemleri atamak suretiyle HUMK çerçevesinde tahkim hizmeti vermek de Birliğin görev alanına girmiştir.

Bu çerçevede, yukarıda yer alan hükümlerden de anlaşılacağı üzere, yeni Statü'de, eski Statü'ye göre sermaye piyasalarında alternatif çözüm yolları olarak tahkim ve arabuluculuğun değişik bentlerde hüküm altına alınması dışında yapılan en önemli değişiklik, tahkim için önceki düzenlemeden farklı olarak borsa işlemleri ve borsa işlemleri dışındaki işlemlerden kaynaklanan uyuşmazlık ayrımı ortadan kaldırılırken, arabuluculuk yöntemi için ise söz konusu ayrım muhafaza edilmiş ve Birliğin arabuluculuk konusunda sadece borsa işlemleri dışındaki işlemlerden doğan uyuşmazlıkların çözümünde yetkili olduğu belirtilmiştir. Özellikle tahkime ilişkin olarak gelişmiş ülkelerin mevzuat ve uygulamaları ile de uyumlu olan bu değişikliğin Türk sermaye piyasalarında bir uyuşmazlık çözüm yolu olarak tahkimin tercih edilmesine ve uygulanmasına ileriki yıllarda önemli katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Ayrıca yukarıda da ifade edildiği üzere, 6362 sayılı YSPKn. TSPB'den, "yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunmaya yetkili kılınmış kuruluşlar" ve "sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kurumlar"dan SPK tarafından uygun görülenlerin oluşturduğu bir kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşu olarak bahsetmesi de sermaye piyasalarında tahkimin uygulama alanının genişletilmesi açısından olumlu bir gelişme olmuştur. Bu sayede, Birlik tarafından sunulan tahkim hizmetinin, ABD başta olmak üzere tahkimi sermaye piyasası uyuşmazlıklarından etkin bir uyuşmazlık çözüm yolu olarak kullanan diğer ülkelerdeki örneklerine paralel bir şekilde sadece aracı kuruluşları değil bütün sermaye piyasası kurumlarını kapsayacak biçimde genişletilmiş ve bu noktadaki ihtiyaca cevap vermesi açısından uygun olmuştur.

Mevcut durum itibarıyla, TSPB bünyesindeki tahkim uygulamasında hakem ücretleri ile tahkim masraflarına ilişkin olarak ilgili taraflara duyurulmuş bir tarife bulunmaması, aracı kuruluşların ya da yatırımcıların tahkime başvurmaları durumunda ödemeleri gerekecek masraf konusunda bir öngörüye sahip olmamalarına, dolayısı ile de uyuşmazlığın tahkim ile çözümlenmesi durumunda elde edecekleri fayda ve katlanacakları maliyet konusunda bir belirsizlik olması nedeniyle tarafların tahkime başvurma hususunda çekingen davranmalarına neden olabilmektedir. Bu hususa ilişkin olarak, tahkim masraflarına ve hakem ücretlerine ilişkin tarifelerin, uyuşmazlıkların değerini de dikkate alacak şekilde belirlenerek kamuya duyurulması

faydalı olacaktır. Bunun yanında, İngiltere, Hollanda ve Almanya gibi ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de yatırımcıların alternatif çözüm yollarına ücretsiz olarak başvurabilmesinin sağlanması, yatırımcıların kısa sürede masrafsız şekilde haklarına kavuşmasını sağlayacağından sermaye piyasasına olan güveni artıracığı düşünülmektedir. Bu kapsamda ülkemizde de tahkim yolunun ücretsiz hale getirilmesi ciddi bir seçenek olarak değerlendirmeye alınmalıdır.

Sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde tahkimin işlerlik kazanmasına yönelik olarak atılması gereken önemli adımlardan biri de tarafların tahkim uygulaması ve faydaları konusunda yeterli ölçüde bilgilendirilmesidir. Bu kapsamda, sermaye piyasası katılımcılarına tahkimin tanıtılması, uyuşmazlıkların tahkim yolu ile çözülmesinin teşvik edilmesine yönelik olarak çeşitli toplantılar düzenlenmesi ve dokümanlar hazırlanması sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkim yolu ile çözülmesine ilişkin uygulamanın benimsenmesi açısından önem taşımaktadır.

Ayrıca, ABD'de FINRA uygulamasında olduğu üzere, ülkemizde sermaye piyasasında tahkim hizmeti verecek kuruluş tarafından ilan edilen hakem listesinin taraflarca tahkim talebinde bulunulması sonrasında, tarafsızlık ilkesi esas alınarak somut olayda hakemlik yapabilecek kişileri içerecek şekilde daraltılması ve hakemlik yapabilecek kişileri içeren listenin, listede yer alan kişilerin mesleki tecrübelerine ve özgeçmişlerine ilişkin yeterli bilgiye yer verilmek suretiyle hazırlanarak tahkim hizmeti verecek kuruluş tarafından uyuşmazlığın tahkim yoluyla çözümünü talep eden taraflara tebliğ edilmesi ülkemizde sermaye piyasalarında tahkimin işlerliği açısından önem taşımaktadır.

Öte yandan, mevcut durumda, Birlik üyesi aracı kuruluşlar ile müşterileri arasındaki hukuki ilişkiyi düzenleyen sözleşmelere tahkim şartı konulması yaygın bir uygulama değildir. Bu durum, sözleşmeden kaynaklanan bir uyuşmazlığın mevcut olması durumunda, taraflarca müstakil bir tahkim sözleşmesi yapılmadıkça tarafların tahkim yoluna başvurmalarına engel olmaktadır. Bu hususa ilişkin olarak, sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklarının tahkime tabi kılınması hususunda taraflar arasındaki ana sözleşmeye eklenecek bir madde ile veya ayrı bir

tahkim sözleşmesi şeklinde tahkim şartının hüküm altına alınmasının standart hale getirilmesinin de, ülkemizde sermaye piyasası uyuşmazlıklarında tahkim uygulamasının yaygınlaşmasında önemli bir etkisi olacaktır.

## 2. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Tahkim Yoluyla Çözümünün Olumlu ve Olumsuz Yönleri

### a. Olumlu Yönleri

Tahkim, uyuşmazlık çözümünde taraflara pek çok avantaj sunan bir yöntemdir. Bu avantajlara menkul kıymet işlemi uyuşmazlıklarının tahkim usulüne tabi tutularak çözülmesi açısından bakıldığında, tahkimin sunmuş olduğu hızlilik, uzmanlık ve maliyet avantajları gibi özelliklerin<sup>387</sup> menkul kıymet yatırımı uyuşmazlıklarında tatbiki halinde nasıl ortaya çıkacağı önem arz etmektedir<sup>388</sup>.

Tahkimin, alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemleri arasında yer almasının, sahip olduğu olumlu yönlerinin dikkate alınması ile diğer alternatif yöntemlere göre öne çıkan ve daha yaygın olarak tercih edilen bir yöntem olması durumu ise menkul kıymet yatırımı uyuşmazlıkları bakımından da aynen geçerliliğini korumaktadır<sup>389</sup>. Nitekim devlet yargısının vergi mükelleflerinin ödediği vergilerle finanse edilmesine karşın tahkimin bu yönden de bağımsızlığa sahip olduğu da gözden kaçırılmamalıdır<sup>390</sup>. Yine mahkemelere nazaran daha düşük maliyetli olmak, zamanın daha verimli kullanılması, uyuşmazlığın konu hakkında uzmanlaşmış kişiler tarafından çözülmesi, yargılama masraflarının uyuşmazlığın taraflarınca karşılanmakta oluşu gibi tahkimin tercih edilmesinde göz önünde tutulan avantajlar

<sup>387</sup> Nomer, Ekşi, Öztekin Gelgel, **Tahkim Hukuku**, s. 16-17; Şanlı, **Çözüm Yolları**, s. 244.

<sup>388</sup> Katsoris, **Securities Disputes**, s. 309; Usmani, **a.g.e.**, s. 218; Hans van Houtte, "Misrepresentation in Securities Transactions in Europe: Jurisdiction and Applicable Law" (Kıs. Applicable Law), **The Law of Cross Border Transactions**, London, 1999, s. 215; Sermaye piyasası alanında tahkime gidilmesinin önemli yararlarından biri de karar alma sürecinin hızliliğidir. Yargılama yetkisi ve davanın açıldığı mahkemelerin özelliklerine göre, mahkemeler nezdinde yürütülen süreç iki buçuk ila beş yıl arasında değişmektedir. Bu sebeple örneğin NYSE'de, sağlık problemleri olan yetmiş yaş üzerinde bir yatırımcının talep etmesi halinde kendisine tahkim süresine ilişkin bir öncelik hakkı verilebilmekte ve talebinin hızlandırılmış bir usulle altı ay içerisinde sonuca ulaştırılması mümkün kılınabilmektedir.

<sup>389</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 344.

<sup>390</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 345.

menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının tahkime tabi tutulması halinde de geçerliliklerini korumaktadır<sup>391</sup>. Bu tür uyuşmazlıkların tahkim usulü ile çözülmesi halinde sektörün kendine özgü teamüllerinin tatbik edilmesi veya uyuşmazlıkların hakkaniyet esasına göre karara bağlanması da mümkün olmaktadır<sup>392</sup>.

Menkul kıymetlerle bağlantılı olarak ortaya çıkan bir uyuşmazlığın tabi tutulacağı tahkim sürecine başvuran talep sahibinden, gerek bu başvurusu ve gerekse yargılamanın devam eden aşamaları için talep edilecek olan şartlar aynı talep sahibinin mahkemeye başvurması halinde kendisinden yerine getirmesi beklenecek olan zorunluluklardan çok daha basit ve yerine getirilebilir olacaktır<sup>393</sup>. Başvuru ve yargılama sürecinin kolaylığı ve bu sürede başvuru sahibinden talep edilen gereklerin basitliği talep sahiplerini başvuruda bulunmaya teşvik edici bir etkiyi haizdir. Adaletin yerini bulmasına, hak arama hürriyetinin kullanılabilirliğinin koşullarının sadeleştirilmesi şeklindeki bu katkısıyla tahkim kurumu, sermaye piyasası uyuşmazlıkları bakımından kendine özgü bir başka avantaja da sahip durumdadır<sup>394</sup>.

### **(1) Bağımsızlık ve Tarafsızlık**

Yabancı yatırım alan ülkelerin mahkemelerinin, özellikle bir tarafının kendi devleti veya daha doğru bir deyişle idari kuruluşundan oluşan uyuşmazlıklarda korumacı bir tutum içerisinde olmasına dair düşünceler, özellikle hukuk sistemlerinin o ülke ekonomisini himaye eden unsurları içerdiği hallerde uyuşmazlıkların devlet mahkemelerine götürülmesinde çekincelere sebep olmuştur<sup>395</sup>. Tıpkı yabancı doğrudan yatırımlarda olduğu gibi, menkul kıymet yatırımlarında da uluslararası unsurlu uyuşmazlıkların çözümlenmesi için tesis edilmiş özel bir uluslararası

<sup>391</sup> Hermann, **a.g.e.**, s. 707 vd.

<sup>392</sup> Kanda, **a.g.e.**, s. 75; Hermann, **a.g.e.**, s. 707.

<sup>393</sup> Hermann, **a.g.e.**, s. 707.

<sup>394</sup> Hermann, **a.g.e.**, s. 707; NYSE tarafından Deloitte Haskins&Sells firmasına yaptırılan 1988 tarihli anket ve araştırma çalışmalarında bu durum somut verilerle ortaya konulmuştur. Buna göre uyuşmazlık çözümünde tahkimin uygulanması hallerinde sermaye piyasası uyuşmazlıklarının mahkemelere nazaran hızlılık ve karar içeriği bakımından tatmin edici bulunduğu yatırımcılarla yapılan görüşmelerin sonucunda elde edilen dikkate değer bir veri olarak kayda değerdir. Araştırmada ayrıca uyuşmazlık çözüm süresi bakımından tahkimde sermaye piyasası uyuşmazlıklarının ortalama çözüm süresi 434 gün olarak saptanmışken aynı süre mahkemelerde 599 gün olarak tespit edilmiştir.

<sup>395</sup> Tevetoglu, **a.g.e.**, s. 357.

mahkeme bulunmamaktadır<sup>396</sup>. Bu hallerde yabancı yatırımcı açısından yatırım yapılan ülke mahkemesine değil de tahkime gidilerek uyuşmazlığa ve uyuşmazlığın taraflarına karşı herhangi bir tavır veya önyargısı olmayan bir heyet tarafından uyuşmazlığın çözülmesi menkul kıymet yatırımı uyuşmazlıklarında tercih edilebilir bir yol mahiyetindedir<sup>397</sup>. Nitekim gerek yabancı sermaye piyasası yatırımcılarına piyasanın açılması, gerek yabancı sermaye piyasası araçlarının işlem görmek üzere bir diğer ülke piyasasında kabul edilmesi ve gerekse yabancı sermaye piyasası kurumlarının yatırımlarla bağlantılı işlemleri icra edebilmelerinin hukuken mümkün hale gelmesi bu durumu destekleyen faktörler olarak anılabilir. Gerçekten de hem menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının sıklıkla arz etmeye başladığı uluslararası olma özelliğinin etkisiyle ve hem de bu tür uyuşmazlıkların sahip olduğu kendine özgü dinamik ve hususiyetlerin ışığında tahkim, bu uyuşmazlık tipleri bakımından özellikle yabancı yatırımcılar için uygun bir çözüm mekanizması görüntüsü arz etmektedir<sup>398</sup>.

Bu nedenle özellikle başka bir ülkede sermaye piyasasına yatırım yapılmasından kaynaklanan muhtemel uyuşmazlıkların tahkime tabi kılınması ve o ülke hukukuna göre bu tür uyuşmazlıkların tahkime elverişli olup olmadığının yatırımcı tarafından analiz edilmesi, yatırım kararlarının alınmasında dikkat edilmesi gereken önemli risklerden birisi olarak tanımlanmaktadır<sup>399</sup>. Dolayısıyla, menkul kıymet yatırımı uyuşmazlıklarının tahkim usulüyle çözülmesinin bu çözüm yolunun özellikle devlet mahkemelerine kıyasla daha bağımsız ve tarafsız yapısı, yabancı yatırımcıların piyasaya çekilmesine önemli bir katkısı olduğu görülmektedir.

## (2) Gizlilik

Uyuşmazlıkların çözümlenmesi sürecinde gizlilik özellikle menkul kıymet işlemi uyuşmazlıklarında kimi diğer nedenlerle ayrı bir öneme sahiptir<sup>400</sup>. Zira

---

<sup>396</sup> Ziya Akıncı, **Milletlerarası Tahkim**, (Kıs: Tahkim), Ankara, 2013, s. 32.

<sup>397</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 357.

<sup>398</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 5; Dağlı, Çakır, **Sermaye Piyasasında Tahkim**, s. 27-28.

<sup>399</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 357.

<sup>400</sup> Grant, **a.g.e.**, s. 103; Kupersmith, **a.g.e.**, s. 5.

sermaye piyasası bilginin en önemli varlık olduğu bir alandır<sup>401</sup>. Yatırımcıların ve aracılardan arasındaki uyuşmazlıkların çözülmesi sürecinde hem uyuşmazlığın çeşidi hem de uyuşmazlığın çözülmesinde kat edilen mesafe itibarıyla tarafların değişen durumu da bu anlamda piyasada değerlendirilebilecek bir bilgi çeşididir. Aracıların veya kurumsal yatırımcıların mali durumu, uyuşmazlığa konu işlem veya işlemlerinin onların piyasadaki itibarlarına etkileri de nazara alındığında, uyuşmazlığın gizlilik içerisinde çözülmesindeki taraf menfaatleri daha net bir şekilde analiz edilebilir<sup>402</sup>.

Sermaye piyasası uyuşmazlıklarında aracılar için varlığı ileri sürülen hukuki ihlal iddiaları, sermaye piyasasının son derece yüksek rekabetçi bir yapısının bulunduğu da dikkate alınacak olursa, gizlilik açısından oldukça önemli bir husustur. Özellikle müşteri hesaplarında müşteriden izinsiz işlem yapma veya hileli işlem tesis etme gibi aracı kurumun piyasadaki itibarını ve rekabet gücünü son derece olumsuz etkileyebilecek olan hususların uyuşmazlığa temel alındığı hallerde yargılamanın gizliliği ayrı bir öneme sahip olacaktır. Henüz ispatlanmamış olan bu gibi iddiaların son derece hassas bir yapısı bulunan sermaye piyasasında uyuşmazlık tarafı olan kurumlar bakımında yaratacağı olumsuz etki yargılamadaki gizlilik ile bertaraf edilebilir<sup>403</sup>.

### (3) Sermaye Piyasası Uzmanlığının İhtilaf Çözümünde Kullanılabilmesi

Sermaye piyasası uyuşmazlıkları zaman içerisinde giderek artan bir şekilde daha karmaşık bir hal almıştır<sup>404</sup>. Bu durumun öncelikli sebebi sermaye piyasası hukukunun kaydettiği gelişmeler olarak gösterilebilir. Bu hukuk alanında özellikle

---

<sup>401</sup> Tahkim prosedürü, yargılamadan farklı olarak, gizlilik hükümleri çerçevesinde yürütülür. Bu durum aleniyetten kaçınan ve/veya özel finansal ilişkilerinin ifşa edilmesini istemeyen yatırımcılar ve piyasa kurumları açısından tahkimi cazip kılan bir özelliktir.

<sup>402</sup> Akıncı, **Tahkim**, s. 33 ve 34.

<sup>403</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 358.

<sup>404</sup> Hermann, **a.g.e.**, s. 718; Constantine N. Katsoris, "The Arbitration of a Public Securities Dispute" (Kıs. Arbitration), **Fordham Law Review**, Vol. LIII, 1984, s. 310; Usmani, **a.g.e.**, s. 218, dn. 217; Yazara göre kimi sermaye piyasası uyuşmazlıkları o kadar karmaşık işlemler ağına dayanmaktadır ki zaman zaman bu durum mahkemelerin söz konusu uyuşmazlıkları çözmek için yana dinlemeye dahi tahammül edemez hale gelmelerine yol açabilmektedir.



yatırımcı haklarına ve yatırımcının korunmasına ilişkin gelişmelerin yanı sıra yeni piyasa kurum ve araçlarının ortaya çıkması tarafların arasındaki hukuki ilişkilerin ve bu ilişkilerden doğan uyuşmazlıkların analizinin güçlük derecesini arttırmaktadır. Özellikle hukukçuların büyük kısmının sermaye piyasası işlemlerinin tekniğine son derece yabancı olması bu alandaki uyuşmazlıkların çözümünü oldukça zorlaştırmaktadır. İşlem taraflarının arasındaki hukuki ilişkinin yeterli ve doğru analizi bu alandaki hukuki düzenlemelerin ve işlem biçimlerinin bilinmesini gerektirmektedir. Öte yandan, gerek bu işlemlerin sahip olduğu kendine özgü özellikler ve gerekse ilgili mevzuatın sürekli değişen ve güncellenen yapısı nedeniyle uyuşmazlıkların çözümlenmesinde ihtiyaç duyulan uzmanlık, mevzuattaki gelişimin ve değişimin sürekli takip edilmesi ile mümkün olabilecektir<sup>405</sup>. Nitekim menkul kıymetler ve işlemleri hakkında uzmanlığı bulunan, sermaye piyasasında tecrübe sahibi olan hakemlerin; bu konuda sınırlı bir bilgi ve tecrübeye sahip olan hakimlere tercih edilmesi, bu tür ihtilafların çözümünde gereksinim duyulan uzmanlığın temin edilmesi açısından da olumlu bir husustur<sup>406</sup>.

Menkul kıymet işlemlerinin kendine özgü işlemlerden ve hukuki ilişkilerden meydana gelmesi nedeniyle buradaki iş ve işlemlerin icra ediliş biçiminde tarafların zaman içerisinde teamülleşen hareket biçimleri de bilinmesi uzmanlık gerektiren mahiyettedir<sup>407</sup>. Bu sebeple menkul kıymet yatırımlarında iş yapma biçimlerine ilişkin teamüller adeta bu alanın standartlarıdır ve bu nedenle de, menkul kıymet yatırım uyuşmazlığına konu olan işlemlerle bağlantılı bir teamülün tatbiki ise uyuşmazlık çözümünde çelişkidenden uzak olunmasını uzmanlık sayesinde temin etmenin en uygun yolu olacaktır<sup>408</sup>.

Tahkimde görev alan hakemlerin uyuşmazlığın konusunu oluşturan işlemin tesis edildiği sektörle bağlantısı, onların uyuşmazlığı çözmek üzere seçilmesinin temel gerekçesini oluşturmaktadır. Mahkemelere nazaran sermaye piyasası hukuku ve işlemleri hakkında daha donanımlı olan hakemlere başvurulması onların uyuşmazlık

---

<sup>405</sup> Kanda, **a.g.e.**, s. 75.

<sup>406</sup> Örneğin yatırımcılar ve aracı kuruluşlar, tahkime başvurmak istediklerinde NASD listelerinde geçen yaklaşık 7.000 hakem arasından seçim yapabilmektedirler (Turan, **a.g.e.**, s. 13).

<sup>407</sup> Hermann, **a.g.e.**, s. 718.

<sup>408</sup> Steinberg, **a.g.e.**, s. 1514.

konusu meseleyi daha geniş bir deneyim ve bilgi birikimi ile çözmelerine duyulan ihtiyaçtan kaynaklanmaktadır<sup>409</sup>.

#### **(4) Öz Düzenleyici Kuruluşların Kurumsal Tahkim Hizmetine Katkısı**

Sermaye piyasasında öz düzenleyici kuruluşlar, gerek etik kurallara ve gerekse ilgili mevzuat tarafından ihdas edilen kurallara uyulmasının denetimi, işlemlerin bu kurallara aykırı şekilde yapılması veya kurallarının ihlal edildiğine dair durumların tespiti halinde bunun önüne geçilmesi şeklinde son derece önemli bir işleve sahiptir<sup>410</sup>. Öz düzenleyici kuruluşlar tarafından sunulan tahkim hizmetine başvurulması uyuşmazlık taraflarının arasındaki tahkim şartının detaylandırılması lüzumunu da önemli ölçüde ortadan kaldırarak<sup>411</sup> muhtemel bir eksikliğin sebep olacağı geçersizlik iddiası riskini de özellikle yatırımcı bakımından bertaraf edecektir<sup>412</sup>. Bu bakımdan öz düzenleyici kuruluşların sundukları tahkim hizmeti Avrupa ve ABD sermaye piyasalarında yaygın bir şekilde tercih edilmektedir<sup>413</sup>. Bu şekilde kurumsal olarak sunulan tahkim olanağı, sermaye piyasasında yatırımcıların öz düzenleyici kuruluşların tarafsız olamayacağı şeklindeki itirazı veya çekinceleri ile de karşılaşabilir. Yine uyuşmazlığın temelinde yatan işlem biçimi ve bunun icra usulü, çoğu kişi tarafından işlem tekniğine yabancı olunmasının etkisiyle ve sıklıkla uyuşmazlığın kendisi ile karıştırılmaya müsait bir şekilde tahkime elverişsizlik savunması yapılmasına yol açabilmektedir. Bu noktada ortaya çıkabilecek olan belirsizliklerin giderilmesinde öz düzenleyici kuruluşların önceden belirlenmiş ve uygulamaya konulmuş tahkim düzenlemeleri önemli rol oynayacaktır<sup>414</sup>.

Bu çerçevede, konuyu ülkemiz açısından değerlendirecek olursak, gerek yerel gerekse uluslararası menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının çözümünde, Türk sermaye piyasasındaki en geniş katılımlı öz düzenleyici kuruluş olan ve bu konuda

---

<sup>409</sup> Kanda, **a.g.e.**, s. 75.

<sup>410</sup> Kanda, **a.g.e.**, s. 76.

<sup>411</sup> Şanlı, **Çözüm Yolları**, s. 250.

<sup>412</sup> Houtte, **Applicable Law**, s. 215.

<sup>413</sup> Usmani, **a.g.e.**, s. 223; Houtte, **Applicable Law**, s. 215.

<sup>414</sup> Houtte, **Applicable Law**, s. 215-216; Usmani, **a.g.e.**, s. 223.

6362 sayılı YSPKn.'nun 74. maddesinin 2. fıkrasının (g) bendinde yer alan “Üyelerinin bu Kanun kapsamındaki faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümüne ilişkin gerekli altyapıyı kurmak ve yönetmek” hükmü ile bu husus görevleri arasında sayılarak kendisine Kanun ile açık bir yetki de verilen Türkiye Sermaye Piyasası Birliği'ne, tahkimin uygulanması ve geliştirilmesi konusunda önemli bir rol düşmektedir. Bu konudaki hukuki altyapının tamamlanması ile birlikte TSPB'nin gerekli işlevsel altyapıyı da kurarak sermaye piyasası uyuşmazlıklarında tahkim kurumunun ülkemizde tanınması, uygulanması ve geliştirilmesine önemli katkı sağlayacağı düşünülmekte olup, aşağıda ilgili başlıklar altında bu konuda daha detaylı açıklama ve değerlendirme yapılacaktır.

### **(5) Tahkim Şartına İlişkin Çerçeve Sözleşmelerin Oluşturduğu Standart**

Ülkemizde de diğer sermaye piyasalarında olduğu gibi bireysel olarak yatırımcının kendisinin bizatihi işlem yapabilmesi olanağı bulunmamaktadır. Bu sebeple sermaye piyasası işlemi yapmak isteyen yatırımcıların ilgili borsaya üye olan ve borsa üyesi sıfatını bu şekilde haiz bulunan bir aracıyla aracılık hususunda bir sözleşme akdetmesi gerekmektedir. Aracı kurumlar yapmakta oldukları faaliyetlerin icrasına başlamadan evvel yatırımcılarla aralarındaki hukuki ilişkinin çerçevesini çizmekte kullanılmak üzere standartlaştırdıkları sözleşmeleri kullanmaktadırlar<sup>415</sup>. Çerçeve sözleşme olarak anılan bu sözleşmelerin aracı kurumlar tarafından hazırlanmasındaki asıl amaç olarak idari ve işlemsel maliyetlerin düşürülmesi gösterilmektedir. Bu durum aynı zamanda yatırımcı bakımından da maliyetlerde kayda değer bir düşüş temin edebilir<sup>416</sup>. Nitekim büyük çaplı aracılık organizasyonlarında bu şekilde geliştirilmiş sözleşmelerin kullanılmasının idari ve hukuki olanakların etkin şekilde kullanılmasının yanı sıra değişkenlik eğilimi gösteren yatırımcı davranışlarını da kontrol edebilmeyi temin ettiği görülmektedir<sup>417</sup>. Bütün bu faydaları nedeniyle özellikle menkul kıymetlerde yapılan işlemlerde

<sup>415</sup> Poser, **Arbitrability**, s. 686.

<sup>416</sup> Grant, **a.g.e.**, s. 99.

<sup>417</sup> Grant, **a.g.e.**, s. 99.

standartlaştırılmış sözleşmelerin kullanılmasının hem yatırımcının hem de aracılardan lehine avantajlar yarattığı ve yatırımcıların arasında aynı işlemin değişik koşullara tabi olarak yapılmasının da önüne geçtiği ortaya çıkmaktadır<sup>418</sup>.

İşlem türüne bağlı olarak farklı sözleşme tiplerinin kullanılması ile tahkim yönteminin söz konusu olabilmesi için ihtiyaç duyulan aynı yöndeki taraf iradelerinin açık bir şekilde belirtilmiş olması gerekmektedir<sup>419</sup>. Bu sayede örneğin tahkim şartının tarafların arasındaki uyuşmazlığı kapsamadığı iddiasının da önüne geçilmesi mümkün olacaktır. Yine sıklıkla birbirine karıştırılan “işlem usulü üzerinde tarafların tasarruf olanaklarının kısıtlanması” ile “uyuşmazlığın tahkime elverişliliği” meselelerinin ayrılması da bu sözleşmelerde ifadesini bulan tahkim şartları sayesinde kolaylaşacaktır<sup>420</sup>. Nitekim menkul kıymet işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkime tabi tutulabilmesinin ön koşulu da tıpkı diğer sözleşmelerde olduğu üzere tarafların bu hususta irade birliği içinde olmaları ve tarafların arasında bir tahkim sözleşmesinin veya tahkim şartını içeren bir sözleşmenin akdedilmiş olmasıdır<sup>421</sup>.

## **b. Olumsuz Yönleri**

Tahkimin bir uyuşmazlık çözüm yöntemi olarak sahip olduğu genel avantajların yanı sıra bu usul hakkında bazı endişeler de bulunmaktadır<sup>422</sup>. Seçilen hakemlerin yetkinliği ve tarafsızlığı sorunu ile devlet mahkemelerinin tahkime müdahalesi sermaye piyasası uyuşmazlıklarının tahkime tabi tutulmasının başlıca olumsuz yönleri olarak sayılabilir.

### **(1) Seçilen Hakemlerin Yetkinliği ve Tarafsızlığı Sorunu**

Sermaye piyasası hukukunun teknik bir alan olması nedeniyle bu alandaki

---

<sup>418</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 347.

<sup>419</sup> Zepfel, **a.g.e.**, s. 125-126.

<sup>420</sup> Houtte, **Applicable Law**, s. 215-216.

<sup>421</sup> Poser, **ADR**, s. 1095; Cemal Şanlı, "Konişmentonun Devri, Alacağın Temliki ve Perdeyi Kaldırma Teorisi Uygulamasında Sözleşmede Yer Alan Tahkim Şartının Konişmentoyu Devralan, Alacağı Temellük Eden ve Perdenin Arkasında Kalan Bakımından Geçerliliği Sorunu" (Kıs. Tahkim Şartı), **MHB Prof. Dr. Ergin Nomer'e Armağan**, Y. 22, S.2, 2002, s. 774.

<sup>422</sup> Hernann, **a.g.e.**, s. 712.

uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümünde görev alabilecek yetkin hakemlerin uygun ve yeterli eğitime tabi kılınarak yetiştirilmesi<sup>423</sup> hususu hakem seçimi noktasında önem arz etmektedir<sup>424</sup>. Kurumsal olarak öz düzenleyici kuruluşlar tarafından sunulan tahkim hizmetinde önceden hazırlanan ve ilan edilen hakemlik yapabilecek uzmanların tespiti, menkul kıymet işlemi uyuşmazlıklarının tahkiminde yaygın bir durumdur<sup>425</sup>. Bu noktada menkul kıymet işlemi uyuşmazlıklarının tahkime tabi tutulması suretiyle verilen kararların sektörün olmazsa olmazı ve aynı zamanda yatırımcılarla mukayese edildiğinde çok daha profesyonel konumdaki yatırım kuruluşu gibi kurumlar tarafından takip edilmesi söz konusu olabilmektedir<sup>426</sup>. Bu süreç içerisinde verilen hakem kararlarının istatistiklerinin tutulması suretiyle hangi hakem heyetlerinin hangi uyuşmazlıklarda ne yönde karar verme eğilimi içerisinde olduklarının saptanması ve belirli uyuşmazlık tiplerinde lehe karar verme eğilimi ve önceden istatistiki olarak saptanan hakemlerin seçilmesine ilişkin girişim ve yönlendirmeler<sup>427</sup> sermaye piyasasında tahkim uygulamasının arz edebileceği

---

<sup>423</sup> Tahkim sürecinin çekirdeğini oluşturan hakemler liyakatli, adil ve tarafsız olmalıdırlar. Sermaye piyasası uyuşmazlıklarının tahkiminde hizmet veren hakemler, borsa üyeleri, aracılar, vadeli işlemler borsası üyeleri veya bu kişilerle belirli asgari süreler içerisinde çalışmış kişilerden oluşabilir. Bahsedilen kurum veya kuruluşların birinden emekli olmuş veya kariyerlerinin önemli bir kısmını bu kurum veya kuruluşlar bünyesinde geçirmiş kişiler hakem olarak seçilmek için gerekli tecrübeye sahip olacaklardır. Ayrıca yine asgari belirli zaman dilimleri boyunca sermaye piyasası alanında faaliyette bulunmuş olan avukatlar, muhasebeciler ve diğer meslek mensupları da sermaye piyasası uyuşmazlıklarının tahkiminde hakemlik yapmaya ehil kabul edilebilir.

<sup>424</sup> Steinberg, **a.g.e.**, s. 1515; Usmani, **a.g.e.**, s. 223.

<sup>425</sup> NYSE, NASD, FINRA gibi uygulama örneklerinde de hakem listelerinin hazırlanması, hakemlik yapabileceklerin eğitilmesi ve seçilmesi süreçleri üzerinde özenle durulan hususlardandır.

<sup>426</sup> Kupersmith, **a.g.e.**, s. 8-9; NYSE, hakem seçimi ile ilgili olarak en yüksek etik ve performans standartlarını benimsemiştir. Hakemler, kendi alanlarında en az beş yıl deneyimli olmalı, iki referans mektubu sunmalı ve kurslara devam etmiş olmalıdırlar. NYSE bünyesine hakem alımları dinamik ve sürekli devam eden bir yapı arz etmektedir. Hakemler, karşılıklarına çıkabilecek farklı geçmişlerden gelen yatırımcıların ihtiyaçlarına cevap verebilmek için farklı geçmişleri ve deneyimleri göz önünde bulundurularak istihdam edilmektedir. Hakemler, heyette göreve başlamadan önce eğitimden geçmelidirler. Bu eğitim öz düzenleyici kuruluşlar bünyesinde olabilmektedir, Zorunlu tutulan bu eğitimden sonra hakemin devam eden yıllarda belirli periyotlarla tekrar eğitime katılması şart koşulabilir. Bu eğitimde öz düzenleyici kuruluşların tahkim kurallarının yanı sıra tahkim alanındaki diğer gelişmeler, ilgili davalar ve bunun gibi bir takım bilgiler verilmektedir. Bu eğitimlerin amacı, hakemlerin önlerine gelen davalarda, sadece davanın maddi gerçeklerini ve delillerini değerlendirerek bir karara varmasıdır. Eğitimde ayrıca hakemlerin taraflarla veya tarafların avukatlarıyla gelecekte, geçmişte veya şimdi mevcut olan herhangi bir finansal, mesleki, ailevi, sosyal veya kişisel ilişkiyi ifşa yükümlülüğüne ilişkin bilgiler de verilmektedir. Bunun yanı sıra, ileride ortaya çıkma ihtimaline binaen duruşmalar esnasında ortaya çıkmış olan meseleler ışığında bu gibi durumlara ne şekilde yaklaşılması gerektiğine ilişkin öngörülerde bulunulma olanağı da bu eğitimler kapsamında mevcut olabilecektir.

<sup>427</sup> Bu durumun önüne geçilebilmesi amacıyla araçlarla yapılan sözleşmeler bakımından Amerikan Vadeli Emtia Piyasaları Kurulu (American Commodities Futures Trading Commission) kurallarından

olumsuz durumlar haline gelebilmektedir.

Aynı şekilde tahkim hizmetini sunan öz düzenleyici kurumların birden fazla olabileceği dikkate alındığında bu kuruluşlar nezdindeki tahkim neticesi verilen kararların analiz edilmesi suretiyle tahkim şartlarının en lehe karar vermesi beklenen öz düzenleyici kuruluşun tahkimine tabi kılınacak şekilde ve sözleşme genel şartları olarak yatırımcıya dayatılması da muhtemel bir risktir<sup>428</sup>. Bu nedenle hakem listesinin belirli aralıklarla güncellenmesi veya bu görevin meslek haline getirilmesinin önlenmesi amacıyla hakemlerin makul sürelerle sınırlı olarak bu uyuşmazlıkların hallinde görev alabilmesi akla gelebilecek çözüm önerilerini oluşturmaktadır.

## (2) Devlet Mahkemelerinin Tahkime Müdahalesi

Devlet mahkemeleri geleneksel olarak yargılama yetkisini ve karar verme hakkını hakemlerin kullanmasına müsamaha ile baktıkları ölçüde tahkim sorunları azalabilir. Taraflar, tahkim usulü çerçevesinde verilen karara rızaen uymadıklarında, hakem kararı devlet mahkemelerinin önüne gelmekte ve onların yorumuna tabi olmaktadır. Tahkim devlet mahkemelerinin müsamahasında gelişmiştir ve tahkimin gelişmesinde ve uygulanmasında bu müsamahaya önemli ölçüde ihtiyaç vardır. Bugün hala pek çok ülkede devlet mahkemeleri tahkimi bir “hasım” olarak görebilmektedir. Bu itibarla gerek tahkim prosedürü devam ederken açılan davalar çerçevesinde ve gerekse verilen hakem kararının tenfizi sırasında, devlet mahkemelerinin yorum ve uygulamalarında ciddi sorunlar ortaya çıkabilmektedir<sup>429</sup>.

Ayrıca özellikle uluslararası tahkim prosedürlerinin başarısı, önemli ölçüde yerel mahkemelerin müdahalesinin sınırlandırılmasına bağlıdır. Devlet mahkemelerin yoğun müdahalesine bağlı tahkim düzenlemelerinde, tahkimden beklenen sürat elde edilemez ve çok defa tahkim süre olarak, resmi yargının gerisine düşer. Söz konusu müdahale imkanının sıklıkla ve kolaylıkla tanındığı hukuk sistemlerinde davaya karşı

---

bölüm 180 (3) hükmünde belirtildiği gibi yatırımcıların tahkim şartını kabul etmelerinin sözleşmenin imzalanması için zorunlu bir şart olarak ileri sürülmesinin mümkün olmadığı şeklinde düzenlemelerle tarafların tahkim iradesinin serbest tecelli etmesi temin edilmek istenmektedir (Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 364, dn. 1372).

<sup>428</sup> Hermann, **a.g.e.**, s. 714.

<sup>429</sup> Şanlı, **Çözüm Yolları**, s. 247.

çıkan taraf, kolayca tahkim prosedürünü sabote edebilecektir. Bu nedenle, çağdaş uluslararası tahkim düzenlemelerinde mahkemelerin tahkime müdahaleleri asgariye indirilmiştir. Hatta bu düşünceden hareketle çağdaş tahkim düzenlemelerinde devlet mahkemelerinin tahkime istisnaen müdahalesi sadece tahkim kurumunun yozlaşmasını ve kötüye kullanımını önlemeye matuf olarak veya hakemlere yardım zımında kabul edilmiştir<sup>430</sup>.

### 3. Tahkim ve Yatırımcının Korunması

Yatırımcıların, yatırım amaçlarında başarılı olma gayelerini gerçekleştirmelerinde menkul kıymet piyasalarında bazı unsurlar etkilidir. Bunlar yatırımcıların ekonomik durumları ve yatırım miktarları ile bağlantılı olarak pazarlık güçleri ve piyasada mevcut gelişmeler hakkındaki bilgi akışından edinebildikleri yatırım kararlarında etkili olabilecek olan bilginin yeterli ve güvenilir olması başta olmak üzere değişik unsurlardan oluşmaktadır. Yatırımcının, girdiği gruba göre değişmekle beraber, sermaye piyasası kurumlarına karşı pazarlık güçleri çoğunlukla zayıftır. Bu nedenlerin etkisiyle ve piyasadaki bilgi akışının, özellikle kamunun aydınlatılması ilkelerinin etkin bir şekilde hayata geçirilmediği ülkelerde yatırımcıların aleyhine bir durum arz etmesinden ötürü yatırımcıların yasalar tarafından korunmaya layık görülmeleri yaygın bir tavidir.

Bu noktada yatırımcıların bir tarafını oluşturdukları uyuşmazlıklarda onların korunması amacıyla sermaye piyasası hukukunun pek çok hüküm sevk ederek bu gayeyi temin etmeye çalışması, özellikle gelişmiş ülkelerde kolaylıkla tespit edilebilen bir haldedir. Hatta bu yaklaşım biçimi yatırımcının korunmasının onların tüketici gibi algılanmasına ve tahkim şartı içeren sözleşmelerin iltihaki bir yapıda kabul edilmesine yol açabilir<sup>431</sup>. Bu durum ve ihtiyaç, yatırım sözleşmelerinin ve sermaye piyasası

---

<sup>430</sup> Şanlı, **Çözüm Yolları**, s. 267.

<sup>431</sup> Kerr **a.g.e.**, s. 246; Kronke, **a.g.e.**, s. 266; Houtte, **Applicable Law**, s. 216; Bu noktada örneğin İngiltere'de 1988 Tarihli Tüketici Tahkim Anlaşması Yasası ile özel hukuk kişileri arasında menkul kıymetlere yapılan yatırımların belirli koşullarda tahkime konu edilemeyeceği düzenlenmişse de bu hükümler sadece yerel olarak uygulanabilirlik vasfını haiz olup milletlerarası nitelikteki sözleşmeleri kapsamamaktadır. Örneğin Philip Alexander Securities and Futures Ltd. v. Bamberger davasında Yüksek Mahkeme de bu durumu kabul etmiş ve aksi şekilde hareket edilip anılan düzenlemelerin yerel koruma sağlayan vasfının Avrupa Birliği'ne teşmilinin hukuka aykırı olacağını belirtmiştir.

işlemlerinin mesafeli ve daha açık bir ifadeyle uluslararası olduğu örneklerde çok daha baskın bir şekilde hissedilmektedir<sup>432</sup>. Bu nedenle, sermaye piyasası uyuşmazlıklarının, özellikle kurumsal tahkim hizmeti şeklinde olmak üzere piyasanın öz düzenleyici kuruluşları tarafından sunulan tahkim hizmeti kapsamında nispeten düşük meblağlı uyuşmazlıkların kısa sürede ve daha az masraflı olarak sonlandırılması yatırımcıların da lehine gözükmektedir<sup>433</sup>. Özellikle bireysel ve küçük yatırımcılar açısından bu durum daha da belirgindir<sup>434</sup>. Bununla birlikte, sözleşmelere katılım sürecinde yatırımcının pazarlık gücü ve profili gibi unsurların incelenmesi ile tahkim şartını içeren sözleşmenin iltihaki vasfının, uyuşmazlığın tahkime tabi kılınması bakımından tahkim iradesinin varlığının sorgulanmasına yol açması olasılığı da özellikle bunun yollama (atıf) şeklinde yapıldığı ve yollamanın genel bir nitelik arz ettiği hallerde<sup>435</sup> göz ardı edilmemelidir.

Sermaye piyasası uyuşmazlıklarının tahkimi söz konusu olduğunda özellikle küçük ve bireysel yatırımcılarda daha rahatlıkla gözlemlenebileceği üzere uyuşmazlığın mahkemeye intikali halinde yatırımcının korunması ilkelerinin ve bu yöndeki maddi hukuk normlarının uygulanması bakımından ön yargısal bir beklentinin bulunduğu ifade edilebilir<sup>436</sup>. Buna göre yatırımcıların, mahkemelerin onların haklarının korunmasında kendi lehlerine olan bir eğilim içerisinde olacakları fikri somut bir temele sahip olmadığı gibi, aynı durumun tahkim kurumu bakımından geçersiz addedilmesi de aynı konumdadır. Kaldı ki öz düzenleyici kuruluşların sundukları tahkim uygulaması, sektörün içerisinde sağlanan bir uyuşmazlık çözüm mekanizması olarak bu uyuşmazlıklara özgülenmiş niteliği bakımından yatırımcıların adil sonuçlara ulaşmasını destekleyici elverişli bir araç durumdadır<sup>437</sup>. Nitekim

---

<sup>432</sup> Bkz. EC 20.05.1997 tarih ve 97/7 sayılı Yönergesi. Ayrıca finansal hizmetlerde mesafeli satışlarda yatırımcının tabi kılındığı korumaların, tüketicinin korunmasına eşdeğer korumadan faydalanması ile ilgili olarak bkz. EC 98/27 sayılı Yönerge.

<sup>433</sup> Hermann, **a.g.e.**, s. 721; Kupersmith, **a.g.e.**, s. 4-5.

<sup>434</sup> Poser, **Arbitrability**, s. 688-689.

<sup>435</sup> Şanlı, **Tahkim Şartı**, s. 775.

<sup>436</sup> Houtte, **Applicable Law**, s. 215; Yine de özellikle piyasa yapısını bilmeyen ve öz düzenleyici kuruluşların sundukları tahkim hizmetinin içeriği ve tarafsızlığı hakkında tecrübe sahibi olmayan yatırımcıların, bu kurumların sundukları tahkime güven duymamaları olasılığı her zaman mevcuttur.

<sup>437</sup> Oliver, **a.g.e.**, s. 552; Tahkim, ihtilafların mahkemeler nezdinde çözümlenmesiyle karşılaştırıldığında daha elverişli, daha uygun, daha hızlı ve daha ucuz bir alternatif uyuşmazlık çözüm yoludur (Ejder Yılmaz, "Tahkim Hukukuna Genel Giriş ve Ülkemizdeki Durum", Yargı Reformu-2000 Sempozyum, İzmir, 2000, s. 271), Bu yararlar, sermaye piyasası uyuşmazlıklarında



örneğin ABD uygulamasında RICO<sup>438</sup> yasasına dayanan taleplerin tahkime elverişliliğinin kabulü sonrası yatırımcı lehine cezalandırıcı tazminatlara (punitive damages) hükmeden mahkeme kararları bu durumun önemli bir göstergesi olarak dikkate değer gözükmetedir<sup>439</sup>. Bunun yanı sıra ABD'de SEC'e Yüksek Mahkeme kararları ile verilen, öz düzenleyici kuruluşların tahkim düzenlemelerini denetleme ve uygun bulma yetkisi sayesinde yatırımcının menfaatlerinin tahkim uygulamasında ve bu uygulamaya şekil veren kuralların belirlenmesindeki koruma görevi<sup>440</sup> ülkemizde benzer yetkiler verilerek SPK tarafından da yerine getirilebilir. Bu sayede, özellikle kurumsal tahkim niteliğinde olan, öz düzenleyici kuruluşlar tarafından sunulan tahkim kapsamında sermaye piyasası uyuşmazlıklarında uygulanacak olan kuralların piyasa düzenleyicisi olan kurum veya otorite tarafından denetimi ve uygun bulunması vasıtasıyla hayata geçirilmesi sayesinde yatırımcının korunmasına ilişkin çekincelerin giderilmesini de mümkün kılacaktır<sup>441</sup>.

#### **4. Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkime Elverişlilik**

Menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarında tahkime gidilip gidilemeyeceği meselesi, hukukumuzda, tıpkı muhtelif tahkim mevzuatlarında da kabul edildiği üzere<sup>442</sup>, uyuşmazlığın taraflarının uyuşmazlık konusu üzerinde tasarrufta bulunabilip bulunamamalarına göre değerlendirilebilir<sup>443</sup>. Zira hangi uyuşmazlıkların tahkime konu edilebileceği sorunu söz konusu olduğunda gerek Hukuk Muhakemeleri Kanunu gerekse Milletlerarası Tahkim Kanunu ile uyuşmazlık taraflarının uyuşmazlık konusu hakkında irade serbestisine sahip olup olmadıkları kriteri kabul edilmiş fakat hangi uyuşmazlıkların tahkime sunulabileceği izah edilmemiştir<sup>444</sup>. Buna göre iç veya bir

---

tahkimin uygulanmasına ilişkin olarak her zaman önemli bir sebep teşkil etmişlerdir. Yatırımcılar açısından tahkimin daha verimli bir süreç olmasından bahisle yargılama sürecine nazaran daha fazla yararları olduğu bu sebeplerle bir gerçektir.

<sup>438</sup> Bkz. 269 nolu dipnot.

<sup>439</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 369.

<sup>440</sup> Hermann, **a.g.e.**, s. 721.

<sup>441</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 370.

<sup>442</sup> Şanlı, **Esasa Uygulanacak Hukuk**, s. 25.

<sup>443</sup> Şanlı, **Esasa Uygulanacak Hukuk**, s. 26.

<sup>444</sup> Turgut Kalpsüz, “Tahkim Anlaşması”, **Bilgi Toplumunda Hukuk: Prof. Dr. Ünal Tekinalp’e Armağan**, C. II, İstanbul, 2003, s. 127.

diğer ifade ile yerel tahkimi düzenleyen HMK'nın m. 408 hükmü bu durumu olumsuz bir ifade biçimi ile "*Taşınmaz mallar üzerindeki aynı haklardan veya iki tarafın iradelerine tabi olmayan işlerden kaynaklanan uyuşmazlıklar tahkime elverişli değildir.*" şeklinde ifade etmektedir.

Buna karşın MTK'da ise aynı durum m. 1/4'de "*Bu kanun, Türkiye'de bulunan taşınmaz mallar üzerindeki aynı haklara ilişkin uyuşmazlıklar ile iki tarafın iradelerine tabi olmayan uyuşmazlıklarda uygulanmaz*" şeklinde düzenlenmiştir. Böylece MTK uyuşmazlığın yabancılık unsurunu içermesine göre bir ayırım yapılarak HMK'taki esaslara paralel bir şekilde ve iç hukukumuzda tahkime elverişli olmayan meselelerde tahkim yolunu kapatmıştır<sup>445</sup>. Hangi uyuşmazlıkların tarafların üzerinde serbestçe tasarrufta bulunabileceği nitelikte olduğu ise genel olarak doktrinde kabul edilen yaklaşıma göre tarafların üzerinde sulh veya kabul yoluyla serbestçe tasarrufta bulunabilmesi esas alınarak belirlenmektedir<sup>446</sup>. Buna göre eğer uyuşmazlığın tarafları uyuşmazlık konusu hakkında sulh veya kabul yoluyla serbestçe tasarrufta bulunabiliyorlar ise bu uyuşmazlığın tahkime konu edilmesi mümkün olacak aksi halde uyuşmazlık tahkime sunulamayacaktır<sup>447</sup>.

Tahkimin konusu olabilme bakımından HMK ve MTK ile kabul edilen tarafların iradeleriyle serbestçe tasarruf edebildikleri yani, üzerinde sulh veya kabul işlemi tesis edebildikleri konulardan olma vasfının menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarında mevcut olduğunun kabulü halinde bu uyuşmazlıkların tahkime konu edilmesi de mümkün olabilecektir. Menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının tahkime konu edilip edilemeyeceği meselesinin analizinde sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde sermaye piyasası faaliyeti olarak kabul edilen faaliyetlerin icrası amacıyla gerçekleştirilen ve konusunu menkul kıymetlerin oluşturduğu işlemlerin taraflarının arasındaki hukuki ilişkinin niteliği önem arz etmektedir. Buna göre YSPKn.'nın 37. maddesinde belirtilen sermaye piyasası hizmet ve faaliyetleri yatırım kuruluşları tarafından sözleşmelere dayanarak icra edilmektedir. Söz konusu hizmet

<sup>445</sup> Hatice Özdemir-Kocasakal, "Milletlerarası Tahkim Kanunu'nun Uygulama Alanının Belirlenmesi", **Prof. Dr. Özer Selici'ye Armağan**, Ankara, 2006, s. 365; Akıncı, **Tahkim**, s. 75.

<sup>446</sup> Tevetoglu, **a.g.e.**, s. 334.

<sup>447</sup> Şanlı, **Çözüm Yolları**, s. 311; Dağlı, Çakır, **Sermaye Piyasasında Tahkim**, s. 30.

ve faaliyetlerin icrası sırasında yatırım kuruluşları başta olmak üzere sermaye piyasası kurumları tarafından uyulması gereken esas ve usuller çoğunlukla piyasanın işleyişine ilişkin olmakla tarafların üzerinde tasarruf olanaklarının bulunmadığı hususları teşkil etmekte ve bu sebeple sözleşmelere konu edilmeye de elverişli değildir<sup>448</sup>. Bu nedenle, burada bahsedilen tarafların arasındaki ilişki ilgili piyasada işlemin tabi olduğu emredici vasfı yaygın ve kuvvetli olan esas ve usullere ilişkin düzenlemelerin haricinde kalanları kapsar şekilde değerlendirilmelidir. Bu çerçevede; söz konusu sözleşmelere ilişkin detaylı açıklama ileride yapılacak olmakla birlikte, konumuz kapsamında kısaca ifade etmek gerekirse, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından sözleşmelerin içermesi gereken ve tebliğ ve düzenlemelerde asgari unsur olarak belirtilen ve yatırımcının korunmasına ilişkin temel esasları dikkate alan standartların oluşturduğu çerçevenin dışında söz konusu sözleşmeler, sözleşme serbestisi ilkesi kapsamında tarafların iradelerine tabidir<sup>449</sup>. Bu açıdan bakıldığında aracılar ile yatırımcıların arasındaki bütün sözleşmelerde tahkim şartına yer verilmesi veya tahkim konusunda ayrıca bir sözleşme yapılması ile ilgili olarak kısıtlayıcı bir hüküm bulunmamaktadır. Tarafların üzerinde tasarrufta bulunabilmesi yönüyle aracılar ile yatırımcıların arasındaki sözleşmelerden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümü meselesinde tahkim usulünü öngörmelerine SPKn ile getirilmiş bir sınırlama da söz konusu değildir.

Ülkemizde menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının tahkime elverişliliği açısından önemli bir unsur olan tarafların iradeleriyle serbestçe tasarruf edebilmeleri yani, üzerinde sulh veya kabul işlemi tesis edebildikleri konulardan olma vasfının bulunması hususu ise, “sulh olma ve şikayetten vazgeçme” başlığını taşıyan Borsa İstanbul A.Ş. Uyuşmazlık Komitesi Çalışma Usul ve Esasları Yönergesi'nin 14. maddesinde, uyuşmazlık konusunun Borsaya intikal ettirilmesinden sonra, tarafların her zaman sulh yoluyla anlaşmalarının mümkün olduğu ifade edilmektedir.

Tarafların uyuşmazlık konusunda sulh yoluyla anlaşmaları halinde bunu derhal

---

<sup>448</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 337; İşlem zamanı, işlem biçimi, emrin alınma usulü, emrin tasfiyesi, menkul kıymetin saklanma usul ve esasları bunlara örnek olarak sayılabilir.

<sup>449</sup> Çiğdem Özbay, **Aracı Kurumlar Tarafından Hazırlanan Standart Sözleşmeler Karşısında Yatırımcının Korunması**, Ankara, 1999, s. 9-11.

borsa başkanlığına bildirmeleri zorunlu kılınmıştır. Maddenin 3. cümlesine göre ise şikayet eden, incelemenin her safhasında talebinden kısmen veya tamamen feragat edebilmektedir. Bunun bildirilmesi halinde şikayet dosyası işlemde kaldırılmaktadır. Bu çerçevede, tarafların bu aşamada yani uyuşmazlığı anılan düzenlemeye göre bildirmeden evvel dahi uyuşmazlığı sulhen halletmelerini kısıtlayan bir düzenleme söz konusu değildir. O nedenle ve özellikle uyuşmazlık üzerinde tarafların bildirimden sonra dahi sulh olmak noktasında bir sınırlandırma ile karşı karşıya olmayacakları ayrıca ifade edilmek istenmiştir. Dolayısıyla, uyuşmazlığın taraflarının uyuşmazlığın borsaya intikalinden sonraki aşamada dahi sulh anlaşması yapabilecekleri veya başvuruda bulunan tarafın talebinden feragat edebileceği kabul edilirken sulh veya feragat halinde başkaca bir şart aranmaksızın borsa yönetim kurulunun incelemesinin sona ereceği ve dosyanın işlemde kaldırılacağı belirtilmektedir.

Burada söz konusu uyuşmazlığın, borsaya intikal eden uyuşmazlık olarak ifade edilmiş olması ve sistematik bakımından borsa işleminden doğan uyuşmazlık olduğu açıktır. O itibarla tarafları önem arz etmeksizin uyuşmazlığın borsa işleminden doğması şartıyla tarafların sulh yoluyla serbest iradeleri kapsamında tasarrufta bulunabilecekleri böylece tartışmasızdır. Borsa işleminden doğan uyuşmazlıklar bakımından borsaya intikal edilmesinden sonrasına ilişkin olan anılan düzenlemelerde sulhe gidilmesine hukuken sonuç bağlanmış olması karşısında; borsaya intikalden evvel tarafların bu intikali gerçekleştiren başvuruda bulunmadan uyuşmazlık hakkında tasarrufta bulunmalarının da mümkün olduğu görülmektedir. Tarafların uyuşmazlık konusu üzerinde bu şekilde tasarrufta bulunabilmeleri HMK m. 408 ve MTK m. 1/4 hükmü anlamında söz konusu uyuşmazlıkların tahkime konu edilebileceğinin de kabulünü gerektirmektedir.

TSPB Statüsü'nün 7/i maddesi uyarınca ise Birliğe, üyelerinin kendi aralarında ve müşterileriyle olan ve Kanun kapsamındaki faaliyetlerinden<sup>450</sup> kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümüne ilişkin gerekli altyapıyı kurmak ve yönetmek görevleri verilmiştir. Hükümden de anlaşılacağı üzere Birlik tarafından kurumsal olarak sunulan bu tahkim hizmetinin konusu YSPKn. kapsamındaki

---

<sup>450</sup> YSPKn. kapsamındaki sermaye piyasası faaliyetleri hakkında geniş bilgi için bkz. s. 20 vd.

faaliyetlerden kaynaklanan uyuşmazlıklardır. Böylece sermaye piyasasında yatırım kurumları arasında veya yatırım kurumları ile yatırımcılar arasında YSPKn. kapsamındaki sermaye piyasası faaliyetlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümünde tarafların uyuşmazlığın TSPAKB Tahkim Kuralları çerçevesinde çözülmesini kararlaştırmış olmaları halinde uyuşmazlık tahkime konu olabilecektir. Ayrıca, eski Kanun'dan farklı olarak 6362 sayılı Kanun TSPB'den, "yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunmaya yetkili kılınmış kuruluşlar" ve "sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kurumlar"dan SPK tarafından uygun görülenlerin oluşturduğu bir kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşu olarak bahsetmesi nedeniyle, Birlik tarafından sunulan tahkim hizmetinin, ABD başta olmak üzere tahkimi sermaye piyasası uyuşmazlıklarından etkin bir uyuşmazlık çözüm yolu olarak kullanan diğer ülkelerdeki örneklerine paralel bir şekilde sadece aracı kuruluşları değil bütün sermaye piyasası kurumlarını kapsayacak biçimde genişletilmesi oldukça önemli bir gelişmedir ve bu noktadaki ihtiyaca cevap vermesi açısından uygun olmuştur. Bu sayede, aracı kurumlar gibi diğer sermaye piyasası kurumlarının da sundukları hizmetlerle bağlantılı olarak yatırımcılarla akdettikleri sözleşmelerde tahkim şartına yer vermeleri mümkün hale gelmiştir.

Öte yandan, menkul kıymet yatırımları kural olarak her ne kadar dolaylı yatırım olarak kabul edilmekte ise de Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu menkul kıymetlere yapılan belirli şartları haiz yatırımları kapsamına alması bakımından bu noktada bir farklılık yaratmıştır. İncelememiz açısından önem arz eden husus DYYK kapsamında doğrudan yabancı yatırım olarak kabul edilen bu yatırımlardan doğan uyuşmazlıkların taraflarının tahkime başvurma konusunda anlaşabileceklerinin açıkça kabul edilmiş olmasıdır. Gerçekten de DYYK m. 2'de yer verilen tanımlar arasında m. 2/b-2-ii hükmünde menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi veya menkul kıymet borsalarından en az yüzde on hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir şirkete ortak olmak doğrudan yabancı yatırım olarak tarif edilmiştir. Maddeye göre borsa dışında yani tezgahüstü piyasası kapsayan bir şekilde hisse ediniminden bahsedilirken bunun yanı sıra borsalardan edinilmesi halinde ise yüzde onluk limit alt sınır olmak üzere yahut aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler söz konusu olduğunda bunun mevcut bir şirkete yönelik olması halinde

doğrudan yabancı yatırımın varlığı kabul edilmektedir. Böylece menkul kıymetlere ilişkin yatırımlar maddede anılan şartları taşımaları halinde artık dolaylı yatırım kapsamının dışında tutulmakta ve DYYK m. 3/e hükmü uyarınca bu yatırımlardan kaynaklanan uyuşmazlıkların yerel veya uluslararası tahkim yollarına başvurularak çözülmesi hususunda yatırımın taraflarının anlaşmaları da mümkün olmaktadır<sup>451</sup>

## **5. Tahkime Elverişlilik Kapsamında Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırımlarında Tahkime Konu Olabilecek Uyuşmazlık Tipleri**

Sermaye piyasası uyuşmazlıklarının tahkime tabi tutulması halinde karşılaşılabilecek uyuşmazlık tipleri de menkul kıymet işlemlerinden ve tarafların arasındaki hukuki ilişkilerden doğmakta ve bunların içeriğine göre karakterize olmaktadır. Bu uyuşmazlık tipleri, tahkime konu edilecek taleplerin nelerden oluşacağına saptanmasını sağlamakta olmasının yanı sıra aslında aynı zamanda tahkime tabi olacak olan uyuşmazlıkların, tarafların üzerinde tasarrufta bulunabilecekleri nitelikte olduğunun tespiti bakımından da önem arz etmektedir. Tabii ki burada ele alınacak olan uyuşmazlık veya talep tiplerinin birbirinden tamamen bağımsız bir biçimde tahkime konu edilmesi mümkün olduğu gibi, bir uyuşmazlık veya talep tipinin bir diğer ile bağlantılı olarak ileri sürüldüğü durumlar da gündeme gelebilir<sup>452</sup>.

Sermaye piyasalarında uyuşmazlıklar en çok borsa üyeleri olan aracı kurumlar ile yatırımcılar arasında ortaya çıkmaktadır. Bu uyuşmazlıklar, taraflar arasındaki mevcut hukuki ilişkinin başlamasından sona ermesine kadar geçen süreç içinde gerek sermaye piyasası mevzuatından, gerekse taraflar arasındaki özel hukuk ilişkisinden doğan yükümlülüklerin hiç ya da gereği gibi yerine getirilmemesinden doğar<sup>453</sup>.

Menkul kıymet işlemlerine genel olarak bakıldığında taraflar arasında çok geniş bir yelpazeye yayılan çeşitli uyuşmazlıklar ortaya çıktığı görülür. Menkul

<sup>451</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 343, dn. 1280; Detaylı bilgi için bkz. s. 196 vd.

<sup>452</sup> Kronke, **a.g.e.**, s. 344.

<sup>453</sup> Aydın, **a.g.e.**, s. 169.

kıymet yatırım uyuşmazlıklarının büyük bir bölümü, borsada alım-satım işlemleri yapmak isteyen yatırımcıların, borsa üyeleri ile hukuki bir ilişkiye girmelerinden bu hukuki ilişkinin son bulmasına kadar her aşamada taraflar arasında doğabilecek menfaat uyuşmazlıklarından kaynaklanmaktadır. Borsa mevzuatında, borsa üyeleri ile yatırımcılar arasında ortaya çıkabilecek uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin yapılan düzenlemelerde “borsa işlemi” kavramından yola çıkılmış ve borsada gerçekleşen her işlem ise teknik açıdan borsa işlemi olarak kabul edilmemiştir. Bu sebeple menkul kıymet işlemlerinde taraflar arasında doğabilecek uyuşmazlıkların çözümü için uyuşmazlığın borsa işleminden kaynaklanıp kaynaklanmadığının öncelikle tespiti önem taşımaktadır. Dolayısıyla konumuz kapsamında taraflar arasında oluşabilecek uyuşmazlıklar, “borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıklar” ve “borsa işlemleri dışındaki uyuşmazlıklar” olarak ikili bir ayırım yapılarak incelenecektir.

### **a. Borsa İşlemlerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıklar**

Sermaye piyasası mevzuatında, borsa üyeleri ve yatırımcılar arasında veya üyelerin kendi aralarında doğan uyuşmazlıkların çözümünde çeşitli düzenlemeler öngörülmüştür. Bunlardan en önemlisi ve en başta geleni YSPKn'nun 70. maddesinin 1. fıkrasında yer alan “*Yatırım kuruluşlarının kendi aralarında veya müşterileriyle 67 nci maddenin birinci fıkrasının (b) ve (c) bentlerinde yer alan borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümlenmesine ilişkin usul ve esaslar borsa yönetim kurullarınca belirlenir. Anılan yönetim kurulu kararlarının ilişkin olduğu tutarın 84 üncü maddenin beşinci fıkrasında yer alan tutardan fazla olması hâlinde bu karara karşı Kurula itirazda bulunulabilir...*” hükmüdür. Bu hükme göre, sermaye piyasası araçlarının, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve SPK tarafından uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işlem görmesini sağlamak üzere “*Emirlerin iletilmesi ve eşleştirilmesi*” ile “*gerçekleştirilen işlemlere ilişkin yükümlülüklerin zamanında yerine getirilmesi*” konularına ilişkin uyuşmazlıklar borsa işlemi olarak kabul edilmiş ve bu uyuşmazlıkların çözümlenmesine ilişkin usul ve esasların borsa yönetim kurullarınca belirleneceği ifade edilerek uyuşmazlık konusu tutarın yüz bin

TL'den<sup>454</sup> fazla olması halinde borsa yönetim kurulu tarafından verilen karara karşı SPK'ya itirazda bulunulabileceği hükme bağlanmıştır. Borsa işlemi kavramına Borsa İstanbul A.Ş.<sup>455</sup> Esas Sözleşmesi'nde de yer verilmiş olup, Borsa İstanbul'un amaç ve faaliyet konuları arasında “*Yatırım kuruluşlarının kendi aralarında veya müşterileriyle olan borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin usul ve esasları belirlemeye*” yetkili olduğu ifade edilmiştir. Ayrıca yönetim kurulunun görev ve yetkileri arasında “*Borsa işlemlerinde çıkabilecek uyuşmazlıkları inceleyerek sonuçlandırmak*” olduğu da sayılmıştır. Dolayısıyla söz konusu hükümlerden de açıkça anlaşılacağı üzere borsada taraflar arasında çıkan uyuşmazlıkların çözümü için öngörülen düzenlemelerde hareket edilen kıstas “borsa işlemi” kavramıdır.

Borsa işlemi kavramı, mülga Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 54. maddesinde düzenlenmişti. Borsa işlemi başlıklı bu hükme göre; “*Borsalarda alım-satım işlemleri, Borsa Yönetim Kurulu'nca atanan borsa eksperleri huzurunda, borsaya intikal eden menkul kıymet arz ve talebinin rekabet koşulları altında karşılaştırılması suretiyle yürütülür*” şeklinde düzenlenmişti. Borsa işlemlerine hakim olan genel ilke ve prensipleri belirlemek açısından önem arz eden bu hüküm, borsa işlemi kavramını tanımlamak açısından somut bir ölçü içermediği için önceleri Borsa Yönetim Kurulu, bu kavramı geniş yorumlayarak borsa faaliyetinden doğan hemen her türlü uyuşmazlığın esası hakkında karar vermiş ancak borsa işlemi kavramı konusunda yeknesaklığın sağlanması ve böylece borsa işleminin tanımı ve sınırlarının belirlenmesi için yapılan itirazlar üzerine SPK, konuya ilişkin Borsa'ya gönderdiği bir görüş yazısında “*Borsa işlemleri, Borsa Yönetim Kurulunca atanan borsa eksperleri huzurunda, borsaya intikal eden menkul kıymet arz ve talebinin karşılanması olup, gerçekleşen alım veya satım emirlerinin tasfiyesi amacıyla tarafların karşılıklı yükümlülüklerini yerine getirmeleriyle tamamlanır*” diyerek borsa işleminin sınırlarını çizmiştir. Böylece

---

<sup>454</sup> YSPKn 84. maddesinde yer alan 100.000 TL'lik tutar 2013 yılına ilişkin olup, yine aynı maddeye göre bu tutar her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranında arttırılır.

<sup>455</sup> Borsa İstanbul A.Ş., YSPK'nun 138. maddesi ile anonim şirket şeklinde kurulmuş özel hukuk tüzel kişiliğini haiz bir borsadır. Türk sermaye piyasalarında borsaları tek çatı altında toplayan Borsa İstanbul A.Ş., esas sözleşmesinin Sermaye Piyasası Kurulu'nca hazırlanıp ilgili Bakanın onayı sonrasında 3 Nisan 2013 tarihinde doğrudan tescil ve ilan edilmesiyle faaliyet izni almış ve 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adıyla faaliyete başlayan borsa 5 Nisan 2013 tarihinde ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası olan adı, "Borsa İstanbul" olarak değiştirilmiştir.



yatırımcının, borsa üyesine menkul kıymet alım/satımı için emir vermesi ile başlayan, bu emrin üye tarafından borsada gerçekleştirilmesi ve bu işlemin tasfiye edilmesi ile tamamlanan süreçteki işlemler, borsa işlemi olarak kabul edilmiştir. Böylece müşteriler tarafından borsa üyelerine iletilen alım-satım emirlerinin kısmen veya tamamen yerine getirilmemesine ya da talimata aykırı olarak yerine getirilmesine, talimat verilmediği halde borsa üyesi tarafından müşterisi hesabına alım-satım işlemleri yapılmasına, alım-satım işlemleri neticesinde tarafların üzerine düşen para veya menkul kıymeti teslim borcunun yerine getirilmemesine ilişkin olarak doğan uyuşmazlıklar borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıklar olarak kabul edilmiştir<sup>456</sup>.

Bu sürecin dışındaki uyuşmazlıklar ise örneğin taraflar arasında sözleşme ilişkisinin kurulması ya da borsada alım-satım işlemi tamamlandıktan sonra müşteri tarafından üye emanetine bırakılan menkul kıymetin teslim edilmemesine, virman talimatının hiç veya gereği gibi yerine getirilmemesine, sermaye artırımına, temettü dağıtımına ilişkin uyuşmazlıklar borsa işlemi dışında kabul edilmiştir. Böylece Borsa Yönetim Kurulu, ilgili mevzuat ve SPK'nın ilke kararı doğrultusunda yatırımcılar ile borsa üyeleri arasındaki uyuşmazlıkları, borsa işleminden doğduğu takdirde inceleme kapsamına almış, borsa işlemi kapsamında görmediği uyuşmazlıkları inceleme yetkisi olmadığı ya da uyuşmazlığın borsa işlemi tanımına girmediği gerekçesiyle reddine karar vererek bu tür uyuşmazlıkların adli yargının görev alanı içine girdiğini kabul etmiştir.

Yukarıda anlattığımız bilgiler göz önünde bulundurulduğunda, konunun subjektif bir özelliği bulunduğundan, bu konuda değişik fikir ve değerlendirmeler olmakla birlikte çalışmamızın sistematığına daha uygun görülmesi nedeniyle, borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkları aşağıdaki şekilde sınıflandırmamız mümkündür.

### **(1) Alım-Satım Emirlerine İlişkin Uyuşmazlıklar**

Borsa işlemlerinde taraflar arasında en çok alım-satım emri verilmesine ilişkin konularda uyuşmazlıklar çıkmaktadır. Bu husus, borsa işlemlerinin esasını oluşturan müşterilerinin önemi ve çeşitliliğinden kaynaklanmaktadır.

---

<sup>456</sup> Aydın, a.g.e., s. 172-173.

Alım-satım emirlerine ilişkin olarak çıkan uyuşmazlıklara bakıldığında bunların; emrin ya hiç ya da kısmen yerine getirilmemesinden, emrin gereği gibi yerine getirilmemesinden ya da emir verilmediği halde müşteri hesabında işlem yapılmasından doğduğu görülmektedir<sup>457</sup>.

## **i. Emir Verilmediği Halde Müşteri Hesabında İşlem Yapılmasından Doğan Uyuşmazlıklar**

Uygulamada sık görülen bu tip uyuşmazlık biçiminde, borsa üyelerinin yatırımcılar hesabına gerçekleştirdiği işlemlerin, yatırımcının emri olmaksızın gerçekleştirildiği iddiası söz konusudur. Burada genellikle yatırımcının yatırım amaçlarından bağımsız ve çoğunlukla ona aykırı şekilde tesis edilen çok sayıdaki sermaye piyasası işlemi ile karşılaşılmaktadır<sup>458</sup>. Bu uyuşmazlıklar; yatırımcılar adına ve hesabına borsada işlem yapabilecek olan borsa üyelerinin daha önce emanetine bırakılmış olan hisse senetlerinin yatırımcının herhangi bir emri olmaksızın satılması<sup>459</sup> ya da yatırımcının hesabındaki nakdin, yatırımcının bilgisi olmaksızın kullanılması ile gerçekleşir ve yatırımcının zarara uğratıldığı iddiasına dayanır.

Kural olarak piyasada yatırımcının kendi adına işlem yapması mümkün olmayıp bunu onun adına borsa üyelerinin yapması ve bu sayede fon arz ve taleplerinin aracılar vasıtasıyla karşılaştırılması söz konusudur. Bu sebeple yatırımcılar kendi adlarına yatırım kuruluşu tarafından yapılacak olan sermaye piyasası işlemlerinin onların nezdinde gerçekleştirilmesi için bir yatırım hesabı açmak ve çerçeve sözleşme imzalamak durumundadırlar. Müşterilerin yatırım kuruluşu nezdinde bulunan bu yatırımcıya ait yatırım hesapları onların sermaye piyasası işlemlerinin yapıldığı hesaplardır. İşte yatırımcının emri ve bilgisi dışında uygulamada bazı borsa üyeleri bu hesaplarda işlem yapmak suretiyle, borsadaki iniş-çıkışlardan yararlanarak yatırımcıların hesabındaki nakdi bir süre kullanmayı, kâr elde edince bu

<sup>457</sup> Konuralp, Konuralp, **a.g.e.**, s. 594.

<sup>458</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 374.

<sup>459</sup> Mülga İMKB Yönetmeliği'nin 60. madde hükmü ile borsa işlemi tanımına açıklık getiren SPK görüşü doğrultusunda; emanete bırakılan hisse senetleri, müşteri emri olmasa dahi borsada alım-satıma konu oldukları andan itibaren bir borsa işlemi teşkil eder. Bu konuda bkz. **Borsa Uyuşmazlıkları; Uygulama, Örnek Kararlar ve Mevzuat** (Kıs. Borsa Uyuşmazlıkları), İMKB Yayınları, İstanbul, 1997, s. 165.

kârı kendilerine aktarmayı, kullandıkları miktarı ise yatırımcının hesabına iade etmeyi amaçlayarak, yatırımcılar hesabındaki paralar ile çeşitli alım-satım işlemleri yapabilmektedirler. Ancak bazı durumlarda bu beklenti gerçekleşmez ve üye söz konusu meblağı hesaba iade edemez ve sonucunda bilgi ve talimatı olmaksızın hesabında işlem yapılan yatırımcı zarara uğrayabilir<sup>460</sup>.

Yatırım kuruluşlarının yatırımcıya ve onun sahip olduğu yatırım ve yatırım amacı özelliklerine uygun hareket etme yükümlülüğü nedeniyle müşteri hesabında müşteriden izinsiz işlem yapma halinde bu yükümlülüğün de ihlal edildiği kabul edilmektedir. Zira bu durumun, müşteri bilgisi dışında hesaplarda sermaye piyasası işlemi yapan aracı kurum ile müşteri arasındaki güven ilişkisini ihlal edeceği açıktır. Burada daha çok işlem tesis edilmesi sayesinde gelir elde eden sermaye piyasası kurumunun menfaatiyle yatırımcının yatırım amaçlarına aykırılık sonucunu doğuran hareketliliğin yarattığı menfaat kaybının bir çatışma halinde olduğu görülmektedir<sup>461</sup>. Bu nedenle eğer aracı kurum tarafından yatırımcının hesabında müşteriden izinsiz işlemler yapılmış olması, yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasındaki sözleşmenin ihlali anlamına gelecek ve bu sözleşmede bir tahkim şartı bulunduğu takdirde yatırımcı bu durumu bir talep konusu halinde tahkime sunabilecektir.

## **ii. Emrin Yerine Getirilmemesinden Doğan Uyuşmazlıklar**

Bu tür uyuşmazlıklarda, müşteri tarafından borsa üyesine alım - satım emri verilmekte ancak verilen emir ya hiç ya da kısmen yerine getirilmemektedir. Borsa üyeleri, borsa işlemlerini yerine getirirken bir sonuç taahhüdü altında değillerdir<sup>462</sup>. Borsa üyeleri verilen emirleri borsaya intikal ettirmekle yükümlüdürler. Borsaya intikal ettirilen emirler ise öncelik kuralları çerçevesinde yerine getirilir. Borsa üyesi müşteri emrini zamanında borsaya intikal ettirmişse ve emirler öncelik kuralları çerçevesinde borsada gerçekleştirilmişse ya da müşterinin verdiği emre uygun karşı bir emir olmadığı için müşteri emri gerçekleştirilmemişse borsa üyesinin bir

---

<sup>460</sup> Aydın, **a.g.e.**, s. 180.

<sup>461</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 377.

<sup>462</sup> Aydın, **a.g.e.**, s. 174.

kusurundan söz etmek mümkün olmaz<sup>463</sup>. Bu tip uyuşmazlıkların online aracılık hizmeti sunan araçlarla daha sık bir şekilde yaşanmakta olduğu da dikkat çekicidir. Bu durum bağlantı ile ilgili teknik sorunlardan kaynaklanabilmekte ve özellikle online olarak uluslararası aracılık hizmeti sunan araçların emir alım ve tasfiye süreçlerinde yarattığı kesintiler uyuşmazlıklara sebep olarak tahkime konu edilebilmektedir<sup>464</sup>.

Aracının, yatırımcı emrini zaman veya miktar bakımından yanlış yahut eksik icra etmesi temeline dayanan bu taleplerin konusu, anılan durumun yatırımcı nezdinde yarattığı zararın giderilmesidir<sup>465</sup>. Bu tür uyuşmazlıkların sıklıkla ortaya çıktığı duruma örnek olarak değer kaybı yaşayan bir sermaye piyasası aracındaki zararın sona erdirilmesi amacıyla yatırımcı tarafından aracıya fiyatların belirli bir seviyenin altına düşmesi halinde satış emri (stop loss) verilmesine karşın aracının bu emri icra etmekte başarısız olmasıdır<sup>466</sup>. Belirtmek gerekir ki, yatırımcı ile aracı arasındaki sözleşmenin ihlal edilmesi anlamına geldiği için söz konusu sözleşmede bir tahkim şartı bulunduğu takdirde uyuşmazlığın tahkim yolu ile çözülmesi mümkün olabilecektir<sup>467</sup>.

### iii. Emrin Gereği Gibi Yerine Getirilmemesinden Doğan Uyuşmazlıklar

Borsa üyesi, yatırımcı hesabına alım satım işlemi gerçekleştirirken birlikte yatırımcının emri doğrultusunda işlemi gereği gibi yerine getirmezse taraflar arasında bu tür uyuşmazlıklar çıkabilir. Özellikle limitli olarak verilen emirlerde, limit fiyatına

---

<sup>463</sup> Emrin yerine getirilmemesine ilişkin uyuşmazlıklarda öncelikle emrin verilip verilmediği hususunun ispatı önem kazanacaktır. Emrin yazılı olarak verildiği hallerde bu durumun ispatı kolay olacaktır. Nitekim, borsa üyesi ile yatırımcı arasında alım emrinin süresinde yerine getirilmemesi nedeniyle oluşan zararın tazmini talebinden kaynaklanan bir ihtilafta, İMKB Yönetim Kurulu, yatırımcının emri verdiği tarihte, İMKB Yönetmeliği'nin 19. maddesinde belirtilen nitelikte bir alım ordinosu vermediği anlaşıldığından şikayetin reddine karar vermiştir. (İMKB Yönetim Kurulu'nun 11.09.1991 tarih, 1991/183 E., 1991/296 Sayılı Kararı: **Borsa Uyuşmazlıkları**, s. 5). Bu sebeple, özellikle emrin yazılı olarak verildiği hallerde, yatırımcının emir verdiğine ilişkin olarak düzenlenen müşteri emir formunun imzalı bir örneğinin yatırımcıda bulunması ve bunun saklanması yatırımcılar için son derece önem taşımaktadır. Ancak uygulamada en fazla sorun, emrin sözlü olarak genellikle telefonla verildiği durumlarda söz konusu olmaktadır.

<sup>464</sup> Daniel R. Solin, **Does Your Broker Owe You Money?**, New York, 2004, s. 65.

<sup>465</sup> Houtte, *Applicable Law*, s. 220; Hatalı veya yanlış bilgilendirme durumu farklı hukuk sistemlerinde farklı şekillerde vasıflandırılmaktadır. Fransa ve Belçika gibi ülkelerde ihracı veya aracı yahut yatırımcının arasında yanlış veya hatalı bilgilendirmeden kaynaklanan uyuşmazlıklar sözleşmesel mahiyette mütalaa edilirken örneğin İngiltere'de haksız fiil vasfına sahip sayılmaktadır.

<sup>466</sup> Grant, **a.g.e.**, s. 196.

<sup>467</sup> Grant, **a.g.e.**, s. 196.

aykırı işlem yapılması ve serbest fiyatlı emirlerde ise işlemin en iyi fiyattan gerçekleştirilememesi halinde işlemin gereği gibi yerine getirilmediğinden söz etmek mümkün olur.

Borsada alım-satım işlemleri yapmak isteyen bir yatırımcı, borsa üyesine limitli emir verebileceği gibi serbest fiyatlı emir de verebilir. Limitli emirlerde; alım için en yüksek limit fiyat belirlenirken, satım için en düşük limit fiyat belirlenir ve borsa üyesi, borsada alım ya da satım işlemini, emrin geçerlilik süresi içinde belirlenen bu fiyata kadar olan sınırlar içinde gerçekleştirmeye çalışır. Eğer yatırımcının almaya razı olduğu en yüksek fiyatın üzerinde bir alım işlemi gerçekleşmişse ya da satmaya razı olduğu en düşük fiyatın altında bir satım işlemi gerçekleşmişse yatırımcının aradaki fark kadar bir zararı olacağı açıktır.

Burada şu hususu da belirtmek gerekir ki; limitli emre uyulmayarak borsa üyesi tarafından işlem yapılmışsa ve yatırımcı bu işlemi herhangi bir ihtirazı kayıt sürmeksizin kabul etmişse bu işleme icazet vermiş sayılmalı ve sonradan üye tarafından limitli emre uyulmayarak zarara uğratıldığı iddiasında bulunulmamalıdır<sup>468</sup>. Eğer bunun aksi bir durum söz konusu ise, sözleşmedeki tahkim şartına bağlı olarak yatırımcı veya yatırım kuruluşu ihtilafın tahkim yoluyla çözümünü talep edebilecektir.

## **(2) İşlemin Tasfiyesinden Doğan Uyuşmazlıklar**

Müşteri tarafından alım veya satım emri verildiğinde; verilen emir gerçekleştiği takdirde, müşteri, alım halinde menkul kıymetin bedelini, satım halinde ise menkul kıymeti veya bunu temsil eden bir belgeyi teslim etmekle yükümlüdür. Müşterinin bu yükümlülüğünü yerine getirmekte temerrüde düşmesi halinde borsada işlem gerçekleştiren borsa üyesinin de bu işlemlerden doğan taahhütlerini borsaya karşı yerine getirememesi yani temerrüde düşmesi söz konusu olabilecektir. Temerrüde düşen üyeye borsa başkanlığınca temerrüt halini sona erdirmesi için süre verilir. Bu sürenin sonunda işlem konusu menkul kıymetler, borsa tarafından resen aldırılır veya sattırılır. Bu suretle yapılan alım veya satımın sonuçları yerine getirilmeyen alım veya

---

<sup>468</sup> İMKB Yönetim Kurulu'nun 03.05.1994 tarih ve 1994/477 E., 1994/415 sayılı kararı için bkz **Borsa Uyuşmazlıkları**, s. 29.

satıma göre daha olumlu ise herhangi bir işlem yapılmaz, işlem eskisine göre daha olumsuz ise yükümlülüğünü yerine getirmeyen üye aradaki farkı takas merkezine ödemek zorundadır. İşlem konusu menkul kıymeti satın almak veya satmak mümkün olmamışsa ve/veya anapara, değer farkları ve temerrüt faizi gibi üyenin yükümlülüğünün gerektirdiği ödemeler yapılmamışsa ödenmesi gereken para, üyenin borsaya yatırdığı teminattan borsaca resen karşılanır. Ayrıca temerrüde düşülmesi mevzuat hükümleri uyarınca borsa üyeleri açısından bir disiplin suçudur. Görüldüğü gibi müşteriler tarafından alım emri verilmesinde nakit borcunun, satım emri verilmesinde ise menkul kıymeti teslim borcunun zamanında ifa edilmemesi halinde borsa üyeleri yukarıda söz ettiğimiz hüküm gereği ağır bir yükümlülük altına girmekte ve bu durumda da müşteri ile aracı kurum arasında bir uyuşmazlık ortaya çıkabilmektedir<sup>469</sup>.

Alım-satım işlemlerinin tasfiyesine ilişkin uyuşmazlıklarda müşterinin şikayetlerinin kabulü halinde zararın üyenin teminatından kesilerek karşılanması imkanı mevcuttur. Ancak bu çeşit uyuşmazlıklarda müşterinin yükümlülüklerini yerine getirmemesi halinde üyenin uğrayacağı zararın giderilmesi imkanı mevcut olmadığı için müşteri hesabına alım-satım işlemleri yapan borsa üyeleri, müşterinin bu işlemlerden doğan borcunu kapatmaması nedeniyle doğacak zararını ve alacak iddiasını adli yollarla aramak durumundadır. Borsa üyesi olan yatırım kuruluşları bu çeşit alacaklarının tahsili için uygulamada daha çok icra takibine başvurmakla birlikte bahsedilen türden uyuşmazlıklar için de tahkime başvurunun önünde herhangi bir engel bulunmamaktadır<sup>470</sup>.

### **(3) Yetkisiz Kişi ve Kuruluş İşlemlerinden Doğan Uyuşmazlıklar**

Yetkisiz kişi veya kuruluş işlemleri, uyuşmazlıklarda çoğu kez borsa üyesi

<sup>469</sup> Aydın, **a.g.e.**, s. 182-183.

<sup>470</sup> İstanbul 6. Asliye Ticaret Mahkemesi, 03.10.1995 T., 1994/335 E., 1995/124 K.; İstanbul 9. Asliye Ticaret Mahkemesi, 25.12.1995 T., 1994/1484 K.; İstanbul 9. Asliye Ticaret Mahkemesi, 28.12.1995 T., 1994/623 E., 1995/1521 K.; Yargıtay 11. HD., 27/05/1996 T., 1996/3388 E., 1996/3830 K.; İstanbul 3. Asliye Ticaret Mahkemesi, 22/03/1996 T., 1994/889 E., 1995/241 K.; Kartal 2. Asliye Hukuk Mahkemesi, 09/12/1993 T., 1993/170 E., 1993/731 K., bkz. **Borsa Uyuşmazlıkları**, s. 184-199.

tarafından ileri sürülen bir defî veya itiraz olarak karşımıza çıkar. Zira salt yetkisizlik nedeniyle şikayet veya dava yoluna başvurulması ender rastlanan bir durum olup borsa yönetim kurulu bu uyuşmazlıkların çözülmesinde görevli değildir<sup>471</sup>. Yetkisizlik iddiası, emrin yerine getirilmemesi, emir olmadan işlem yapılması veya yatırımcının hesabında bulunan nakdin veya senetlerin teslim edilmemesi gibi uyuşmazlıklarla iç içe girmiş durumdadır. Ancak burada yetkisiz olduğu iddia edilen bizzat borsa üyesinin kendisi ise konu yetkisiz aracılık faaliyeti nedeniyle SPK'nın görev alanına girmektedir.

Bu tür uyuşmazlıklarda yatırımcı, borsa üyesi ile akdi bir ilişki kurmaksızın çoğu kez borsa üyesinin temsilcisi olarak çalışan kişilerle şahsi işlemler gerçekleştirmektedir. Yatırımcı çoğu kez aracılık sözleşmesi akdetme zorunluluğunu bilmeksizin üye temsilcisine emirlerini iletmekte ve işlemlerini gerçekleştirmektedir. Bu hallerden doğan uyuşmazlıkların incelenmesi için Borsa İstanbul Yönetim Kurulu'na yapılan şikayetler üzerine çoğunlukla "müşteri sıfatının oluşmadığı" gerekçesiyle şikayetin reddine karar verilmektedir<sup>472</sup>. Ancak İMKB'nin Yönetim Kurulu'nun bu yöndeki bir kararına karşı bir üst merci olan Sermaye Piyasası Kurulu tarafından; üyenin, temsilcisinin fiillerinden sorumlu olması ve 6762 sayılı TTK'nın 20. maddesinin 2. fıkrası hükmü uyarınca basiretli bir işadamı gibi davranmaması nedeni ile bozulmuştur<sup>473</sup>. Bu çerçevede yetkisiz kişi ve kuruluş işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümünde, ihtilaf konusu işlemin gerçekleştirildiği kişi ve kuruluş ile borsa üyesi arasındaki hukuki ilişki önem taşır. Zira, söz konusu işlemler, borsa üyelerinin bağımlı ve bağımsız yardımcıları ile gerçekleştirilmişse borsa üyelerinin bu işlemlerden sorumluluğu söz konusu olabilecektir<sup>474</sup>. Dolayısıyla, yetkisiz kişi ve kuruluş işlemlerinden doğan uyuşmazlıklar da tahkim yoluyla çözümü mümkün olan bir menkul kıymet yatırım uyuşmazlığı tipi olarak gözükmektedir.

---

<sup>471</sup> Esra Tekerek, "Menkul Kıymet Borsalarında Borsa İşlemi Kavramı ve Bu Kavramın Borsa Uyuşmazlıklarına Olan Etkisi", **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Ankara, 2002, s. 77.

<sup>472</sup> Aydın, **a.g.e.**, s. 186.

<sup>473</sup> İMKB Yönetim Kurulu'nun 31.05.1995 T., 1995/6E., 1995/468 sayılı kararı için bkz. **Borsa Uyuşmazlıkları**, s. 442-443.

<sup>474</sup> Aydın, **a.g.e.**, s. 187.

#### (4) Kredili İşlemlerden Doğan Uyuşmazlıklar

Aracı kurumlar ile yatırımcı arasında yatırım hesabı açılırken yatırımcının kural olarak yatırımlarında kullanılmak üzere belirli miktar parayı da aracıya teslim etmesi gerekmektedir. Nitekim aracının alım satım emirleri bu meblağ kullanılarak tasfiye edilecektir. Fakat kimi hallerde yatırım hesabı açılırken veya açıldıktan bir süre sonra menkul değerlere ilişkin işlemler aracının yatırımcıya tahsis ettiği kredi ile yapılabileceği gibi, hesaptaki yatırımcı parasından daha fazla değerdeki satın almalar da aynı şekilde yapılabilir. Bu durumun sebebi çoğunlukla başarılı olacağı öngörülen bir yatırımın tespit edilmiş olmasına karşın bu yatırıma tahsis edilecek nakit paranın yatırımcıda bulunmamasıdır. Özellikle yabancı yatırımcıların piyasaya çekilmesi için kredili işlemler kaldıraç etkisi nedeniyle cazip gözükmektedir. Burada yabancı yatırımcıya değerinin artacağı öngörülen menkul değerlere yatırım yapılması tavsiyesinde bulunan yatırım kuruluşları bunu kredili olarak veya hesaptakinin üzerini kredi ile tamamlayarak icra ettirebilmektedir<sup>475</sup>. Kredili işlemin teminatını ise hesaptaki menkul değer kendisi oluşturmakta bu şekilde yapılan yatırımın riski "stop loss" denilen ve belirli bir miktarın altına düşülmesi halinde aracıya teminatı satarak kredisini geri alma olanağı sağlayan bir anlaşmaya dayanmaktadır.

Geçmişteki bazı kredili işlemlere ilişkin uyuşmazlıklara bakıldığında; borsanın söz konusu işlemin "borsa işlemi" kapsamı içinde olmadığı gerekçesiyle görevsizlik kararı verdiği görülmektedir<sup>476</sup>. Oysa burada ikili bir ayırım yapılması mümkündür ve kredili işlem temeline dayalı bile olsa borsa işleminin meydana geldiği hallerde Borsa İstanbul Yönetim Kurulu, uyuşmazlığı çözümleyerek karara bağlama imkanına sahip olmalıdır<sup>477</sup>. Örneğin, yatırımcı kredi kullanarak; borsa üyesine emir vermişse bu emrin kısmen ya da tamamen yerine getirilmemesine, gereği gibi yerine getirilmemesine, kredi hesabının usulsüz kullanımı ile emir verilmeden işlem

<sup>475</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 405.

<sup>476</sup> İMKB Yönetim Kurulu'nun 13.12.1994 T., 1994/660 E., 1994/444 sayılı kararında "...üyelerin müşterilerine kredi açması ve buna ilişkin şartlar SPK tarafından düzenlenmiş olmasına rağmen üyenin bu tür işlemler yapmasının borsada uygulanmakta olan peşin işlem esasına aykırı olduğuna" karar verilerek, görevsizlik kararı verilmiştir." Kararın tam metni için bkz. **Borsa Uyuşmazlıkları**, s. 50.

<sup>477</sup> Aydın, **a.g.e.**, s. 188-189.



yapılmasına ilişkin uyuşmazlıklar kanımızca Borsa İstanbul bünyesinde çözümlenebilecek uyuşmazlıklardır. Yine kredi işlemine dayalı bile olsa alım-satım işlemleri sonucunda tarafların taahhütlerini yerine getirmemeleri nedeniyle işlemin tasfiyesine ilişkin olarak doğan uyuşmazlıklarda da Borsa İstanbul görevsizlik kararı vermemelidir. Kanımızca bu tür uyuşmazlıklar da Borsa İstanbul bünyesinde çözümlenebilecektir. Örneğin kredi ile alınan hisse senedi bedelinin ödenmemesinden doğan bir uyuşmazlıkta mevzuatta yer alan tasfiyeye ilişkin hükümler uygulama alanı bulacaktır. Bunun gibi açığa satış yapma imkanı tanınan bir yatırımcının, ödünç aldığı senetlerin emir verildiği halde borsa üyesi tarafından satılmayarak zarara uğradığı yönündeki iddiası da yine borsa işlemleri kapsamında olduğundan Borsa İstanbul bünyesinde çözümlenebilecektir.

Ancak taraflar arasındaki uyuşmazlıklar, emre ya da tasfiyeye ilişkin olmayıp taraflar arasındaki kredi sözleşmesinin geçerliliğine<sup>478</sup>, krediye tahakkuk ettirilen faiz oranına yani taraflar arasındaki iç ilişkiye ilişkin ise o takdirde bu uyuşmazlıklar borsa işlemlerini ilgilendirmediğinden Borsa İstanbul görevsizlik kararı verebilecektir<sup>479</sup> ve bu durumda da en uygun alternatif çözüm yolu tahkim olabilecektir. Kaldı ki Borsa İstanbul'un görev alan alanına giren kredili işlemde doğan uyuşmazlıkları için de tahkime başvurmak da her zaman mümkündür.

## (5) Özel Durumlar

Bazı durumlarda borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıklar ile borsa işlemleri dışındaki uyuşmazlıklar iç içe geçmiştir. Bu uyuşmazlık türlerinin ilki, yatırımcı ile borsa üyesi arasındaki nakdin iadesinden doğan uyuşmazlıklardır. Nakdin iadesinden doğan uyuşmazlıklar çoğu kez emrin gerçekleşmemesinden veya hesabından para çekmek veya üye nezdindeki hesabını kapatmak isteyen yatırımcın bu taleplerini borsa üyesinin kabul etmemesinden ya da çek vb. ödeme araçlarının ödeme kabiliyetinin

<sup>478</sup> 11. HD., 15.09.1994 T., 1994/115 E., 1994/625 sayılı kararına göre; kredi veren bankanın, kredi alana vereceği kredi limitinin sözleşmede bulunmamasının kredi sözleşmesinin kurulmasını engelleyeceği yahut kendiliğinden geçersizliğini sağlayıcı bir etkisinin olacağı öğretide benimsenmemiştir ve kabul edilmesi olanaklı değildir. Taraflar kredi sözleşmesinin esaslı unsurları üzerinde anlaşmışlardır (**Borsa Uyuşmazlıkları**, s. 424).

<sup>479</sup> İMKB Yönetim Kurulu'nun 09.07.1996 T., 1996/24 E., 1996/521 sayılı kararı için bkz. **Borsa Uyuşmazlıkları**, s. 412, 413.

bulunmamasından kaynaklanır. Nakdin iadesine ilişkin uyuşmazlıklar, borsa işlemlerine dayanıyorsa (emrin gerçekleşmemesi halinde talep edilmesi gibi) Borsa İstanbul bünyesinde çözümlenebilir. Ama diğer hallerde teknik anlamda bir borsa işleminden söz etmek imkanı bulunmadığı için uyuşmazlığın adli yargı merciinde çözümlenmesi gerekmektedir<sup>480</sup>.

Hisse senetlerinin iadesinden doğan uyuşmazlıklar da borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıklara konu olabileceği gibi kendi başına bir uyuşmazlık konusunu da oluşturabilir. Burada belirleyici kıstas, hisse senetlerinin tesliminin hangi hukuki ilişkiye dayanılarak yapıldığıdır. Borsa işlemlerinin tasfiye aşaması ile ilgili olarak hisse senetlerinin iadesi önceki bölümde incelenmişti. Hisse senetlerinin, borsa işlemlerinden doğmayan hallere ilişkin olarak iadesi; aracı kurumların faaliyetlerinin SPK tarafından durdurulması neticesinde müşterinin aracı kurum nezdinde kalan menkul kıymetlerinin iadesi talebinden, verilmiş bir emir olmadığı halde hisse senetlerinin sehven veya kasten üçüncü şahısların hesabına geçirilmiş olmasından veya kimi zaman borsa üyelerinin kendi aralarında açığa satış işlemlerini kapatmak için alıp sattıkları hisse senetlerinin iadesi talebinden doğmaktadır. Bu uyuşmazlıklar genel anlamda borsa işleminin konusunu oluşturmadığından uygulamada ancak adli yargı merciinde çözüme kavuşturulmakla birlikte<sup>481</sup>, uyuşmazlığın bir tahkim sözleşmesi çerçevesinde tahkim yoluyla çözümü de göz önünde bulundurulabilir.

## **b. Borsa İşlemleri Dışındaki Uyuşmazlıklar**

Yukarıda da belirttiğimiz gibi, borsa mevzuatında yapılan düzenlemeler ve bu düzenlemeler doğrultusunda Sermaye Piyasası Kurulu'nun almış olduğu ilke kararı doğrultusunda, müşterinin borsa üyesine emir vermesiyle başlayan, emrin borsaya intikal ettirilmesi ve borsada gerçekleştirilmesi ile devam eden ve bu emre dayanan işlemin tasfiye edilmesi ile tamamlanan süreç dışında üye ile yatırımcı arasında doğan uyuşmazlıklar “borsa işlemleri dışındaki uyuşmazlıklar” olarak kabul edilmiştir. Dolayısıyla gerek emrin verilmesinden önce ( taraflar arasında sözleşme ilişkisinin kurulması ve tarafların yükümlülükleri ile ilgili) gerekse emrin tasfiye edilmesinden

---

<sup>480</sup> Tekerek, **a.g.e.**, s. 78.

<sup>481</sup> Tekerek, **a.g.e.**, s. 79.

sonra doğan tüm uyuşmazlıklar, borsa işlemleri dışındaki uyuşmazlıklar olarak kabul edilir. Bu sebeple, borsada alım-satım işlemi yapıldıktan sonra yatırımcı tarafından borsa üyesi emanetine bırakılan menkul kıymet ya da nakdin teslim edilmemesi, faiz tahakkuku ya da nakdin teslim edilmemesine, virman talimatının yerine getirilmemesi, taraflar arasında yapılan portföy yönetimi, hisse senedine ilişkin rüçhan hakkının kullanılması, temettü bedelinin tahsil edilmemesi ve yatırımcının menkul kıymet yatırımlarının kamu otoritesi tarafından kamulaştırılması gibi borsa işlemi uyuşmazlıkları dışındaki diğer tüm uyuşmazlıklar borsa işlemi dışındaki uyuşmazlıklar olarak kabul edilecektir.

Yukarıda da ifade ettiğimiz üzere Borsa İstanbul Yönetim Kurulu; kredili işlemlerin borsa işlemi kapsamı dışında olduğu gerekçesiyle kredili işlemlerden doğan uyuşmazlıkları, borsa işlemleri dışındaki uyuşmazlıklar olarak nitelendirmektedir<sup>482</sup>. Oysa daha önce de belirttiğimiz gibi kredili işlemler, taraflar arasındaki iç ilişkiyi ilgilendiren bir durumdur. İç ilişki, böyle bir ödünç ilişkisine dayalı bile olsa borsada, alım-satım emri verilmesi ile emrin tasfiyesine kadar geçen süreç içinde herhangi bir uyuşmazlık yaşanmışsa sadece taraflar arasındaki ilişkinin bir kredi ilişkisine dayanması nedeniyle uyuşmazlığın borsa işlemi kapsamında görülmemesi isabetli olmaz. Ancak, uyuşmazlık doğrudan taraflar arasında yapılan kredi sözleşmesinin geçerliliğine, usulsüz kredi kullanılmasına, kredi faiz oranlarına ilişkin ise bunların borsa işlemleri dışındaki uyuşmazlıklar olduğu kabul edilir<sup>483</sup>.

Borsa mevzuatına göre borsa işlemleri dışındaki uyuşmazlıklar, Borsa İstanbul bünyesinde bir idari işlemin konusunu oluşturamazlar. Borsa işlemleri dışındaki tüm uyuşmazlıklar için yeni düzenlemeler kapsamında teorik olarak tahkime de başvuru mümkün olmakla birlikte, Türk sermaye piyasasında tahkimin henüz bir uygulaması bulunmamaktadır.

---

<sup>482</sup> İMKB Yönetim Kurulu'nun 13.12.1994 T., 1994/660 E., 1994/444 K., Sayılı Kararı (**Borsa Uyuşmazlıkları**, s. 50).

<sup>483</sup> Tekerek, **a.g.e.**, s. 82: Kredili borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıklar ile kredi ilişkisinden doğan uyuşmazlıklar birbirine karıştırılmamalıdır.

## 6. Tahkim Şartını İçerebilecek Belgeler

### a. Genel Olarak

Sermaye piyasası işlemlerinin kendine özgü yapısı ve icra edilme biçimleri bulunmaktadır. Bu işlemlerin tarafı olarak yatırım kuruluşları ve yatırımcılar arasındaki hukuki ilişki özellikle ispat bakımından söz konusu olan gereksinimlerden ötürü çoğunlukla yazılı standart sözleşmelerde ifadesini bulmaktadır. Dünya çapında kullanılan, belirli bir temele oturmuş ve tecrübelerle dayanılarak hazırlanmış söz konusu standart sözleşmeler sayesinde taraflar sadece aralarındaki ilişkinin özelliklerinin gerektirdiği değişiklikleri yapmak suretiyle hızlı ve güvenli bir biçimde anlaşmaya varmaktadır<sup>484</sup>. Bu tür ticari sözleşmelerin önemli bir kısmı, sektörel veya meslekî kuruluşlara yahut taraflardan birine ait genel şartlara veya standart sözleşmelere atıfta bulunulması suretiyle akdedilmekte olup, atıfta bulunulan belgede, diğer hükümlerin yanında bir tahkim şartının bulunması hâlinde, bu tahkim şartının geçerliliği tartışma konusu olmaktadır<sup>485</sup>.

Sermaye piyasası işlemlerine dayanak teşkil eden tarafların arasındaki anlaşmaların da kaynağı halindeki bu evrak, belge veya sözleşmelere konu işlemlerle bağlantılı olarak meydana çıkabilecek uyuşmazlıkların çözümlenmesinde takip edilecek usul hakkında tarafların düzenleme yapmaları da her zaman için mümkün bulunmaktadır<sup>486</sup>. Tarafların sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklarının tahkime tabi kılınması hususunda sonradan bir tahkim sözleşmesi akdetmeleri de mümkündür. Bununla birlikte, taraflar arasındaki ana sözleşmeye eklenecek bir madde ile tahkim şartının uyuşmazlığı kapsamadığı şeklinde bir itirazın ileri sürülmesinin daha baştan engellenmesi amacıyla taraflar arasındaki bütün ilişkiyi içine alan bir genişlikte kaleme alınması daha uygundur<sup>487</sup>. Çünkü bu belgelerde tahkim şartının yer almasının ne kadar uygun olduğu hususundaki tartışmaların yanı

---

<sup>484</sup> Nuray Ekşi, **Milletlerarası Deniz Ticaret Alanında “Incorporation” Yoluyla Yapılan Tahkim Anlaşmaları**, (Kıs: Tahkim Anlaşmaları) İstanbul, 2004, s. 37–38.

<sup>485</sup> Emre Esen, **Uluslararası Ticari Tahkimde Tahkim Anlaşmasının Üçüncü Kişilere Teşmili**, İstanbul, Beta, 2008, s. 149.

<sup>486</sup> Oliver, **a.g.e.**, s. 528.

<sup>487</sup> Houtte, **Applicable Law**, s. 215; Usmani, **a.g.e.**, s. 224.

sıra yine başka bir belgeye gönderme suretiyle tesis edilen tahkim iradesinin kabule şayan olup olmadığı gibi meseleler ağırlıklı olarak tahkim şartı söz konusu olduğunda gündeme gelebilecektir<sup>488</sup>. Bu noktada önem arz eden diğer bir husus, söz konusu tahkim şartının çeşitli hukuk sistemleri açısından geçerli olup olmadığının çok dikkatli bir şekilde tetkik edilmesidir<sup>489</sup>.

Bununla birlikte, prensip olarak, atıf yoluyla sözleşmeye ithal edilen hükümlerin '*sözleşme hükmü*' niteliği kazandığı kabul edilmektedir<sup>490</sup>. Bu hükümler, taraf iradelerinin aralarındaki hukukî ilişkiye uygulanması konusunda uyuşması ile sözleşmeye dâhil edilirler ve sözleşmenin bir parçası hâline gelirler<sup>491</sup>. Bir sözleşmede, standart şartlarda yer alan bir tahkim şartına açıkça atıf yapılması hemen hemen hiç sorun doğurmaz. Buna karşılık, standart şartlara yapılan atıfta tahkim şartının zikredilmemesi farklı sonuçlara yol açabilir. Bazılarına göre bu genel atıf geçerli bir tahkim şartı oluşturmaya yetmezken, bazıları tarafların genel şartlara aşına olduğunu ve atıf yapılan genel şartlar içindeki tahkim şartının bağlayıcı olacağını ileri sürmektedir<sup>492</sup>.

Bununla birlikte, MTK'nın m. 4/2 hükmü bu hususu açık bir şekilde belirterek bir açıdan konuya ilişkin tartışmaların da önüne geçmiştir. MTK m. 4/2 hükmü uyarınca, asıl sözleşmenin bir parçası haline getirilmek amacıyla tahkim şartı içeren bir belgeye yollama yapılmış olması halinde geçerli bir tahkim anlaşması yapılmış sayılacaktır. Bu düzenleme neticesinde artık Türk hukukunda tahkim şartı içeren bir belgeye yapılan genel bir atfın geçerli bir tahkim anlaşması kurmaya yeteceği ve tahkim anlaşmasının bu atıfta özel olarak zikredilmesine gerek olmadığı belirtilmektedir<sup>493</sup>.

Bu çerçevede, tahkim şartına yatırımcı ile aracı kurum arasında yapılan aracılık sözleşmelerinde yer verilebilir. Bu sözleşmeler, aracı kurum ile yatırımcı

---

<sup>488</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, 410.

<sup>489</sup> Houtte, **Applicable Law**, s. 215.

<sup>490</sup> Esen **a.g.e.**, s. 149.

<sup>491</sup> Nuray Ekşi, "Kanunlar İhtilâfı Alanında 'Incorporation'", **MHB, Prof. Dr. Aysel Çelikel'e Armağan**, 1999–2000, S. 1–2, s. 290; Ekşi, **Tahkim Anlaşmaları**, s. 27.

<sup>492</sup> Ekşi, **Tahkim Anlaşmaları**, s. 38; Esen, **a.g.e.**, s. 149.

<sup>493</sup> Esen, **a.g.e.**, s. 162.

arasında akdedilmekte ve yatırımcının aracı kurum nezdinde yatırım hesabına sahip olmasını sağlamaktadır. Konusu bakımından taahhüt edilen aracılık türüne göre değişiklik gösterebilecek olan bu sözleşmenin genel bir çerçeve sözleşme şeklinde yapılabilmesi de daha önce izah ettiğimiz üzere mümkündür. Buna göre bu sözleşmelere, aracılık sözleşmesine konu yükümlülüklerle ilgili olmak üzere gerçekleştirilen sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkim usulüne tabi tutularak çözümleneceği şeklinde bir şart konulması mümkündür<sup>494</sup>.

Ayrıca payların ihracı ile ilgili olan anlaşmazlıklara ilişkin pay senedinin ihracıyla bağlantılı uyuşmazlıkların tahkimiyle ilgili belge ve sözleşmelerde bu konuda bir hükme yer verilebilir. Menkul kıymetlerin halka arzında açıklanacak bilgilere izahnamede yer verilir. İzahnamede hangi bilgilerin bulunması gerektiği ise o izahnamenin sunulduğu ve ihracın yapılacağı piyasada düzenleyici ve denetleyici kurum tarafından belirlenecektir. Yatırımcıların menkul kıymetlere yatırım yapmaya çağırılması ise sirküler aracılığı ile gerçekleştirilir.

YSPKn m. 4'e göre sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve hazırlanan bu izahnamenin Kurulca onaylanması zorunludur. Yine söz konusu madde uyarınca izahnamede yer alan bilgiler yatırımcılar tarafından kolaylıkla anlaşılabilir ve değerlendirilebilecek şekilde sunulur ve izahnameden sorumlu gerçek kişilerin isimleri ve görevleri ile tüzel kişilerin unvanları, merkezleri ve iletişim bilgileri izahnamede açıkça belirtilir. İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan ihraççılar sorumludur. Zararın söz konusu kişilerden tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde; halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumludur (YSPKn m. 10/1). Ayrıca, bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumlar da

---

<sup>494</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 412.

hazırladıkları raporlarda yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden bu Kanun hükümleri çerçevesinde sorumludur (YSPKn m. 10/2).

YSPKn'nun yukarıda bahsedilen hükümleri çerçevesinde, yatırım kuruluşları menkul kıymetlerin birinci el piyasada satışını izahname ve sirkülerde belirtilen satış koşullarına ve ilgili mevzuata uygun şekilde yapmak zorundadır<sup>495</sup>. İzahnamelerin içeriğindeki bilgilerin doğruluğu, yatırımcının yatırım kararlarını almasını etkilediği için üzerinde hassasiyetle durulması gereken bir husustur. İşte bu bilgilerin içeriğindeki yanlışlıklardan veya aracının izahnameye uygun olmayan işlemlerinden kaynaklanan zararların tazmini bakımından bu belgede tahkim şartına yer verilmesi ve aracıyla yatırımcının arasında yapılan satış sözleşmesinde de izahname veya sirkülere atıf yoluyla veya doğrudan tahkim şartının konulması mümkündür<sup>496</sup>.

Bu çerçevede, tahkim şartına yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasında yapılan aracılık sözleşmelerinde yer verilebilir. Bu sözleşmeler, yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasında akdedilmekte ve yatırımcının yatırım kuruluşu nezdinde bir hesaba veya hesaplara sahip olmasını sağlamaktadır. Konusu bakımından taahhüt edilen aracılık türüne göre değişiklik gösterebilecek olan bu sözleşmenin genel bir çerçeve sözleşme şeklinde yapılabilmesi de daha önce izah ettiğimiz üzere mümkündür. Buna göre bu sözleşmelere, aracılık sözleşmesine konu yükümlülüklerle ilgili olmak üzere gerçekleştirilen sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkim usulüne tabi tutularak çözümleneceği şeklinde bir şart konulması mümkündür<sup>497</sup>. Menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının çözümüne ilişkin olarak bu tür sözleşmelerin tahkimin uygulanması açısından çok önemli bir fonksiyon icra etmeleri nedeniyle özellikle Türkiye açısından bu sözleşmelere ilişkin değerlendirmeye aşağıda yer verilmiştir.

---

<sup>495</sup> **Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları**, İstanbul, TSPAKB Yayınları, 2002, s. 24.

<sup>496</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 411-412; Hans van Houtte, "The Law Applicable to Securities Transactions: Choice of Law Issues", (Kıs. Choice of Law), **The Future of Global Securities Market: Legal and Regulatory Aspects**, Ed. by Fidelis Oditah, Oxford, 1996, s.73; Söz konusu tahkim şartının, özellikle uluslararası halka arzlarda ve sirkülerin birden çok ülkedeki piyasalarda aynı anda ilan edilmesi halinde çeşitli hukuk sistemleri açısından geçerli olup olmadıklarının çok dikkatli bir şekilde incelenmesi gözden kaçırılmamalıdır.

<sup>497</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 412.

## **b. Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırımlarına İlişkin Yapılan Çerçeve Sözleşmeler Kapsamında Tahkim Şartı**

### **(1) Menkul Kıymet Yatırımları Açısından Çerçeve Sözleşmesi Kavramının Önemi ve Hukuki Niteliği**

Türk hukukunda, yatırımcıların Borsa’da menkul kıymet alım satım işlemlerini doğrudan gerçekleştirmesi yerine, Borsa üyelik belgesine sahip aracı kuruluşlar vasıtasıyla ve Borsa tarafından belirlenen kurallar dâhilinde yapması esası benimsenmiştir. Bu çerçevede mevzuatla, yatırımcılar ile yatırım kuruluşları arasında Borsa’da menkul kıymetlerin alım satımı amacıyla, yazılı alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesi imzalanması zorunluluğu getirilmiştir. Bir iş görme sözleşmesi olan alım satıma aracılık sözleşmesinin hukuki niteliği, aracılık faaliyetinin içinde barındırdığı işlemler kapsamında değerlendirilmelidir. YSPKn’nun 37. maddesi uyarınca, aracılık faaliyeti kapsamında yatırım kuruluşları tarafından, başkasının nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına veya kendi nam ve hesabına işlem gerçekleştirilebilmektedir<sup>498</sup>.

Yatırımcılar ile aracı kurumlar arasında akdedilen standart sözleşme metinlerinde, menkul kıymetlerin alım satımına aracılık edilmesine ve bunlardan kaynaklanan mali ve yönetsel hakların kullanılmasına, yatırımcı hesabındaki bakiye nakdin değerlendirilmesine ve uyuşmazlıkların çözüm yollarına ilişkin esaslara yer verilmektedir. Yatırım kuruluşları alım satıma aracılık sözleşmesinden doğan borçları, işin müşteri menfaatine ve talimatlarına uygun olarak yapılması, elde edilen varlıkların teslimi ve bilgi verilmesi; müşterilerin alım satıma aracılık sözleşmesinden doğan borçları ise ücret ve masrafların ödenmesi ile menkul kıymet ve/veya nakdin teslimi olarak ortaya çıkmaktadır<sup>499</sup>.

Yatırım kuruluşları tarafından yerine getirilen sermaye piyasası faaliyetleri kapsamında yatırım kuruluşu ile yatırımcılar arasında akdedilmesi söz konusu olan

---

<sup>498</sup> Nusret Çetin, H. Ebru Töremiş, “Menkul Kıymet Borsalarında Alım Satıma Aracılık Faaliyeti Kapsamında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi** C. XII, Y. 2008, S. 1-2, s. 98-99.

<sup>499</sup> Çetin, Töremiş, **a.g.e.**, s. 99-100.



sözleşmeler; halka arza aracılık sözleşmesi, alım satıma aracılık sözleşmesi, portföy yönetim sözleşmesi, yatırım danışmanlığı sözleşmesi, kredili menkul kıymet işlemleri çerçeve sözleşmesi, açığa satış çerçeve sözleşmesi, menkul kıymet ödünç işlemi çerçeve sözleşmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu sözleşmelerin tamamı aracılık sözleşmeleri olup<sup>500</sup>, her bir yatırım hizmet ve faaliyeti için ayrı ayrı imzalanabileceği gibi belirlenen gerekli asgari unsurlara yer verilmesi şartıyla birden fazla yatırım hizmet ve faaliyetine ilişkin olarak tek bir çerçeve sözleşme de imzalanabilir. Sermaye piyasası faaliyetlerini konu alan bu sözleşmelere ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından sözleşmelerin içermesi gereken asgari unsurların neler olduğu, ilgili tebliğ ve düzenlemelerde ayrıca belirtilmiştir.

SPK'nın 17.12.2013 tarih ve 28854 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliği'nin 26. maddesi uyarınca; yatırım kuruluşları müşterileriyle işlem yapmaya başlamadan önce, sunulacak faaliyet ve hizmete ilişkin yazılı bir sözleşme yapmak zorundadır. Bu sözleşmede yer verilmesi gereken asgari hususlar SPK tarafından belirlenir. Bu sözleşme, yatırım kuruluşuyla müşterisi arasındaki ilişkiyi genel olarak düzenleyen, başlangıçta bir kez akdedilen ve münferit işlemlerin esasını oluşturan bir çerçeve anlaşmadır. Her bir sözleşme için belirlenen gerekli asgari unsurlara yer verilmesi şartıyla birden fazla yatırım hizmet ve faaliyetine ilişkin olarak tek bir çerçeve sözleşme imzalanabilir. Çerçeve sözleşmelerde sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve yatırım kuruluşları lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilmez. Sözleşmelerde hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır.

Sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde yatırım hizmet ve faaliyetlerinin nelerden oluştuğu ve niteliklerine ilişkin bilgi yukarıda detaylı olarak verildiğinden burada bu konuya değinilmeyecek olmakla birlikte, yatırım kuruluşları ile müşteri arasında imzalanan çerçeve sözleşmelerine ilişkin Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ çerçevesinde yer verilen hükümleri

---

<sup>500</sup> Kılıç, **Güvence Fonları**, s. 71.

kısaca tekrar ifade etmek konunun anlaşılması bakımından faydalı olacaktır. Söz konusu Tebliğ'in emir iletimine aracılık faaliyetinin yürütülmesine ilişkin ilke ve esaslar başlıklı 14. maddesinde emir iletimine aracılık yapacak yetkili kuruluş ile lehine faaliyet gösterilecek her bir kuruluş arasında tarafların hak ve yükümlülüklerinin belirlendiği bir sözleşme imzalanmasının şart olduğu belirtilmiştir. Yine işlem aracılığı faaliyetinin yürütülmesine ilişkin ilke ve esaslar başlıklı 19. maddesi ile portföy aracılığı faaliyetinin yürütülmesine ilişkin ilke ve esaslar başlıklı 24. maddesinde yatırım kuruluşlarının müşteri emirlerini, emir gerçekleştirme politikası, çerçeve sözleşmede belirtilen esaslar, müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü, özen ve sadakat borcu çerçevesinde kabul ederek yerine getirmesi gerektiği ifade edilmiştir. Ayrıca yine söz konusu Tebliğ'in bireysel portföy yöneticiliği çerçeve sözleşmesi başlıklı 42. maddesinde ise bu faaliyet alanı ile ilgili olarak önemine istinaden çerçeve sözleşmelerine ilişkin hükümler daha detaylı olarak ele alınmıştır.

Çerçeve sözleşmesinde bulunması gereken asgari unsurlar SPK tarafından belirlenmiştir<sup>501</sup>. Bunlardan konumuzla alakalı olan yatırım kuruluşları ile müşteri arasında çıkabilecek uyuşmazlıkların çözüm yollarına ilişkin olarak çerçeve sözleşmelerde yer alması gereken asgari unsur "Yetkili Mahkeme ve İcra Daireleri" başlığı altında; bu hususun düzenlenmesi zorunlu bir hüküm olmayıp, sözleşmede yer almasının istenmesi halinde bu başlık altında veya sözleşmenin başka maddelerinde, müşterinin mahkemeye gitme veya başka başvuru yollarını kullanma imkânını ortadan kaldıran veya sınırlandıran, müşterinin çeşitli yasal takip haklarından feragat ettiğine ilişkin hükümlere sözleşmelerde yer verilemeyeceği yönündedir.

---

<sup>501</sup> Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 28.09.2001 tarihli kararı ile çerçeve sözleşmelere ilişkin asgari unsurlar belirlenmiştir. Alım satıma aracılık, türev araçların alım satımına aracılık, yatırım danışmanlığı çerçeve sözleşmeleri ile halka arza aracılık ve konsorsiyum sözleşmelerinde bulunması gereken asgari hususlar olarak saptanan bu hususlar genel olarak sermaye piyasası faaliyetleri çerçevesinde yatırımcılarla yapılacak tüm çerçeve sözleşmelerde uyulması gereken noktaları oluşturmaktadır. Aracılar ile yatırımcıların akdettikleri sözleşmelerde sözleşme türüne göre yer verilmesi veya uyulması gerekli hususların neler olduğu Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiş ve bu asgari unsurlar Kurulun web sitesinden duyurulmuştur. (Çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=8&subid=6>, 19 Ocak 2014.

## **(2) Çerçeve Sözleşmelerde Yer Alan Tahkim Şartına İlişkin Hükümlerin Örnekleme Yoluyla İncelenmesi**

Sermaye piyasalarında menkul kıymet yatırımlarına ilişkin yatırım kuruluşları ile yatırımcılar arasında imzalanan çerçeve sözleşmeler, bu sözleşmelerde yatırım kuruluşu ile yatırımcılar arasında çıkabilecek uyuşmazlıkların ne şekilde çözümleneceğine ilişkin hükümler açısından örnekleme yoluyla incelenmiş ve konumuz kapsamında değerlendirilmiştir. Konumuz kapsamında önemli ve öncelikli olması açısından incelenen sözleşmelerin büyük bir kısmı en çok yapılan sermaye piyasası faaliyeti olması bakımından sermaye piyasası araçları alım satım aracılık sözleşmeleri olmakla birlikte çeşitliliğin sağlanması açısından diğer sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin olarak da, kaldıraçlı alım satım işlemler (forex), açığa satım işlemleri, yurt dışı türev araçlarının alım satımına aracılık ve kredili menkul kıymet işlemlerine ilişkin sözleşmeler de incelenmiştir.

Bu çerçevede, söz konusu sözleşmelerin içeriğinde yer alan uyuşmazlıkların çözüm yollarına ilişkin hükümlerin yerli ve yabancı yatırımcı açısından bir farklılık olup olmadığına ilişkin değerlendirme yapmak çalışmamızın esas konusunu oluşturan uluslararası menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının çözüm yollarının ülkemiz açısından daha net ortaya konulması ve anlaşılması için yararlı olacaktır. Bu noktada öncelikli olarak yukarıda da ifade edilen şu önemli hususu tekrar belirtmek gerekir ki; sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin olarak SPK tarafından asgari unsurları belirlenen çerçeve sözleşmelerde, yatırım kuruluşları ile müşteri arasında çıkabilecek uyuşmazlıkların çözüm yollarına ilişkin hükümler “Yetkili Mahkeme ve İcra Daireleri” başlığı altında belirtilmiştir. Söz konusu hükme göre, bu hususa çerçeve sözleşmede yer verilmesi zorunlu olmayıp, sözleşmede yer almasının istenmesi halinde ise; müşterinin mahkemeye gitme veya başka başvuru yollarını kullanma imkânını ortadan kaldıran veya sınırlandıran, müşterinin çeşitli yasal takip haklarından feragat ettiğine ilişkin hükümlere sözleşmelerde yer verilmeyecektir. Bu genel düzenleme, yerli ve yabancı yatırımcı ayırımı gözetilmeksizin herkese aynı şekilde uygulanacaktır. Bununla birlikte uygulamada, örnekleme yoluyla incelenen bazı sözleşmeler ve sektör çalışanları ile yapılan mülakatlar neticesinde, yukarıda

bahsedilen asgari unsurlara riayet etmek şartı ile yabancı yatırımcıların genel olarak tahkimi tercih ettikleri fakat az da olsa uyuşmazlıkların mahkeme yoluyla çözümlenmesini isteyenlerin de olduğu, yerli yatırımcılar açısından ise bu durumun tam tersi olduğu, yani yerli yatırımcıların büyük çoğunluğunu uyuşmazlıkların mahkeme yoluyla çözümünü isterken bazılarının da tahkim şartını tercih ettiği görülmüştür.

İncelenen sözleşmelerden çoğunda sözleşmede yer alan “yetkili mahkeme ve icra daireleri” ya da “uyuşmazlıkların çözümü” madde başlığı altında “*Bu Sözleşme'nin uygulanması veya yorumlanmasından kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümlenmesinde İstanbul Merkez Mahkemeleri ve İcra Daireleri yetkili olacaktır*” şeklinde uyuşmazlık çözüm yeri olarak yetki hususunu da kapsayacak şekilde adli mahkemeler gösterilirken bazı sözleşmelerde tahkimden de bir uyuşmazlık çözüm yolu olarak bahsedilmiştir. Ayrıca yine söz konusu maddelerde kanunlar ihtilafı sorununa karşı “*Bu Sözleşme Türkiye Cumhuriyeti yasalarına tabidir.*” şeklindeki bir hüküm ile bu hususa da yer verildiği görülmüştür.

İncelenen sözleşmelerden bir aracı kuruma ait açığa satış işlemleri çerçeve sözleşmesi kapsamında sadece birinde ana sözleşmeye ek bir madde olarak “tahkim sözleşmesi” başlığı altında, başka bir yatırım kuruluşuna ait kaldıraçlı alım satım işlemleri çerçeve sözleşmesinde de “uyuşmazlıkların çözümü” başlığı altında tahkime açıkça yer verildiği tespit edilmiştir. Tahkimin bir uyuşmazlık çözüm yolu olarak kabul edildiği bu sözleşmelerde tahkime alternatif başka çözüm yollarına da yer verilirken, yine bu sözleşmelerin bazılarında adli yargı yerinin de aynı sözleşme kapsamında çıkacak uyuşmazlıklarda bir çözüm yolu olarak kabul edilmesinin uyuşmazlıkların tahkim usulü ile çözümlenmesine ilişkin madde hükümlerinden kaynaklanan ihtilaflarda ve hakem kararlarının infazında tahkim usulüne ilişkin maddelerin geçersizliği sonucunu doğurmayacağı ve bu hükmün hakem sözleşmesinin geçerli olmadığı şeklinde yorumlanamayacağı ek bir hüküm olarak sözleşmeye dahil edilmiştir.

Söz konusu açığa satış işlemleri çerçeve sözleşmesinde “tahkim sözleşmesi” başlığı altında aracı kuruluş ile yatırımcı arasında doğacak uyuşmazlıkların çözüm

yöntemi olarak tahkime şu şekilde yer verilmiştir. “Taraflar iş bu sözleşmenin tefsirinden doğacak her türlü anlaşmazlıklarda Türk Mevzuatının uygulanmasını ve 4686 sayılı Kanun hükümlerinin tatbikini peşinen kabul ederler. Sözleşmenin taraflarından biri, taraflar arasında herhangi bir nedenle sözleşmenin tatbik ve tefsirinden doğacak bir uyuşmazlığın Hakem’e götürülmesini isterse, kendi hakemini yazılı olarak diğer tarafa bildirmesi üzerine karşı taraf 3 işgünü içerisinde kendi hakemini seçerek diğer tarafa bildirmek zorundadır. Verilen süre içerisinde hakemin diğer tarafa bildirilmesini müteakip, taraflarca seçilen 2 hakem üçüncü hakemi seçerler. Taraflar üçüncü hakemin seçiminde anlaşamazlar ise üçüncü hakemi veya taraflardan biri kendi hakemini verilen süre içerisinde tayin ve tesbit ederek diğer tarafa bildirmez ise, bu takdirde diğer iki hakemi İstanbul Nöbetçi Asliye Ticaret Mahkemesi veya İstanbul Nöbetçi Asliye Ticaret Mahkemesinin tevzi ettiği İstanbul Asliye Ticaret Mahkemesi seçer. Hakem heyetine 3. hakem veya Mahkemece seçilen hakemlerden biri başkanlık eder. Hakemler toplantı tarihini izleyen 90 (doksan) işgünü içerisinde ve çoğunlukla karar verirler. Bu süre tarafların anlaşması ile uzatılabilir. Hakem kararları hakkında Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanununun ilgili yasa hükümleri uygulanır. Taraflar hakem masraflarını yarı yarıya depo ederler. Karar aleyhine sonuçlanan taraf masrafların tamamını öder. Hakem kararları kesin olup ancak Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu ile 4686 sayılı yasada gösterilen nedenler dolayısıyla temyizi kabildir. İş bu sözleşmenin taraflarının tahkim usulünü kabul etmiş olmaları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ile Sermaye Piyasası Kurulu’nun mer’i mevzuat çerçevesinde karar almasını engellemez.”

Yine yukarıda bahsedilen kaldıraçlı alım satım işlemleri çerçeve sözleşmesi kapsamın “uyuşmazlıkların çözümü” başlıklı 64. maddesinde ise bir uyuşmazlık çözüm yolu olarak tahkimden şu şekilde ifade edilmiştir. “Sözleşmenin taraflarından biri, taraflar arasında herhangi bir nedenle sözleşmenin uygulamasından ve/veya yorumundan doğacak bir uyuşmazlığın Hakem’e götürülmesini isterse, kendi hakemini yazılı olarak diğer tarafa bildirmesi üzerine karşı taraf 3 işgünü içerisinde kendi hakemini seçerek diğer tarafa bildirmek zorundadır. Verilen süre içerisinde hakemin diğer tarafa bildirilmesini müteakip, taraflarca seçilen 2 hakem birlikte Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği’nin Hakem Listesinden üçüncü hakemi

*seçer. Taraflar üçüncü hakemin seçiminde anlaşamazlar ise üçüncü hakemi veya taraflardan biri kendi hakemini verilen süre içerisinde tayin ve tespit ederek diğer tarafa bildirmez ise, bu takdirde diğer iki hakemi, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği Hakem Listesinden, İstanbul Nöbetçi Asliye Ticaret Mahkemesi veya İstanbul Nöbetçi Asliye Ticaret Mahkemesinin tevzi ettiği İstanbul Asliye Ticaret Mahkemesi seçer. Hakem heyetine 3. hakem veya Mahkemece seçilen hakemlerden biri başkanlık eder. Hakemler toplantı tarihini izleyen 90 (doksan) işgünü içerisinde ve çoğunlukla karar verirler. Bu süre tarafların anlaşması ile uzatılabilir. Hakem kararları hakkında Hukuk Muhakemeleri Kanununun ilgili yasa hükümleri uygulanır. Taraflar hakem masraflarını yarı yarıya depo ederler. Karar aleyhine sonuçlanan taraf masrafların tamamını öder. Hakem kararları kesin olup ancak Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanununda gösterilen nedenlerden ötürü temyiz edilebilir. Uyuşmazlıkların tahkim usulü ile çözülmesine ilişkin madde hükümlerinden kaynaklanan ihtilaflarda ve hakem kararlarının infazında tahkim usulüne ilişkin maddelerin geçersizliği sonucunu doğurmamak kaydı ile İstanbul Mahkeme ve İcra Daireleri yetkilidir. Bu hüküm hakem sözleşmesinin geçerli olmadığı şeklinde yorumlanamaz. Sözleşmenin uygulamasından ve/veya yorumundan kaynaklanan uyuşmazlığın çözümü için 64. madde uyarınca tahkim usulüne başvurulmadığı takdirde, söz konusu uyuşmazlığın çözümünde İstanbul Merkez Mahkemeleri ve İcra Müdürlükleri yetkilidir. İş bu sözleşmenin taraflarının tahkim usulünü kabul etmiş olmaları, SPK'nın yürürlükte olan mevzuat çerçevesinde karar almasını engellemez.”*

Yukarıda yer alan tahkim sözleşmelerinde bu tür bir sözleşmede yer alması gereken bütün şartları detaylı olarak incelememekle birlikte söz konusu tahkim sözleşmesi içeriğinde dikkat çekici bulunan ve konumuz açısından önem arz eden önemli bir tahkim geçerlilik şartı niteliğindeki “tahkim iradesi”ne ilişkin olarak bir değerlendirme yapmak uygun olacaktır. Bu noktada yukarıdaki bahse konu sözleşme maddeleri içeriğinde yer alan “İş bu sözleşmenin taraflarının tahkim usulünü kabul etmiş olmaları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun mer'i mevzuat çerçevesinde karar almasını engellemez” ve “Sözleşmenin uygulamasından ve/veya yorumundan kaynaklanan uyuşmazlığın çözümü için 64. madde uyarınca tahkim usulüne başvurulmadığı takdirde, söz konusu uyuşmazlığın

çözümünde İstanbul Merkez Mahkemeleri ve İcra Müdürlükleri yetkilidir. İş bu sözleşmenin taraflarının tahkim usulünü kabul etmiş olmaları, SPK'nın yürürlükte olan mevzuat çerçevesinde karar almasını engellemez.” ifadeleri bir tahkim sözleşmesinde bulunması gereken en önemli kurucu unsurlardan biri olan tahkim iradesi bakımından açık bir irade beyanı değildir ve bu açıdan sorun oluşturabilecek bir durum gibi gözükmemektedir. Çünkü tahkim sözleşmesinin kurucu unsuru, uyuşmazlıkların tahkim yolu ile çözümlenmesine ilişkin irade açıklamasıdır ve bu husus tahkim sözleşmesinin ana ve kurucu unsuru niteliğindedir<sup>502</sup>. Tahkim sözleşmesinin geçerliliği tarafların tahkim iradelerinin şüpheye ve karışıklığa yer vermeyecek şekilde açık olması ile doğru orantılıdır. Açık ve kesin irade açıklaması, tahkim anlaşması ister bağımsız bir tahkim sözleşmesi şeklinde isterse tahkim şartı şeklinde yapılsın, akdin geçerliliği için aranan esaslı şartlardandır<sup>503</sup>. Çeşitli Yargıtay kararlarında, tahkimden ve geçerli bir tahkim şartının varlığından söz edebilmek için, uyuşmazlığın mutlak olarak hakemde çözümleneceği hususunun taraflarca kararlaştırılması şartı aranmakta, aksi halde tahkim sözleşmesinin geçersiz sayılacağı vurgulanmaktadır<sup>504</sup>. Tahkime konu uyuşmazlıkların tereddüde yer vermeyecek şekilde sözleşmede belirtilmesi hakemlerin yetki sınırları bakımından da önem taşımaktadır<sup>505</sup>. Ayrıca yine Yargıtay kararlarında vurgulandığı üzere, hakem yoluyla

---

<sup>502</sup> Cevdet Yavuz, “Türk Hukukunda Tahkim Sözleşmesi ve Tabi Olduğu Hükümler”, (Çevrimiçi), [http://dosya.marmara.edu.tr/huk/Sempozyumyay%C4%B1nlar%C4%B1/11.%20Uluslararası%C4%B1%20%20C3%96zel%20Hukuk%20Sempozyumu/3prof.dr.cevdet\\_yavuz.pdf](http://dosya.marmara.edu.tr/huk/Sempozyumyay%C4%B1nlar%C4%B1/11.%20Uluslararası%C4%B1%20%20C3%96zel%20Hukuk%20Sempozyumu/3prof.dr.cevdet_yavuz.pdf), 19 Ocak 2015, s. 150.

<sup>503</sup> Yavuz, **a.g.e.**, s. 150.

<sup>504</sup> Nitekim Yargıtay 11. HD.’de, 31.03.2003 tarih ve 2003/1050 E. ve 2003/3012 K. sayılı kararında; “Taraflar arasındaki, İhracat Birliği Anlaşması'nın “Müteferrik Hükümler” başlığı altında “Anlaşmazlık vukuunda taraflar önce mali danışman Kemal Baral'ın hakemliğine müracaat edecekler ve hakemin yazılı bildirim ve kararı anlaşmazlığı çözemez ise yargıya gideceklerdir. Bu halde yetkili mercii İstanbul Adli Mercileri olacaktır” denilmektedir. Tahkim sözleşmesi ile, taraflar, aralarındaki bir uyuşmazlığın çözümlenmesi için tahkim yoluna başvurmayı (gitmeyi) kararlaştırırlar (HUMK.nun 516. md.). Taraflar, tahkim sözleşmesinin konusu olan uyuşmazlık hakkında dava açmak isterse, tahkim yoluna gitmek zorundadırlar, yani davayı genel mahkemelerde değil, hakemlerde açabilirler. Taraflar arasında kararlaştırılan tahkim şartı, taraflara hakemden sonra mahkemeye gitme yetkisi vermekle, uyuşmazlığın çözümünde tek yetkili olarak hakem kararını öngörmekle geçersiz bulunmaktadır.” demek suretiyle aynı hususa değinmiştir. (Yargıtay Kararları Dergisi, Ankara, Kasım-2003, s. 1706; Yavuz **a.g.e.**, s. 150, dn. 34).

<sup>505</sup> Akıncı, **Tahkim**, s. 70.

halledilemeyen uyuşmazlıkların mahkemece çözümleneceğine dair konulan kayıtların tahkim anlaşmasını hükümsüz kılacağı kabul edilmektedir<sup>506</sup>.

## 7. Türk Sermaye Piyasasında Uygulanacak Tahkim Kuralları

YSPKn'nun 70. maddesinin 1. fıkrasında “*Yatırım kuruluşlarının kendi aralarında veya müşterileriyle 67. maddenin 1. fıkrasının (b) ve (c) bentlerinde yer alan borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümlenmesine ilişkin usul ve esaslar borsa yönetim kurullarınca belirlenir. Anılan yönetim kurulu kararlarının ilişkin olduğu tutarın 84. maddenin beşinci fıkrasında yer alan tutardan fazla olması hâlinde bu karara karşı SPK'ya itirazda bulunulabilir...*” hükmü yer almaktadır. Bu hüküm ile YSPKn'nun gerekçesinde de belirtildiği üzere 91 sayılı KHK'nın 13. maddesinde yer alan ihtilafların çözümü konusu kanuni alt yapıya kavuşturulduğu ve bu hüküm ile özellikle uyuşmazlıkların kısa sürede etkin bir şekilde çözümlenmesine olanak tanıyan tahkim müessesesinin borsa uyuşmazlıklarını da kapsayacak şekilde genişletilmesine olanak sağlanmıştır.

Yine YSPKn'nun 74. maddesinin 2. fıkrasının (g) bendinde Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin görevleri arasında “*Üyelerinin bu Kanun kapsamındaki faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümüne ilişkin gerekli altyapıyı kurmak ve yönetmek*” de sayılmıştır. Ayrıca, YSPKn'a istinaden çıkarılan Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları

<sup>506</sup> Yargıtay 11. HD. 13.04.2006 tarih ve 2005/4053 E. ve 2006/4040K. sayılı kararında; “*Dava, işletme Hakkı Devir Sözleşmesi uyarınca kararlaştırılan devir bedelinden vadeye bağlanan taksit tutarının geç ödenmesinden kaynaklanan gecikme faizi ve cezai şart bedellerinin tahsili istemlerine ilişkindir. Anılan sözleşmenin uyuşmazlıkların çözümüne ait bulunan 19. maddesinin ilk fıkrasında, sözleşmenin uygulanmasından doğan her türlü ihtilafta tahkime gidileceğinin kararlaştırılmış olmasına rağmen, maddenin son fıkrasında sözleşmeyle ilgili uyuşmazlıkların hallinde İstanbul Mahkemelerinin yetkili olduğunun belirtilmesi karşısında yaratılan bu ikilem sebebiyle tarafların sözleşmeden kaynaklanan uyuşmazlıkların halli hususunda ortaya koydukları tahkim iradesinin açıklık ve kesinlik unsurlarından yoksun olduğu anlaşılmıştır. Yargılayan bu konuda yerleşik bulunan içtihatları uyarınca tahkim sözleşmesinin veya şartının geçerliliği bu husustaki iradenin kesin bir biçimde ortaya konulmasına bağlı olup, tarafların hem tahkim şartı, hem de yetki şartı kararlaştırmaları halinde tahkim şartı geçersizdir. Bu durumda, taraflarca kararlaştırılan tahkim şartının geçersiz olduğu anlaşıldığından mahkemece yargılamaya devam olunması gerekirken, geçersiz bulunan tahkim şartına dayalı olarak davalılardan Ortadoğu Antalya Liman İşletmeleri A.Ş. ve Oyakbank A.Ş. yönünden yazılı biçimde tahkim itirazının kabulü ile dava dilekçesinin reddine karar verilmesi doğru görülmemiş olup, kararın bu sebeple davacı yararına bozulması gerekmiştir.*” demek suretiyle aynı hususa değinmiştir. (Yavuz a.g.e., s. 150, dn. 35).



Hakkında Yönetmelik<sup>507</sup>'in uyuşmazlıkların çözümü başlıklı 37. maddesinin 2. fıkrasında yer alan “*Uyuşmazlıklar, Kanununun 74 üncü maddesinin 2. fıkrasının (g) bendi çerçevesinde tahkim yoluyla da çözülebilir.*” hükmü ile Türkiye’deki borsa uyuşmazlıklarının çözüm yöntemi arasında tahkim müessesesinden açıkça bahsedilmiştir.

TSPB Statüsü'nün, birliğin görev ve yetkileri başlıklı 7. maddesinin (i) bendinde yer alan “*Üyelerinin kendi aralarında ve müşterileriyle olan ve Kanun kapsamındaki faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümüne ilişkin gerekli altyapıyı kurmak ve yönetmek*” hükmü<sup>508</sup> ile de sermaye piyasalarında tahkimi kurumsal olarak uygulama yetkisi bir öz düzenleyici kuruluş olan TSPB'ne verilmiştir. Anılan hükme dayanılarak, TSPB tarafından üyeleri arasında veya üyeleri ile müşterileri arasında borsa işlemleri dışındaki sermaye piyasası faaliyetlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümü için “Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB) Tahkim Kuralları<sup>509</sup>” oluşturulmuştur. 04.12.2003 tarihli Birlik Genel Kurulunda kabul edilerek yürürlüğe giren bu düzenlemenin amacı, tarafların, aralarındaki uyuşmazlığı tahkim yoluyla çözmek istemesi ve TSPAKB Tahkim Kurallarına göre hareket etmeyi kararlaştırması halinde, uyuşmazlığın konunun gerçek uzmanları tarafından çözümünü sağlamak ve tarafların prosedüre ilişkin yükümlülüklerini kolaylaştırmaktır. Söz konusu tahkim kurallarına göre, tarafların ihtilaflarını TSPAKB Tahkim Kuralları uyarınca tahkimle çözüleceğini yazılı olarak kararlaştırmış olmaları halinde, söz konusu uyuşmazlıkların çözümünde bu kuralların geçerli olacağı hükme bağlanmıştır. Bununla birlikte, söz konusu Yönerge hükümleri 1086 sayılı HUMK'a göre yapılmış olup, mevcut haliyle 6100 sayılı HMK'ya aykırılıklar içermektedir ve henüz güncellemesi yapılmamıştır.

<sup>507</sup> 19.07.2013 tarih ve 28712 sayılı Resmi Gazete.

<sup>508</sup> Aynı hüküm Birliğin mülga eski Statüsü olan TSPAKB Statüsü'nün 6/g maddesinde düzenlenmişti.

<sup>509</sup> YSPKn sonrası birliğin adının “Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği” olarak değiştirilmesine rağmen söz konusu tahkim kuralları başlığı ve içeriğinde henüz bir güncelleme yapılmamıştır. Bu nedenle de anılan tahkim kurallarında Birliğin eski adı mevcut olduğundan çalışmamızda da bu içeriğe bağlı kalmıştır

## 8. İstanbul Tahkim Merkezi'nin Türk Sermaye Piyasasında Tahkimin Gelişimine Katkısı Açısından Değerlendirilmesi

İstanbul'da bir tahkim merkezi kurulması düşüncesi, 02.10.2009 tarih ve 27364 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan "İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı"nda yer almış olup, söz konusu eylem planının, "Hukuk Alt Yapısının Güçlendirilmesi" başlıklı bölümünde "*İstanbul'da bağımsız ve özerk yapıya sahip uluslararası alanda rekabet edebilecek düzeyde kurumsal bir tahkim merkezinin oluşturulması ve arabuluculuk sisteminin etkin bir şekilde kullanılması*" ikinci öncelik olarak belirlenmiştir. Bu öncelik hedefine de uygun olarak Türkiye'de uyuşmazlıkların tahkim ya da alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemleriyle çözülmesini sağlamak için önemli bir tahkim merkezinin olması, özellikle uluslararası alanda Türkiye'ye karşı olan güveni arttıracığı gibi Türk Hukuku'nun ve özellikle finansal piyasalara yönelik olarak ekonomisinin gelişmesine büyük katkılar sağlayacağı düşüncesiyle hazırlanan, 6570 sayılı İstanbul Tahkim Merkezi Kanunu 29.11.2014 tarih ve 29190 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Ancak mevcut durum itibarıyla İstanbul Tahkim Merkezi (İTM) fiili kuruluşunu henüz tamamlamamış ve dolayısıyla da faaliyete geçmemiştir.

Tüzel kişiliği haiz ve özel hukuk hükümlerine tâbi olan İTM, uyuşmazlıkların tahkim veya alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemleriyle çözülmesini sağlamak üzere kurulmuştur. İTM'nin görev alanı, yabancılık unsuru taşıyanlar da dâhil olmak üzere özel hukuk uyuşmazlıkları, idarenin özel hukuka ilişkin uyuşmazlıkları ile imtiyaz şartlaşma ve sözleşmeleriyle ilgili uyuşmazlıklardır. Buna göre, tahkime elverişli ve alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemleriyle çözülebilecek her tür uyuşmazlık, İTM'nin görev alanı içinde olduğundan, tahkim ve diğer alternatif uyuşmazlık çözüm yollarıyla çözülebilecektir. Kanun gerekçesinde de belirtildiği üzere Tahkim Merkezinin başarısı, kurulduktan sonra uygulamasıyla ölçülebilecektir. Bu çerçevede, tahkimin, yeterince bilinmemesinden dolayı gerekli tanıtımlarını yapmak, uyuşmazlığın çözümü için kişileri tahkime teşvik etmek ve ülkemizin bütün kurum ve kuruluşlarıyla Tahkim Merkezi'ne destek olması konuya ilişkin ilk etapta atılması gereken adımlardır. Ayrıca yine Kanun gerekçesinde de belirtildiği üzere uygulamada başarının sağlanmasının ön

şartı Tahkim Merkezi bünyesinde çalışacak kişilerin tahkim veya alternatif uyuşmazlık çözüm yolları konusunda bilgili, tecrübeli ve istekli olması gerekliliğidir.

Yukarıda bahsedilen genel açıklamalar ışığında, İTM'nin menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarında tahkimin uygulanmasına ve gelişimine katkısını, sermaye piyasası mevzuatını da göz önünde bulundurarak bir değerlendirme yapmak çalışmamız açısından uygun olacaktır. Bu çerçevede, İstanbul Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı, 6362 sayılı Kanun'un yürürlüğünden çok önce, 02.10.2009 tarihli ve 27364 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiş olup, söz konusu Eylem Planı'nın (2) numaralı önceliğinde, İstanbul'da bağımsız ve özerk yapıya sahip uluslararası alanda rekabet edebilecek düzeyde kurumsal bir tahkim merkezinin oluşturulmasına ve arabuluculuk sisteminin etkin bir şekilde kullanılmasına, yukarıda da ifade edildiği üzere, yer verilmiştir. Buna göre, İstanbul'da bağımsız ve özerk yapıya sahip kurumsal bir tahkim merkezi kurulacak, bu tahkim merkezi maliyet, hız ve kararların kesinleşme süreci gibi konularda uluslararası alanda rekabet edebilecek düzeyde olacak ve bu merkezle ilgili tanıtım çalışmaları yapılacaktır. Tahkim merkezinde kabul edilecek hakem listesi dışından da taraflara tercih edecekleri hakemleri seçme imkânı tanınacaktır. Uyuşmazlıkların mahkeme yoluna başvurmadan daha kısa sürede çözülebilmesi için arabuluculuk sistemi de geliştirilecektir. Ayrıca, kurulacak tahkim merkezinde, kurumsal olarak arabuluculuk imkânı da sunulacaktır.

Bu çerçevede, İstanbul Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı'nın sağladığı bu imkânlar dikkate alınarak, yatırımcı uyuşmazlıklarının İstanbul Tahkim Merkezi tarafından çözümü yoluna gidilmesinin değerlendirmeye alınmamış olması da YSPKn.'nun bir eksikliği olarak değerlendirilebilir<sup>510</sup>. Nitekim, menkul kıymet yatırımlarında, yatırımcı uyuşmazlıklarının çözümü ile yetkilendirilen otoritelerin, uyuşmazlığın taraflarını oluşturan kişilerden ve piyasanın diğer aktörlerinden bağımsız olması gerektiği uluslararası otoritelerce de vurgulanmaktadır. Dolayısıyla, İstanbul Tahkim Merkezi Kanunu ve İstanbul Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı çerçevesinde, yerel ve uluslararası menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının

---

<sup>510</sup> Çetin, Töremiş, Cantimur, **a.g.e.**, s. 191.

alternatif yollarla çözümüne ilişkin olarak yatırımcılara ve hatta finansal piyasalardaki tüm yatırımcılara hizmet sunacak bağımsız bir kurumsal tahkim sisteminin ve/veya hakem heyetinin sermaye piyasası mevzuatınca açıkça yetkili kılınması, yatırımcının korunması amacına daha etkili bir şekilde hizmet edeceği düşünülmektedir.



**ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**  
**ULUSLARARASI MENKUL KIYMET YATIRIM**  
**UYUŞMAZLIKLARININ ICSID TAHKİMİNE KONU OLMASI**  
**VE ICSID TAHKİMİ YOLUYLA ÇÖZÜMÜ**

**I. FİNANSAL PİYASALARDA KÜRESELLEŞME VE**  
**ULUSLARARASI MENKUL KIYMET YATIRIMLARI**

**A. Genel Olarak**

1980 sonrası dünyada yaşanan finansal serbestleşme ve entegrasyon sonrasında tasarruf yetersizliği çeken ve kalkınma gayreti içerisinde olan ülkeler bu tasarruf açıklarını kapatabilmek için bazen kendiliklerinden, bazen de Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası'nın destek ve yönlendirmeleriyle sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırarak, ekonomilerini uluslararası sermaye hareketlerine açmaya başlamışlardır. Bunun temel nedeni, gelişmekte olan ülkelerin, hem kalkınma hamlesine başlayabilmek hem de kalkınmalarını sürdürebilmek için iç kaynaklar yanında, dış kaynaklara da gereksinim duymalarıdır. Özellikle, fakirliğin kısır döngüsünün kırılıp, kalkınma hamlesine başlayabilmek için dış kaynaklardan yararlanmak bir zorunluluktur. Dışa kapalı bir ekonomide ulusal tasarruflar sermaye birikiminin tek kaynağı olmasına karşın, ekonomi liberalleştiğinde, yani dışa açık bir ekonomi haline dönüştüğünde, ulusal yatırımlar yabancı sermaye ile de finanse edilebilir konuma gelmektedir. Gelişmekte olan ülkeler finansal serbestleşme programları ile dışa açılarak uluslararası sermaye hareketlerinden yararlanmaya çalışmaktadırlar<sup>511</sup>.

Finans piyasalarında gözlemlenen küreselleşme olgusunun yansımalarından bir tanesi uluslararası portföy yatırımlarının hacmindeki belirgin artıştır<sup>512</sup>. Küreselleşme, finansal serbestleşme, finansal globalleşme, uluslararası finansal

---

<sup>511</sup> Gökhan Narin, "Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Özellikleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Olası Etkileri", Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2007, s. 9.

<sup>512</sup> Berkay Akışoğlu, "Portföy Yatırım İstatistiklerinin Derlenmesi ve Türkiye Uygulaması", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Ocak 2013, s. 1 ve 88.

bütünleşme gibi adlarla anılan bu uygulamalar 1990'lı yıllarda yoğunlaşmıştır. Dünya genelinde finansal piyasalar alanında çok önemli değişimlerin meydana geldiği bu yeni dönem ile birlikte, ulusal finans piyasaları üzerindeki kontroller yavaş yavaş kaldırılmaya başlanmış, sermayenin ülkeler arasında serbestçe dolaşımına izin verilmiş, döviz kurları dalgalanmaya bırakılarak, uluslararası fonların hem miktarı hem de ülke ekonomileri üzerindeki etkilerinde artış yaşanmıştır<sup>513</sup>.

Bununla birlikte, sermaye hareketlerinin günümüzde ulaştığı düzeyin ülke ekonomileri açısından olumlu katkıları olup olmadığı konusunda literatürde kesin bir uzlaşma bulunmamaktadır<sup>514</sup>. Ülke ekonomilerine yönelen uluslararası sermaye, ekonomik gelişme için gerekli olan yatırımların finansmanına katkı sağlamakla birlikte, söz konusu sermayenin yapısı ve bu sermayenin ani ve hızlı bir şekilde ülkeden çıkması ulusal finans piyasaları açısından ciddi riskler doğurabilmektedir. Bu durumun son örneği, 2008 yılında başlayan ve sonrasında devam eden küresel finans krizinde gözlemlenmiştir. Ulusal finans piyasalarının entegrasyonundan dolayı, ABD'de başlayan kriz, kısa bir zaman içinde tüm dünya ekonomisini olumsuz etkilemiş ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri ciddi finansal istikrar sorunlarıyla karşı karşıya bırakmıştır.

## **B. Sermaye Piyasalarında Küreselleşme Eğilimi**

Sermaye piyasalarının, dünyanın herhangi bir yerinde bulunan yatırımcıların erişimine açık, küresel bir şekilde faaliyet göstermesi ve buna paralel olarak diğer piyasalara uyum sağlaması günümüzün en önemli ekonomik eğilimlerindedir. Uluslararası ticaretin artmasıyla birlikte finansal faaliyetlerdeki küreselleşme hali birçok ülkede yaygın bir hal almıştır. İletişim teknolojilerindeki gelişmelerin beraberinde getirdiği anlık bilgi aktarım mekanizmaları sayesinde yatırımcıların yatırım kararlarını alırken daha fazla sayıdaki piyasaları göz önünde bulundurabilmelerinin de etkisiyle sermaye piyasalarının sınır ötesi veya uluslararası

---

<sup>513</sup> 2001 yıl sonu itibarıyla Koordineli Portföy Yatırım Anketi (CPIS) kapsamında rapor edilen sınır ötesi portföy yatırım düzeyi 12,7 trilyon ABD Doları iken bu rakam 2011 yılı sonu itibarıyla 38,9 trilyon ABD Doları sınırının üzerinde gerçekleşmiştir (Akışoğlu, **a.g.e.**, s. 1).

<sup>514</sup> Akışoğlu, **a.g.e.**, s. 1.

nitelik arz eden hareketliliği, mal ve hizmetlerin uluslararası hareketliliğini geride bırakan bir büyüme göstermiştir.

Sermaye piyasalarındaki küreselleşme eğilimi ilk olarak 1900'lü yılların başlarında ortaya çıkmış fakat bu süreç özellikle Birinci Dünya Savaşı'nın ve ardından 1929 yılındaki büyük ekonomik bunalımın etkisiyle kesintiye uğramıştır. Daha sonra 1970'lerde tekrar canlanan uluslararası sermaye piyasası etkinlikleri parasal hacmi bakımından 1990'ların sonunda ancak Birinci Dünya Savaşından önceki seviyeyi yakalayabilmiştir. Bundan sonra ise çok daha hızlı gelişerek bugünkü seviyesine doğru ilerlemiştir. Sermaye piyasalarının küreselleşmesinin önemli bir sonucu olarak menkul kıymet işlemlerinin 13 farklı ülkede kurulu piyasada %15 oranında uluslararası vasıflı bir yapıya kavuşması 1990'ların ortalarında söz konusu olmuştur<sup>515</sup>. 1980 senesinde 38 adet yabancı şirketin NYSE'ye kote olduğu ve bu sayede söz konusu yabancı şirketlerin paylarının sınır ötesi bir piyasada işlem gördüğü saptanmıştır<sup>516</sup>. Yarısı Kanadalı şirketlerden oluşan ve toplamda 42 farklı ülkede kurulu bulunan 290 şirketin paylarının bu piyasada işlem görmeye başlaması ise 1996'ya denk gelmektedir. 2013 sonu itibarıyla; NYSE Euronext Borsası'nda 1.852 yerli ve 519 yabancı olmak üzere toplam 2.371 şirkete ait pay senedi işlem görmektedir<sup>517</sup>.

Sermaye piyasası işlemlerinin küreselleşmeden etkilendiği bir diğer nokta ise menkul kıymet piyasaları arasındaki uluslararası nitelikli birleşme, devralma ve işbirlikleridir. Avrupa çapında bir finans kurumu olarak 2000 yılında Paris, Brüksel ve Amsterdam Borsalarının birleşmesi ile kurulan, 2002 yılında Lizbon Borsasının katılımıyla daha da büyüyen ve 2006 yılında 2,9 trilyon ABD Doları işlem hacmi ile dünyadaki 5. büyük borsa olan Euronext'in 2007'de NYSE Euronext adıyla NYSE ile birleşerek dünyanın en büyük borsası haline gelmesi sermaye piyasalarındaki uluslararası hale gelme eğilimi bakımından son derece önemli bir gelişmedir<sup>518</sup>. Bu duruma paralel olarak, 2000'li yıllarda uluslararası menkul kıymet işlemleri önemli

---

<sup>515</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 82.

<sup>516</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 81.

<sup>517</sup> World Federation of Exchanges, (Çevrimiçi), <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool>, 18 Eylül 2014.

<sup>518</sup> Wikipedia, (Çevrimiçi), [http://en.wikipedia.org/wiki/NYSE\\_Euronext](http://en.wikipedia.org/wiki/NYSE_Euronext), 12 Aralık 2014.

ölçüde artmış<sup>519</sup> ve şirketler menkul kıymetlerini aynı anda birden çok ülkede ihraç etmeye başlamıştır<sup>520</sup>. Ayrıca, Borsa İstanbul A.Ş. ile NASDAQ OMX Group arasında 20 Ocak 2014 tarihinde imzalanan stratejik işbirliği anlaşması da küreselleşme olgusunun ülkemizdeki etkisine önemli bir örnektir. Bu anlaşmayla, Borsa İstanbul'a piyasa teknolojisi ve danışmanlık hizmetleri sağlanırken, NASDAQ OMX de Borsa İstanbul'da pay sahibi olmuştur. Anlaşma genel olarak, NASDAQ OMX ile Borsa İstanbul'un, küresel çaptaki ihraççılar, yatırımcılar ve şirketlere hizmet veren, Avrasya bölgesinin sermaye piyasası merkezi olarak konumunu ve markasını güçlendirmek amacıyla yakın işbirliği içinde çalışmasını öngörmektedir<sup>521</sup>.

Piyasalar arası rekabetteki artış, sınır ötesi halka arzlar ve aracılık faaliyetleri, yasal düzenlemelerin uyumlu olması yönündeki çaba, yatırımcı haklarının korumasına ilişkin gelişmeler, uygulanacak hukuk meselesinin arz ettiği önemin artması, menkul kıymet çeşitlerinin çoğalması, bu konuda ortaya çıkan uyumsuzlukların çözümü gibi pek çok başlık sermaye piyasalarındaki küreselleşmesinin etkisiyle dikkat çekici bir hal almıştır. Dolayısıyla, bütün bu başlıkları kapsayan şekilde sermaye piyasasında küreselleşmeden bahsedildiğinde bir ülkedeki piyasanın, piyasa araçları, işlem türleri ve bunları düzenleyen yasalarıyla diğer piyasalara entegre olması ifade edilmektedir. Bu durumun bir sonucu olarak piyasalar değer artış ve azalışında genellikle paralel seyreden bir görünüm içerisinde olmuş ve yatırımcılar açısından bir ülke piyasasına yatırım yapılırken aynı zamanda diğer ülkelerdeki piyasaların da eş zamanlı olarak izlenmesi gereği ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla, sermaye piyasalarının küreselleşmesi ile esas olarak kastedilen, menkul kıymetlerin yerel piyasalarla aynı anda ve birlikte olmak üzere uluslararası bir şekilde ve uluslararası bir platformda işlem görmesi ve bu

---

<sup>519</sup> ABD sermaye piyasalarına bakıldığında 1990'dan 2000 yılına kadar, yabancı menkul kıymetlere yapılan ABD yatırımlarının 4 trilyon ABD Dolarına yaklaşması son yıllarda piyasalarda yaşanan dinamizmin ve değişikliğin bir göstergesi olarak dikkat çekmektedir (Saim Üstündağ, "Global Muhasebe Standartlarına Doğru", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Y. 5, S. 28, Ocak-Şubat 2003, s. 7-8).

<sup>520</sup> Cemal İbiş, Ayça Akarçay, "IOSCO Deklarasyonu ve Menkul Kıymet Borsalarında IAS'ın Uygulanması Süreci, (Çevrimiçi), <http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/06Sempozyum/4Oturum/CemalIbis.pdf>, 12 Aralık 2014.

<sup>521</sup> Borsa İstanbul A.Ş. (Çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/duyurular/2013/12/31/borsa-istanbul-ve-nasdaq-omx-ten-cıgır-acacak-anlasma>, 12 Aralık 2014.



süreç içerisinde menkul kıymetler hakkında yeterli bilgiye erişim olanağının tesis edilmiş bulunmasıdır<sup>522</sup>.

Gelişmekte olan ülkeler uluslararası sermaye piyasası yatırımlarını kendi ülkelerine çekmek ve bunun faydalarından istifade etmek şeklinde özetlenebilecek olan amaçlarla, yabancı yatırımcılara kendi ülkelerinde sermaye piyasalarına yaptıkları yatırımlarına dair yasal güvenceler vermişlerdir. Böylece sermaye piyasalarında küreselleşme olgusu az gelişmiş ülkelerin, daha gelişmiş ülke piyasalarını örnek alan yasalılaştırmalara girişmelerini zorunlu kılmış<sup>523</sup> ve yabancı yatırımcıların ve sermaye piyasası kurumlarının bu ülkelere girişinin önündeki engelleri de kaldırmıştır<sup>524</sup>.

### C. Yabancı Sermaye

Bir ülkede ekonomik kalkınmanın temel şartı ülke kaynaklarından elde edilen tasarrufların kullanılması ya da yabancı tasarrufların çekilmesidir. Bu da dış borçlanma veya yabancı sermaye girişi ile olur. Yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelereki tasarruf açığını, dolayısıyla da sermaye açığını gidermede büyük etkisi vardır. Türkiye de dahil olmak üzere dünyada tasarruf açığını bu şekilde kapatarak gelişme kaydeden pek çok ülke bulunmaktadır ve bu nedenle de yabancı sermaye özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde oldukça önemli bir etkiye sahiptir<sup>525</sup>.

Yabancı sermaye, bir ülkedeki mevcut olan sermaye stokuna, başka bir ülkenin ilave sermaye katkısıdır. Bu tanıma biraz daha genişletecek olursak, bir ülkenin doğal

---

<sup>522</sup> Bernard Asher, "The Development of a Global Securities Market", **The Future of Global Securities Market, Legal Regulatory Aspects**, Ed. by, Fidelis Oditah, Oxford, 1996, s. 15.

<sup>523</sup> Bu açıdan bakıldığında yasa koyucuların kendi egemenlik alanlarındaki piyasa yapılanmalarının yabancı yatırımcılara ve uluslararası faaliyetlere açıklığını kabul edip etmemesinin, menkul kıymet yatırımlarının yerel veya uluslararası olmasını belirlediği görülmektedir. Buna mukabil küreselleşme sürecinin menkul kıymet yatırımlarına olan etkilerinin, yerel yasa koyucuların bu alandaki takdir yetkilerini önemli ölçüde zayıflattığı dolayısıyla da egemenlik alanını daralttığı gözden kaçırılmamalıdır (Bkz. Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 83).

<sup>524</sup> Arye L. Hillman, **Trade Liberalization and Globalization, The Encyclopedia of Public Choice**, Ed. by, Charles Kershaw Rowley, Friedrich Schneider, New York/ Boston/ Dordrecht/ London/ Boston, 2004, s. 317.

<sup>525</sup> Müge İşeri, Zeynep Aktaş, "İMKB'de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler: 1997-2005 Dönemi" (Çevrimiçi), [www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/muge1.doc](http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/muge1.doc), s. 1, 12 Aralık 2014.

kaynaklarını kullanılabilir hale getirmek ve mevcut üretim faktörlerini etkin bir şekilde kullanmak için, ülke içinde olmayan veya daha elverişli koşullarda ülke dışında bulunan sermayeyi içeri almalarına yabancı sermaye denir. Mali ve teknolojik kaynak, bir ülkeden diğerine ya borçlanma şeklinde gider ve karşılığında hem anapara hem de faiz ödenmesi söz konusu olur, ya da yatırım ve üretime katılma şeklinde gider ki, bu da bir ülkenin diğer bir ülkedeki mülkiyet hakkını oluşturur<sup>526</sup>. Bir başka tanıma göre yabancı yatırım özetle, yatırılabilir kaynakların kişi ve kurumlar tarafından bir başka ülkeye doğrudan ya da dolaylı (portföy) yatırımları şeklinde taşınması şeklinde tanımlanır<sup>527</sup>. Dolayısıyla, söz konusu sermaye yatırımları doğrudan yabancı sermaye yatırımı olabileceği gibi portföy yatırımı şeklinde de olabilmektedir. Bu şekilde arz tarafındaki sermaye yüksek getiriden faydalanırken, sermayenin kıt olduğu ülkeler de gelen ek sermayeden yararlanmaktadır.

Yabancı bir ülkede yatırım yapmayı düşünen bir yatırımcı için üç ihtimal söz konusudur. Bunlardan birincisi; malları kendi ülkesinde üretmek ve yabancı bir ülkeye satmak suretiyle ihracat yapmak, ikincisi; yatırım yapmak istediği ülkedeki bir ticari ortaklıkla kendi teknolojisini ve marka ismini kullanmasına izin vererek lisans anlaşması yapmak, üçüncüsü ise; yabancı bir ülkede doğrudan sermaye yatırımı yapmaktır. Ancak yabancı bir yatırımcı başka bir ülkede yatırım yapmayı planlar ve bunu gerçekleştirirken bazı ciddi sorunlarla karşılaşabilmektedir. Bu sorunların bir kısmı kültürel nitelikte iken, bir kısmı da dil ve yerel piyasaya ilişkin farklılıklardan oluşan sorunlardır. Bu muhtemel sorunlar nedeniyle yabancı yatırımcılar, ihracat ve lisans yoluyla elde edemeyecekleri bazı avantajlara sahip olmak için doğrudan yabancı sermaye yatırımları yaparlar<sup>528</sup>. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, uluslararası mahiyette sermaye akışı demektir. Böylece yabancı bir ülkede yeni bir ticari ortaklık kurulması ile veya yabancı ülkede mevcut olan bir ticari ortaklığa sermaye yatırmak suretiyle ana şirketin büyütülmesi ile sermaye akışı sağlanır. Yabancı ülkede edinilen bu şirkete "yavru şirket" (subsidiary), "yabancı sermaye şirketi", "bağlı şirket" veya

---

<sup>526</sup> Güngör Uras, **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, İstanbul, İktisadi Yayınlar, 1979, s. 27-28.

<sup>527</sup> İşeri, Aktaş,, **a.g.e.**, s. 2.

<sup>528</sup> Olcay Işık, "Uluslararası Hukukta Yatırım Kavramı: Antlaşmalar Temelinde Bir Değerlendirme" **Uluslararası Hukuk ve Politika**, C. VII, S. 28, 2011, s. 129.

“şube”<sup>529</sup> adı verilir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının en önemli özelliklerinden biri, bunların yalnızca bağlı şirketin mülkiyetini elinde tutmakla (kısmen veya tamamen) kalmamaları, aynı zamanda bu şirketlerin yönetimini de denetimleri altında bulundurmalarıdır<sup>530</sup>. Yavru şirket, genellikle ana şirketin elinde bulunan teknoloji, ticari sırlar, yönetim bilgileri, ticaret unvanı ve öteki kolaylıklardan yararlanma ayrıcalığına sahiptir. Karşılığında ise elde edilen kâr, kısmen veya tamamen ana şirkete kalır. Ev sahibi devletlerin yapılan yatırımlardan beklentileri daha çok doğrudan yatırımlar yoluyla gerçekleştiğinden, dolaylı yatırımlardan ziyade doğrudan yatırımları tercih ve teşvik ettikleri görülmektedir<sup>531</sup>.

Yabancı yatırımların sermaye transferi şeklinde gerçekleşen türünde, bu hareketlilik genellikle gelişmiş ülkelere doğru olmaktadır. Böylece bu yatırımlar ile gelişmekte olan ülkelerin öncelikle teknolojik yönden gelişmesine katkıda bulunulmakta, gelişmiş ülkeler açısından da yeni pazarların doğması ve ucuz işgücüne ulaşmak gibi bir takım faydalar sağlanmaktadır<sup>532</sup>.

#### **D. Sermayenin Serbest Dolaşımı ve Sınır Ötesi Sermaye Hareketleri**

Son yıllarda ekonomik aktiviteler dikkat çekici bir şekilde uluslararası boyutu ön plana çıkan bir karakter arz etmeye başlamıştır<sup>533</sup>. Dünyanın bütün bölgelerindeki ulusal ekonomiler giderek birbirleri ile olan bağlantıları sayesinde sınırları aşan bir şekilde daha yakın hale gelmiştir. Dünyada küreselleşme ile birlikte sermaye hareketlerinin büyüklüğü ve hızı artmış olup, sermaye nispeten bol ve getirisi az olan bölgelerden, daha kıt bulunduğu ve getirisinin dolayısıyla daha fazla olduğu bölgelere doğru yönelmiştir. Üstelik bu durumu sağlayan bağlantı sadece uluslararası mal veya

<sup>529</sup> Rıdvan Karluk, **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, İstanbul, ITO Yayınları, No: 13, 1983, s. 14.

<sup>530</sup> Işık, **a.g.e.**, s. 130.

<sup>531</sup> Bilgin Tiryakioğlu, “Doğrudan Yabancı Yatırımlara İlişkin Uluslararası Düzenlemeler”, (Kıs. Doğrudan Yabancı Yatırımlar), Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye Semineri, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2001, s. 168-169.

<sup>532</sup> Süleyman Dost, "Uluslararası Nitelikli Yatırım Uyuşmazlıklarının Tahkim (ICSID Tahkimi) Yoluyla Çözümü ve Türkiye" (Kıs: Uluslararası Nitelikli Yatırım Uyuşmazlıkları), Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Isparta, 2005, s. 98.

<sup>533</sup> Schuster, **a.g.e.**, s. 73; Kronke, **a.g.e.**, s. 261.

hizmet ticaretindeki gelişmeler ile değil aynı zamanda bunlarla birlikte ve hatta daha fazla oranda olmak üzere bütün çeşitleriyle finansal taleplerin uluslararası niteliğinden kaynaklanmaktadır.

Bir yatırımcının finansal yatırımlar bakımından, yatırım yaptığı piyasanın bulunduğu ülkede fiziksel olarak bulunmasına gerek olmadan, başka bir ülkedeki finansal varlıklara yatırım yapabilmesi imkânı, hem gelişen teknolojik olanakların bu alanda etkin bir şekilde kullanılması hem de piyasaların küresel bir bütünlük arz eden yapısı nedeniyle kolaylaşmıştır. Sermayenin bu hareketliliği, sermayenin serbest dolaşımına ilişkin düzenlemeler ile de teşvik edilmektedir. Sermayenin serbest dolaşımı yaygın olarak sanıldığı gibi aksine doğrudan yatırımlara konu edilen sermayeden daha ziyade olmak üzere portföy yatırımlarına yani menkul kıymet yatırımlarına da hareketlilik kazandırmıştır. Bu nedenlerle uluslararası ticarete yaşanan serbestleşmeye paralel olarak finansal yatırımlarda serbestleşme ve buna bağlı olarak artış da kayda değer bir gelişme göstermiştir. Sermayenin serbest dolaşımı konusunda Avrupa Birliği nezdindeki gelişmeler ülkemizi de doğrudan etkilemiş ve sermaye piyasaları yatırımları bakımından ülkemiz de diğer pek çok ülke gibi yabancı yatırımlara açık bir hale gelmiştir<sup>534</sup>.

Sınır ötesi finansal yatırımlar, bu amaca tahsis edilen bir sermayenin varlığını ve yatırım yapılacak olan piyasaya bu sermayenin girebilmesini gerektirmektedir. Bu yönüyle sermayenin serbest hareketi uluslararası para transferi ve ödeme olanaklarının ötesinde finansal yatırımla bağlantılı tüm işlemleri kapsamaktadır. Yabancıların menkul kıymet işlemlerinde bulunmaları da aynı şekilde onların sermaye piyasasına girişleriyle ve bu amaçla yatırım sermayesinin yatırım yapılacak olan ülkeye sokulması ile mümkün olmaktadır. Sermayenin serbest dolaşımı bu bakımdan uluslararası vasfı haiz menkul kıymet yatırımlarının gerçekleşmesinin önemli bir şartı durumundadır<sup>535</sup>.

Finansal piyasalardaki faaliyetlerin uluslararası olma özelliği kazanması ve bunun giderek artması durumu, yatırımcıların belli ülke piyasalarında karşı karşıya

---

<sup>534</sup> AB Komisyonu tarafından hazırlanan 2014 yılı Türkiye İlerleme Raporu'nda, sermayenin serbest dolaşımı konusunda Türkiye'nin bazı ilerlemeler kaydettiği değerlendirildi için bkz. (Çevrimiçi), [http://ab.gov.tr/files/000etkinlikler/20141008\\_turkey\\_progress\\_report\\_en.pdf](http://ab.gov.tr/files/000etkinlikler/20141008_turkey_progress_report_en.pdf), 5 Kasım 2015.

<sup>535</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 119.

kaldıkları çeşitli risklerden uzaklaşma çabalarının bir sonucudur. Belirli bir ülkede finansal piyasa içerisinde ortaya çıkan veya önceden mevcut olup zamanla artan finansal risklerin varlığı, yatırımcıların o ülkedeki menkul kıymet yatırımlarını aynı riskin olmadığı veya daha düşük veya uzak bir ihtimal olarak algılandığı bir başka ülkeye doğru kaydırmasını tetiklemektedir. Bu durumun farkındaki özellikle gelişmekte olan ve bu sebeple yüksek miktarda likiditeye ihtiyaç duyan ülkeler ise diğer ülkelerin sermaye piyasalarındaki risklerden uzaklaşmak isteyen tasarruf sahipleri ve yatırımcıları kendi sermaye piyasalarına yönlendirebilmek için çaba harcamaktadırlar. Böylece kendi ekonomilerinde finansal varlıklara karşılık yapılan yatırımların yarattığı likiditenin iktisadi planlarının gerçekleşmesinde katkı sağlamasını düşünmektedirler. Ayrıca, ülkeler arasındaki idari düzenlemelerin yarattığı engellerin azaltılmasının yanı sıra taşıma ve iletişim giderlerindeki azalan maliyetler de piyasa entegrasyonun derecesini yükselterek finansal piyasaların sadece yerel yatırımcılara ait olması durumunu ortadan kaldırmış ve farklı ülkelerden yatırımcıların yabancı ülkelerde finansal taleplerine karşılık bulmalarına imkan sağlamıştır.

Yükseliş içindeki ülke piyasalarının yabancılara açılması konusunun özellikle 1980'lerin sonları ve 1990'ların başlarında tartışmaya açıldığı görülmektedir. Bu tartışmanın anılan tarihlerde gündeme gelmesi bu tarihlerde dünyada hızla artan küreselleşme sürecinin bir sonucudur. Ayrıca 1980'li yılların başında geliştirilmiş olan hisse senedi değerlendirme kuramı (modern portfolio theory<sup>536</sup>) sermaye piyasalarının, finansal serbestleşme sürecine uygun olarak yabancılara açılmasının hem yabancı portföy yatırımını alan ülkenin hem de bu ülkeye yatırım yapan yabancı yatırımcının lehine faydalar temin edeceği öngörüsünde bulunmuştur. Söz konusu edilen faydalar, yatırım kabul eden ülke bakımından sermaye maliyetlerinde düşüş sağlanması ve yabancı yatırımcı açısından ise daha geniş portföy çeşitlendirmesi ve yüksek kar

---

<sup>536</sup> Harry Markowitz tarafından yazılan "Portfolio Selection" başlıklı makale modern portföy teorisinin ortaya çıkış noktasıdır. Bu makale 1952 senesinde "Journal of Finance" dergisinde yayınlanmıştır. Makale ile yazar, yatırımcıların yatırım araçlarını çeşitlendirmeleri sayesinde yatırım yapılan araçların toplamda ortaya çıkardıkları riskler ile getirilerinin mukayese edilmesinin üzerinde durmaktadır. Daha sonraları çeşitli yazarlarca geliştirilen ve yenilenen teori, sermaye piyasası yatırımlarının uluslararası çeşitlendirme sayesinde riskin azaltılmasına olan katkısını ortaya koymaktadır (Tevetoğlu, a.g.e., s. 121, dn. 416).

olanakları sayesinde yatırım riskinin dağıtılarak azaltılmasından istifade edilmesine izin verilmesi şeklinde izah edilmektedir. Buna karşın 1990'ların ikinci yarısında ortaya çıkan finansal krizler Meksika, Uzak Doğu ve Rusya gibi çok sayıda gelişmekte olan sermaye piyasalarını olumsuz etkilemiş; bu süreçte dikkatler yabancı yatırımcıların piyasa dengelerini bozan etkilerine yoğunlaşmıştır. Bu durumun bir sonucu olarak yabancı sermayenin, özellikle menkul değerlere yatırım yapması meselesi bir başka boyut daha kazanarak siyasi bakımdan da önem arz eden bir sorun vasfını kazanmıştır. Bu durumun finansal küreselleşme sürecindeki etkilerinden ötürü gelişmekte olan ülke sermaye piyasaları için yabancı yatırımların faydalarının ve zararlarının karşılaştırılmasını kaçınılmaz kıldığı gözden kaçırılmamalıdır. Bununla birlikte yabancıların sermaye piyasası işlemlerinde ilgili ülkenin kendi vatandaşı ile eşitlik ilkesine dayanan bir serbestlik esasını birçok ülkede tesis edilmesi<sup>537</sup> nedeniyle bugün için uluslararası menkul kıymet yatırımlarının miktarı oldukça artmıştır ve artmaya da devam etmektedir.

### **E. Uluslararası Menkul Kıymet (Portföy) Yatırımları**

Menkul kıymet yatırımlarının sadece yerel bir şekilde meydana gelmesi, diğer bir ifade ile hem halka arzların hem de ikincil piyasada menkul kıymet alım satımlarının belirli bir ülke piyasasında ve sadece o ülke vatandaşlarına veya o ülkede yerleşik bulunan yatırımcıların taraflarını oluşturduğu bir şekilde yapılması mümkündür. Bu halde menkul kıymet yatırımlarının tümü, gerek tarafları gerekse işlemin yapıldığı yerin belirli bir ülke piyasası ile sınırlı olması sebepleriyle yerel bir karakter arz edecektir<sup>538</sup>. Bununla birlikte, bir tarafta birincil piyasada ihraççılar ikincil piyasa işlemlerinde ise aracılar, diğer tarafta bu piyasada yatırım yapan yatırımcılar sadece yerel piyasa ile sınırlı menkul kıymet işlemleri yaptıkları takdirde ülke içindeki fonların sınırlı, buna bağlı olarak da talebin düşük ve piyasanın da sığ olması nedenleriyle, planladıkları kazancı elde etmeleri oldukça zor, hatta imkansızdır. Bu nedenle, bugün dünyanın birçok yerinde, özellikle gelişmiş ve gelişmekte olan

---

<sup>537</sup> Bilgin Tiryakioğlu, **Doğrudan Yatırımların Uluslararası Hukukta Korunması**, (Kıs. Doğrudan Yatırımlar) Ankara, 2005, s. 174.

<sup>538</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 88.

ülkelerde, menkul kıymet ihraççısı, aracısı ve yatırımcısı<sup>539</sup> sadece yerel bazda faaliyet göstermemektedir.

Dünyanın menkul kıymetler için küresel bir pazar haline gelmiş olması ortada tek bir sermaye piyasasının bulunduğunu ifade etmemektedir. Artan özelleştirme dalgaları kurumsal yatırımcıların taleplerinin karşılanmasına, teknolojinin değişiminden istifade edilerek bu taleplerin icra edilmesine, gerçek ve eş zamanlı olarak dünyanın herhangi bir yerinde aynı anda menkul kıymet yatırımının yapılabilmesine olanak sağlamıştır. Bu sebeple menkul kıymet yatırımlarının sadece yerel piyasa ile yetinilmeyerek uluslararası bir şekilde yapılması uluslararası menkul kıymet yatırımlarını doğurmaktadır.

Menkul kıymet yatırımı kapsamında, piyasa katılımcılarının, uluslararası bir şekilde kendi ülkeleri dışındaki piyasalarda icra ettikleri menkul kıymet işlemleri, yukarıda ayrıntılı olarak açıklandığı üzere, bunların özel sermaye mahiyetinde olması ve üretime yönelik olmaması yönleriyle karakterize edilebilir. Buna göre fon talep edenlerle arz edenlerin uluslararası nitelikteki menkul kıymet yatırımlarına konu olan özel sermaye akımları uluslararası menkul kıymet yatırımlarını oluşturmaktadır<sup>540</sup>. Bu noktada önemli bir husus olarak, uluslararası menkul kıymet yatırımlarının ortaya çıkmasında yerel piyasalara yönelen yabancı yatırımcı hareketlerinin belirleyici olduğu anlaşılmaktadır<sup>541</sup>.

Uluslararası menkul kıymet yatırımları, yatırımcıların uluslararası piyasalarda yatırım risklerini üstlenerek menkul kıymetlere yaptıkları yatırımlar şeklinde tanımlanabilir<sup>542</sup>. Dolayısıyla uluslararası menkul kıymet yatırımları bir menkul

---

<sup>539</sup> Kronke, **a.g.e.**, s. 318-319.

<sup>540</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 89.

<sup>541</sup> Gerd Hausler, Donald J. Mathieson, Jorge Roldos, "Trends in Developing-Country Capital Markets Around World", **The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries**, Ed. by, Robert E. Litan, Michael Pomerleano, V. Sundararajan, The Brookings Institution, Washington, DC, 2003, s.40.

<sup>542</sup> Rıdvan Karluk, **Uluslararası Ekonomi**, İstanbul, 2002, s. 465 vd; Uluslararası iktisat yaklaşımında uluslararası sermaye piyasası yatırımları, yabancı bir ülkede veya daha yerinde bir ifadeyle yabancı bir ülkedeki sermaye piyasasındaki sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırım olarak ifade edilmektedir. Bu yatırımların başka bir ülkede olup örneğin halka kapalı bir şirketin hisselerinin alınması şeklinde olması halinde de menkul değerlere bir yatırım olmakla beraber aynı durum halka açık olan ortaklığın halka arz edilecek veya edilmiş bulunan durumdaki menkul değerlere yönelmesi halinde de aynen geçerlidir. Yatırım yapılan sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve oranına

kıymet işleminin birden çok ülke ile temas halinde olduğu hallerde ortaya çıkmaktadır. Halka arzın birden çok ülkede yapılması veya yerel halka arzlara yabancı yatırımcıların iştirak etmesi, menkul kıymet piyasası işlemlerinin birden çok ülke ile temas halinin önemli bazı örnekleri olarak gösterilebilir. Ayrıca ikincil piyasa alıcı veya satıcılarının yahut aracılarının yabancıardan oluştuğu durumlar da bu durumun örnekleridir. Yine burada örneklendirdiğimiz menkul kıymet yatırımlarının uluslararası bir şekilde icra edilmesinin yanı sıra piyasalar arası bir şekilde gerçekleştirilmesi de mümkündür. Birinci durumda bir ülkedeki sermaye piyasasındaki araçlara yabancı yatırımcı o piyasada yatırım yapmaktayken ikincisinde ise aynı işlem ülke sınırları dışında bir merkezde gerçekleştirilmektedir<sup>543</sup>. Böylece uluslararası nitelikteki işlemlerle yabancı ülkelerde bulunan sermaye ve bu sermayenin sahibi konumundaki yatırımcıların diğer ülkelerdeki piyasalarda işlem görmekte olan yatırım araçlarına yaptıkları yatırımlar, menkul kıymet piyasasında derinlik sağlamaları sayesinde likidite temini ve ülke ekonomisine sağladıkları canlılık açısından olumlu etkilere sahiptir<sup>544</sup>.

Menkul kıymet yatırımları ekonomi ve finans literatüründe portföy yatırımı olarak da bilinmektedir. IMF tarafından 2009 yılında yayımlanan Altıncı Ödemeler Dengesi ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu El Kitabı, portföy yatırımı, doğrudan yatırım ve rezerv varlıkların haricinde borç ve pay senedi şeklindeki menkul kıymetleri içeren sınır ötesi işlem ve pozisyonlar olarak tanımlamaktadır<sup>545</sup>. Söz konusu tanımdan da anlaşılacağı üzere, herhangi bir yatırımın yurt dışı portföy yatırımı olarak değerlendirilebilmesi için borç senedi ve/veya pay senedi<sup>546</sup> şeklindeki menkul

---

bağlı olarak ortaklığın yönetiminin ele geçirilmesi veya sadece şirketin paylarına sahip olunması olasılıkları gündeme gelebilir.

<sup>543</sup> Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik reform süreçlerinde yaptıkları özelleştirmelerde hisse senedi arzlarının üçte birinin yabancı yatırımcılar tarafından karşılanması bu duruma önemli bir örnek olarak gösterilebilir (Erdem Sağlamer, "Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasına Çekilmesi", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2003, s. 15)

<sup>544</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 90.

<sup>545</sup> **IMF, Balance of Payments and International Investment Position Manual**, Sixth Edition, Washington, DC, 2009, s. 110.

<sup>546</sup> Dünyada portföy yatırımlarının içinde en büyük paya sahip olan pay senedi yatırımlarının hacimlerinin ve değerlerinin belirlenmesinde iki yaklaşım söz konusudur. Birinci yaklaşımda belli bir süre itibarıyla toplam uluslararası pay senedi alımları ile toplam uluslararası pay senedi satışları arasındaki fark alınarak net yatırım miktarı bulunmaktadır. Bu yabancı yatırımcıların uluslararası varlıklara tahsis ettikleri para miktarıdır. Net pay senedi yatırımları, fon ihraç eden ülkeler bazında



kıymetleri içermesi gerekmektedir. Yatırım fonu katılma payları da portföy yatırımı kapsamında değerlendirilmektedir. Bu tür finansal araçların en temel özelliği devredilebilir olmalarıdır. Devredilebilirlik söz konusu araçların hukuki durumlarıyla ilgili bir kavramdır. Menkul kıymetlerin devredilebilir olması, yatırıma konu olan varlıkların alım satımını kolaylaştırıp ekonomik ömürleri boyunca farklı kurumsal birimlerinin mülkiyetinde bulunmasına imkân vermektedir. Devredilebilirlik özelliği aynı zamanda yatırımcılara portföylerini çeşitlendirme ve diledikleri zaman da yatırımlarını elden çıkartma imkânı tanımaktadır<sup>547</sup>.

Bir diğer tanıma göre portföy yatırımları, fon sahiplerinin tahvil ve pay senedi satın alımı gibi sermaye piyasası araçlarına yaptıkları yatırımlara denir. Buna göre, portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenerek sermaye kazancı ile faiz, temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla yaptıkları yatırımlardır<sup>548</sup>. Yüksek ulusal ekonomik büyüme oranı, döviz kurlarında istikrar, genel makro ekonomik istikrar, yabancı döviz rezerv düzeylerinin merkez bankası tarafından tutulması, yabancı bankacılık sisteminin genel durumu, tahvil ve pay senedinin likiditesi, faiz oranları gibi faktörler, portföy yatırımlarında belirleyici rol oynamaktadır<sup>549</sup>.

Portföy yatırımları da kendi içinde uluslararası portföy yatırımları ve piyasalar arası portföy yatırımları olmak üzere ikiye ayrılabilir. Satın alınan pay senedi ve tahvil gibi menkul değerler yabancı ülkelerdeki özel veya hükümet kuruluşları tarafından çıkartılmışlarsa bu takdirde uluslararası portföy yatırımları şeklinde fonların bir ülkeden diğerine transferi söz konusudur<sup>550</sup>. Buna karşın aynı işlemin ülke

---

nakit çıkışlar ve fon ithal eden ülkeler bazında nakit girişleri izlenerek iki şekilde hesaplanabilir. Bir ülkeden çıkan sermayenin diğer bir ülkede yatırıma dönüştürüldüğü varsayımıyla bu iki varsayımdan elde edilen tutarların eşit olması beklenmektedir. İkinci yaklaşımda ise, belirli bir süre itibarıyla alım ve satımlar toplanarak pay senedi yatırımları global olarak izlenebilir. Bu yöntemle sermayenin giriş ve çıkış yönleri gözlenemez (Akışoğlu, a.g.e., s. 15).

<sup>547</sup> Akışoğlu, a.g.e., s. 6.

<sup>548</sup> Meral Varış Tezcanlı, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1994, s. 8.

<sup>549</sup> Hilal Yıldırım, "Yabancı Sermaye ve ABD'ye Yönelik Portföy Yatırımları", **Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi**, C. V, S. 2, Bursa, 2003, s. 5, (Çevrimiçi), <http://www.isgucdergi.org/?p=article&id=157&cilt=5&sayi=2&yil=2003>, 12 Aralık 2014.

<sup>550</sup> Muhammet Şükrü Çetin, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ükelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, Isparta, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008, s. 15.

dışında bir merkezde gerçekleşmesi ise piyasalar arası portföy yatırımları olarak nitelendirilmektedir<sup>551</sup>.

Gerek Avrupa Birliği<sup>552</sup> gerekse dünya üzerindeki sermaye piyasalarının gün geçtikçe birbirleriyle birleşmeleri ve genişlemeleriyle birlikte portföy yatırımlarının hacmi de her yıl büyük bir büyüme göstermektedir. Bununla birlikte, uluslararası portföy yatırımlarının hukukî yapıları ve barındırdıkları hukukî riskler hakkında bu zamana kadar pek az çalışma yapılmış olmasının sebeplerinden en önemlisi ise şüphesiz bu işlemlerin karmaşık ve teknik niteliklerine ilişkin boyutlarıdır. Portföy yatırımlarının karmaşıklığı ve oldukça teknik olmasının yanı sıra, ülkelerin iç hukuklarındaki “saklama” (custody), “devir” (transfer) ve “menkul kıymetler üzerinde mülkiyet hakkı”na (ownership of securities) ilişkin düzenlemelerde hukuk politikalarından ve geleneklerinden kaynaklanan önemli farklılıklar söz konusudur. Bu nedenle, sınır ötesi menkul kıymet işlemlerinde kanunlar ihtilâfı sorunlarıyla ABD ve AB ülkeleri gibi gelişmiş ülkelerde sıklıkla karşılaşılmaktadır. Bütün bu farklı sermaye piyasalarında çalışan yatırımcılara, aracılar ve ihraççılara koordineli bir şekilde hareket etme ve bu durumdan kaynaklanan olası hukuki problemlerin önüne geçebilme amacıyla, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler son yıllarda sermaye piyasası mevzuatlarını, özellikle AB'ye üye ve aday ülkeleri kapsayan ve "eşleştirme" (twinning) olarak ifade edilen projelerin de desteğiyle, tek tip haline getirme yolunda önemli adımlar atmaktadırlar<sup>553</sup>.

---

<sup>551</sup> Hatice Doğukanlı, **Uluslararası Finans**, 3. Bası, Adana, Karahan Kitabevi, 2012, s. 219.

<sup>552</sup> Son yıllarda Avrupa Birliği'nde pazarda artan yapısal faktörler nedeniyle sınır ötesi menkul kıymet işlemlerinde hızlı bir artış yaşanmaktadır. Uluslararası menkul kıymet işlemlerinin, özellikle OECD'nin 1961'de Codes of Liberalization Capital Markets and of Current Invisible Operations'u (Görünmeyen Cari İşlemler Dair Ülkeler) yayınlamasından sonra, dikkat çekici bir artış göstermesi üzerine Avrupa Birliği'ne üye olan ülkelerdeki sermaye piyasalarının da birbirine entegre olması fikri Birliğin sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi politikaları arasında önem kazanmıştır (Schuster, **a.g.e.**, s. 73). Böylece birlik içerisinde kurulması hedeflenen ortak pazarın varlığının bu pazarın en önemli bileşenlerinden olan sermaye piyasalarında da gerçekleştirilmesi mümkün olacaktır.

<sup>553</sup> Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi amacına yönelik olarak Avrupa Birliği'nin kurucu anlaşması olan Roma Anlaşması'nın m. 67/1 hükmünde sermayenin serbest dolaşımı hususunun ele alınmasını takiben konu daha sonra çıkartılan yönergelerle düzenlenmiştir. Roma Anlaşması'nın bu maddesi, ortak pazarın tesisi amacıyla sermaye hareketlerinin önündeki engel ve ayrımcılık teşkil eden uygulamaların tedricen kaldırılmasını öngörmektedir. Anlaşma'nın 69. maddesi ile Konsey'e bu hususta verilen yetkiye istinaden sermaye hareketlerinin serbestleşmesi konusu iki yönergeyle detaylandırılmıştır. Sermaye hareketlerinin içerisinde teşkilatlanmış veya tezgah üstü piyasalardaki sermaye piyasası araçlarının arzı ve bunların yatırıma konu edilmesi ile farklı ülkelerde ikamet

## F. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı ve Portföy Yatırımı İlişkisi

Doğrudan yabancı yatırımlar<sup>554</sup>; maddi ve gayri maddi varlıkların bir ülkeden başka bir ülkeye, bu varlıkların sahibinin kısmen veya tamamen kontrolü altında, ev sahibi ülkenin refahını arttırmak maksadıyla transfer edilmesi olarak tarif edilebilir<sup>555</sup>. Dolaylı yatırım ise; sahibinin aktif yönetim ve kontrolünü gerektirmeyen menkul kıymet ve diğer bazı mali varlıkların pasif surette elde bulundurulması olarak tanımlanabilir<sup>556</sup>. Dolaylı yatırımlar, pay senedi, tahvil gibi menkul kıymetlere yapılan yatırımlardan diğer bir ifade ile portföy yatırımlarından oluşur. Bu şekilde yabancı yatırımcılar ya başka bir ülkedeki piyasalardan menkul kıymetler almakta veya yine başka bir ülkedeki bir şirketin uluslararası piyasalara arz ettiği menkul kıymetleri satın almaktadır<sup>557</sup>. Dolaylı yatırımlar aslında kısa vadeli sıcak para hareketleri olarak da isimlendirilir<sup>558</sup>. Yabancı yatırımcıları dolaylı yatırımlara yönelten sebep ise, bu yatırımın sağladığı temettü veya faiz gelirleridir<sup>559</sup>.

Dolaylı yatırımları, doğrudan yatırımlardan üç önemli unsur ayırmaktadır: Denetim, risk ve yatırımları yapan şirketlerin niteliği<sup>560</sup>. Bu unsurlardan en belirgin olanı denetim unsurudur. Çünkü doğrudan yatırımlarda yatırımcının şirket denetimi ve idaresi üzerinde etkisi vardır; oysa dolaylı yatırımlarda genelde şirketin yönetimine katılma gibi bir amaç güdülmez; bu yatırım türünde, yabancı yatırımcı, denetim ve

---

edenlerin tezgah üstü piyasalardaki menkul kıymetlere yönelik yatırımları, yatırım fonları ve portföy yatırımları suretiyle hisse senetlerinin alım satımına konu edilmesine dair sermaye hareketlerinin önündeki yasal ve diğer iktisadi engellerin kaldırılması kısmi serbestleştirme kapsamında ele alınmıştır (Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 124-125).

<sup>554</sup> IMF tarafından oluşturulan çeşitli belgelerde de belirtildiği üzere doğrudan yatırım; yabancı yatırımın, yatırım yapılan devlet dışındaki diğer devletlerde yerleşik durumda bulunan teşebbüslerin süre gelen ilgisine mazhar olan bir ekonomideki (yatırım yapılan devlet ekonomisi) bağımsız ve yerleşik amacı yansıtan bir türüdür. (Çevrimiçi), <http://www.imf.org/external/np/sta/di/index.htm>, 12 Aralık 2014.

<sup>555</sup> Zeynep Çalışkan, “Türkiye’nin Taraf Olduğu İkili ve Çok Taraflı Anlaşmalarda Yatırım Kavramı”, **Milletlerarası Hukuk Bülteni**, C. XXIX, S. 1–2, 2009, s. 85-86, Tiryakioğlu, **Doğrudan Yabancı Yatırımlar**, s.10, Dost, **Uluslararası Nitelikli Yatırım Uyuşmazlıkları**, s. 99.

<sup>556</sup> Hüsnü Turanlı, “Doğrudan Yabancı Yatırımların Hukuki Çerçevesi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, 2008, s.11.

<sup>557</sup> Dost, **Uluslararası Nitelikli Yatırım Uyuşmazlıkları**, s. 98-99.

<sup>558</sup> Çalışkan, **a.g.e.**, s.86.

<sup>559</sup> Işık, **a.g.e.**, s.129.

<sup>560</sup> Neva Övünç Öztürk, N. “ICSID Tahkiminde Esasa Uygulanacak Hukuk”, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2006, s. 7.

idare konusunda aktif olmaksızın şirketin payına sahip olabilmektedir<sup>561</sup>. Dolaylı yatırımlar ile doğrudan yatırımlar arasındaki farklara ilişkin ikinci unsur ise risktir. Dolaylı yatırımlarda, yatırımcı yatırımını istediği zaman çekebilme ve başka portföy yatırımlarına aktarabilme imkânına sahiptir. Oysa doğrudan yatırımlarda böyle bir olasılık söz konusu değildir; çünkü bu yatırım türünde yatırımcı yatırım yapmak istediği ülkede ya şirketinin bir şubesini açmış ya da kendisi bir tesis kurmuş ve beraberinde bir tesis için gerekli olan teçhizat ve kalifiye eleman gibi unsurları da getirmiştir. İşte, tüm nedenlerden ötürü doğrudan yatırımda bulunan yatırımcının risk gördüğü anda yatırımını ev sahibi ülkeden çekmesi kolay olamamaktadır. Dolaylı yatırımı doğrudan yatırımlardan ayıran üçüncü unsur ise, yatırımı yapan şirketlerin niteliğidir. Bundan kastedilen ise, yabancı doğrudan yatırımların çoğunlukla çok uluslu şirketler tarafından yapılmasına karşın bu durumun dolaylı yatırımlar açısından söz konusu olmamasıdır<sup>562</sup>.

Bir ülkede yabancı portföy yatırımlarının artması, yerel sermaye piyasalarının likiditesini arttırarak piyasaların etkinliğini arttırır. Piyasaların likiditesinin artması ise beraberinde piyasa derinliğini getirerek yatırımların çeşitlenmesini sağlar. Bu tür yatırımlar aynı zamanda piyasalara belli bir disiplin getirir ve bilgiye ulaşmayı kolaylaştırarak, şeffaflığı arttırırlar. Tüm bunlara ek olarak yerel piyasalara yabancı portföy yatırımcıları tarafından sunulan yeni portföy yönetim teknikleri ve daha karmaşık ürünlerle risk yönetimi ile tanışılması sağlanır. Yabancı portföy yatırımları sayesinde ev sahibi ülkede sermaye ve kaynakların daha iyi dağılımı ile ekonominin daha sağlıklı hale gelmesi kolaylaşır<sup>563</sup>.

Bir ülkedeki yabancı doğrudan ya da portföy yatırımının büyüklüğü ve bu yatırımlara ilişkin hukuki düzenlemeleri, o ülkenin finansal krizlerden etkilenme derecelerini de belirlemektedir. Örneğin yakın geçmişte yaşanan Asya krizi sırasında gerek Hindistan gerekse Çin, oldukça fazla miktarda yabancı doğrudan yatırım alan ülkeler olmalarına karşın yabancı portföy yatırımlarına kontrollü yaklaştıkları için,

---

<sup>561</sup> Tiryakioğlu, **Doğrudan Yatırımlar**, s. 11.

<sup>562</sup> Rıfat Erten, "ICSID Tahkimi", **BATİDER**, C. XIX, S.4, Ankara, 1998, s. 210.

<sup>563</sup> Kimberly Evans, "Foreign Portfolio and Direct Investment", **Global Forum on International Investment**, Shanghai, China, December 2002, s. 2-4.

kriz esnasında bu ülke piyasaları pek etkilenmemiştir. Benzer durum Latin Amerika için Şili örneği de verilebilir. Bu ülkenin de 1999 yılındaki Brezilya krizinden fazla etkilenmemesinin nedeni, gelen sermayenin belli bir süre ülkede kalmasını şart koşmak gibi önlemler almasıdır. Dolayısıyla yabancı portföy yatırımlarının ev sahibi ülke ekonomisine fayda sağlayabilmesi için öncelikle o ülkenin sağlıklı bir finansal yapısı olması gerekmektedir<sup>564</sup>.

Doğrudan yatırımlar belirli sektör ya da şirketlere özeldir; bir başka deyimle ev sahibi ülkenin yatırımlarının yönü hakkında belirleyiciliği yoktur. Portföy yatırımları ise belirli bir sektöre ya da şirkete bağlı değildir, hem yerel, hem de yabancı şirketlere yatırım mümkündür. Bu türdeki yatırımlar çok daha değişken karakterli ve daha kısa vadelidir. Yabancı portföy yatırımlarının durağan olmayan ve sık sık değişebilen yatırımlar olması nedeniyle iyi düzenlenmiş finansal piyasalara gereksinim duyulur. Bu türdeki yatırımlar tamamen finansal yatırımlar oldukları için finansal faktörlerdeki değişimlere çok daha duyarlıdır. Örneğin ev sahibi ülkedeki devalüasyon beklentisi dolaylı yatırımcıların portföylerini boşaltarak ülkeden çıkmalarına neden olabilir. Bu anlamda yabancı portföy yatırımlarının doğrudan yatırımlarla karşılaştırıldığında makroekonomik açıdan daha büyük bir etkisi vardır. Dolayısıyla yabancı portföy yatırımları sağlıklı finansal sistemlere ihtiyaç duyar. Finansal araçların güvenilir olması, sistemin ekonomik şoklara dayanıklı olması gereklidir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYSY) geldikleri ülkeye teknoloji transferi sağlama, know-how getirme, insana yatırım yapma gibi faydalar sağlarken, dolaylı yatırımlar yerel sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunurlar. Bu katkı gelecekte o ülkeye doğrudan yabancı yatırımın gelmesine de yardım eder. DYSY'ler gerek maddi, gerekse maddi olmayan duran varlıklara yapılan yatırımla, yurtiçi satışlar veya ihracatta artışı, üretim maliyetlerinde düşüşü ya da üretimde verimlilik artışını hedefler. Faaliyet riski yabancı yatırımcının üzerindedir. Portföy yatırımlarında ise, yatırıma ev sahipliği yapan ülkedeki şirketler ya da hükümet tarafından ihraç edilen pay senedi veya tahvillerin yabancılar tarafından borsada satın alınması söz konusudur ki, bu da hem yerel hem de uluslararası düzeyde likit sermaye piyasalarının varlığını

---

<sup>564</sup> Ercan Uygur, "Türkiye'nin Yürürlüğe Koyduğu İstikrar Programlarının Başarısında Yabancı Sermaye Girişlerinin Yeri ve Önemi", TCMB Eğitim Müdürlüğü, Ankara, 2001, s. 17-21.

gerektirir. Portföy yatırımcılarının temel amacı çeşitlendirme yoluyla getiri ve risk dengelerini optimal düzeye taşımaktır. Bir başka deyişle belirli bir risk düzeyinde maksimum getiri aranır.

1990-97 döneminde gelişmekte olan otuz ülke verileri kullanılarak yapılan bir araştırmada doğrudan yabancı yatırımların portföy yatırımlarından iki misli fazla olduğu bulunmuştur<sup>565</sup>. Uluslararası Finans Enstitüsü tarafından 2005 yılında yayınlanan “Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akışı Raporu”nda ise, 2004 yılında gelişmekte olan ülkelere giren özel sermayenin 130 milyar ABD Dolarının doğrudan yabancı yatırımlar, 35 milyar ABD Dolarının da portföy yatırımı olarak girdiği belirtilmektedir<sup>566</sup>.

## **G. 4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu Çerçevesinde Türkiye'de Uluslararası Portföy Yatırımları**

Türkiye’de yabancı sermaye ile kayda değer ilişkiler İkinci Dünya Savaşı sonrasına rastlar. İlk düzenleme 1947’de Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu ile başlasa da, kabul edilen ilk yasal düzenleme 1954’de çıkan 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu’dur. Ancak 1980’li yıllara kadar yabancı sermaye girişinde

<sup>565</sup> “Foreign Portfolio Investment & Foreign Direct Investment: Characteristics, Similarities, Complementarities and Differences, Policy Implications and Development Impact”, United Nations, June 1999, s. 8.

<sup>566</sup> İşeri, Aktaş, **a.g.e.**, s. 3; Söz konusu farklar ve uluslararası nitelikteki DYSY ve portföy yatırımlarının miktarı göz önünde bulundurulduğunda, uluslararası veya ulusal düzeyde olsun, yabancı yatırım denince doğrudan yabancı yatırımların öncelikle akla geldiği, portföy yatırımı denilen dolaylı yatırımlarının -belki de bu tür yatırımlara bazen sıcak para demek de mümkün- ulusal ya da uluslararası düzeyde korunması için herhangi acil bir sebep ya da haklı sebep görülmediğine ilişkin görüşler de mevcuttur. Bu yöndeki bir görüşe göre; “Esasında, dolaylı yatırımların doğrudan yatırımlarda olduğu kadar himayeye ihtiyacı olmadığı düşünülmektedir. Çünkü dolaylı yatırımın, yani portföy yatırımının ülkeye girişi ne kadar kolaysa, riski gördüğü anda ülkeden kaçması, ya da derhal ülkeyi terk etmesi de o kadar kolaydır. Hele bazı işlemlerin elektronik ortamda gerçekleştiğini düşünürsek, ülkeye giriş ve çıkış süresi dakikalarla ifade edilmektedir. Buna karşılık, doğrudan yabancı yatırımlar böyle değildir. Doğrudan yabancı yatırımlar, ev sahibi ülkenin (yatırımın yapıldığı ülkenin) ekonomik kalkınmasına, istihdamına, teknolojik gelişmesine ve ihracata yönelik üretim yapmasına çeşitli açılardan katkıda bulunmaktadır. Bu tür bir yatırım yapacak olan yabancı yatırımcı çok büyük riskleri göze almak suretiyle ev sahibi ülkeye gelmektedir. Aslına bakılacak olursa, bugün ev sahibi ülkeler doğrudan yatırım türlerini tercih etmektedir. Çünkü ev sahibi ülkenin beklentileri, ancak doğrudan yatırımlar vasıtasıyla gerçekleşmektedir. İşte bu nedenle ev sahibi ülkeler bu tür yatırımları çekmek ve onlara hukuki himaye bahşetmek istemektedirler. Yine bu nedenledir ki, ulusal planda olsun uluslararası planda olsun korunmayı hak eden yatırım türleri doğrudan yabancı yatırımlardır. Dolayısıyla uluslararası düzeydeki çalışmalarda ve ulusal yatırım mevzuatında daha çok doğrudan yabancı yatırımları koruma ve onları teşvik etme amacı hakim olmuştur.” (Tiryakioğlu, **Doğrudan Yabancı Yatırımlar**, s. 166-167).

beklenen gelişim görülmemiştir. 24 Ocak 1980 Kararları'nın ardından benimsenen yeni ekonomik kurallar çerçevesinde ülkemize yapılan yabancı sermaye yatırımlarında artışlar kaydedilmiştir. 1979 yılına kadar ülkemize gelen yabancı sermaye miktarı 228 milyon ABD Doları düzeyinde iken, 1986 sonunda 1,8 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır<sup>567</sup>. Bunda Türkiye'nin kapalı bir ekonomi olmaktan kurtularak, dışa açık bir politika izlemeye başlamasının yanında politik ve ekonomik istikrarın da etkisi vardır. Türkiye'de 11.08.1989 tarih ve 20249 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan "Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar" ile Türk hisse senetleri ve tahvil piyasaları uluslararası bireysel ve kurumsal portföy yatırımcılarına açık hale getirilmiş ve böylece bu tarihten itibaren de yabancı yatırımcılar İstanbul Borsası'nda serbestçe menkul kıymet alım satım işlemleri yapmaya başlamışlardır<sup>568</sup>. Ancak 1994'de yaşanan ekonomik kriz sonucunda yabancı sermaye yatırımları %30 oranında azalmıştır. Ayrıca 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz portföy yatırımlarını da olumsuz etkilemiş, yaşanan ekonomik istikrarsızlık ve TL'nin büyük ölçüde değer kaybetmesi nedenleriyle uluslararası yatırımcılara ait pay senedi saklama bakiyeleri 1999 aralık ayı sonunda 15 milyar ABD Doları iken 2001 Eylül sonunda 3 milyar ABD Doları seviyesine gerilemiştir<sup>569</sup>. Türkiye'ye 1997, 1998 ve 1999 yıllarında ortalamada yıllık 1 milyar Dolar sermaye girişi gerçekleşmiştir. Ülkemiz ekonomisi gerek 1997'de Güneydoğu Asya'dan başlayarak Rusya'yı etkisine alan kriz, gerekse Marmara Bölgesi'nde yaşanan deprem nedeniyle büyük oranda küçülmüş, benzer şekilde yabancı sermayede de azalma kaydedilmiştir. Ülkemiz, yeterli miktarda yabancı sermaye gelmediği zaman, cari işlemler açığını yurtdışından borçlanarak finanse etme durumunda kalmıştır<sup>570</sup>.

Yabancı yatırımcıları; Türkiye'de yatırım yapmalarını teşvik etmek, yerli yatırımcılarla eşit muameleye tabi kılmak ve yabancı yatırımcıların Türkiye'deki faaliyet ve işlemlerinden doğan net kâr, temettü, satış, tasfiye, tazminat ve lisans

---

<sup>567</sup> Neşe Algan, "Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler", İstanbul, Yased, Yayın No: 33, 1998, s. 104-107.

<sup>568</sup> İlkay Çapraz, İpek Demircioğlu, "Türkiye'den Yurtdışına Doğrudan Sermaye Yatırımları ve Türk Yatırımcılar", İstanbul İTO Yayın No: 2003-14, s. 19.

<sup>569</sup> Çapraz, Demircioğlu, **a.g.e.**, s. 19.

<sup>570</sup> Rıdvan Karluk, "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı", (Kıs. Yabancı Sermaye) TCMB Eğitim Müdürlüğü, Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye Semineri (8-12 Mayıs 2000), Ankara, 2001, s. 106.

bedellerini yurt dışına serbestçe transfer edebilmelerini teminat altına almak maksadıyla 17.06.2003 tarihli ve 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu (DYYK) çıkarılmıştır. Bu kanuna Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu denmesinin sebebi, doğrudan yatırım yapan yabancı yatırımcılara veya yurtdışında ikamet eden Türk vatandaşlarına uygulanacak muameleyi kapsamakta olmasındandır. Burada doğrudan yatırımları, örneğin portföy yatırımları gibi dolaylı yatırımlardan ayırt etmek amaçlanmıştır<sup>571</sup>.

Doğrudan yatırımlar, portföy yatırımlarından farklı özellikler arz eder. Doğrudan yabancı yatırımcı, yatırım yaptığı ülkede kalıcı yatırım yapan, o ülkenin fiziki şartlarından ve iş riskinden etkilenen, her türlü kur riskini taşımak zorunda kalan kimsedir. Ayrıca doğrudan yatırımlarda personel ve ekipmanın koruma altına alınması gerekir. Oysa portföy yatırımcısı olarak gelen yabancı yatırımcı, o ülkenin iş ve kur risklerini taşımadığı gibi, istemediği veya beğenmediği anda parasını alıp çıkıp gidebilir. Bu nedenle, portföy yatırımcısı ev sahibi ülkede personel istihdam etmediği ve ekipman getirmediği için bunların korunmasına gerek olmadığı düşüncesi ön plana çıkmıştır<sup>572</sup>.

4875 sayılı Kanun'un 2. maddesinin a/1 bendinde kimlerin doğrudan yabancı yatırımcı sayılacakları gösterilmiştir. Buna göre; Türkiye'de doğrudan yabancı sermaye yatırımı (DYSY) yapan yabancı ülkelerin vatandaşlığına sahip olan gerçek kişiler ile yurt dışında ikamet eden Türk vatandaşlarının yanı sıra, yabancı ülkelerin yasalarına dayanılarak kurulmuş tüzel kişiler ve uluslararası kuruluşlar yabancı yatırımcı sayılmaktadır. Dolayısıyla, DYYK'nda yurt dışında ikamet eden Türk vatandaşlarının Türkiye'deki yatırımları da yabancı yatırımlar kapsamına alınmaktadır. Yabancı yatırım kavramı ise, bir ülkenin ulusal sınırları dışından gelen ya da ulusal sınırlar içinde elde edilen ve yurt dışına transfer edilmesinde hiç bir sınırlama olmayan, para, kâr, para alacağı veya mali değeri olan yatırımlarla ilgili diğer hak ve iktisadi kıymetlerin transfer edilmeyerek ülkede yatırıma aktarılmasını içermektedir.

---

<sup>571</sup> Lerzan Yılmaz, "4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu'nun Getirdiği Yenilikler", **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Y.5, S.10 Güz 2006/2, s.175.

<sup>572</sup> Tiryakioğlu, **Doğrudan Yatırımlar**, s. 11.



Öte yandan, DYYK'da yer alan yabancı kelimesi, uyrukluğu ve ikameti ulusal sınırlar dışında olanları ifade etmektedir. Bu itibarla, yabancı sermaye, bir ülkedeki mevcut sermaye stoku üzerinde, başka bir ulusun sahipliğini ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle, sermayenin mülkiyeti yurt dışında yerleşik kişilere aittir. Ancak, sermaye ülkeye girdiği andan itibaren bu ülkenin sermaye stokuna dahil olmakta, yerli sermaye ile hiç bir farkı bulunmamaktadır. Doğrudan kelimesi ise, sermaye ile birlikte değişen miktarda teknoloji, ticari sırlar, patent, ticari marka, denetim yetkisi, yönetim bilgileri ve ticaret unvanının da yatırım yapılan ülkeye getirildiğini açıklamaktadır<sup>573</sup>.

DYYK'nın yabancı yatırımcıyı tanımladığı 2/b maddesini uluslararası menkul kıymet yatırımcıları açısından değerlendirecek olursak; hükümde de açıkça ifade edildiği üzere menkul kıymet borsaları dışındaki hisse edinimleri yabancı doğrudan yatırım sayılırken; borsalardan pay senedi ya da benzeri oy hakkı sağlayan menkul kıymetlere yapılan yatırımlar açısından ise en az %10'luk bir asgari hisse oranı ile mevcut bir Şirkete ortak olma Şartı getirilmiştir. Bu kural, yabancı yatırımcı açısından bir tür kontrol ilişkisini veya payı alınan Şirketin yönetiminde etkinlik sağlayacak dereceye yükselmeyi amaçlamaktadır<sup>574</sup>. Dolayısıyla, söz konusu Kanun'a göre doğrudan yatırımların aksine, borsalar vasıtasıyla yapılan pay senedi yatırımlarında bir Şirketin toplam paylarının %10'un altında yatırım yapan yabancı yatırımcı; bu payları ihraç eden kuruluşun yönetiminde etkin olmaması<sup>575</sup> ve -yukarıda da ifade ettiğimiz üzere- doğrudan yatırımlarda yatırımcı, yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirirken, menkul kıymet yatırımlarında yabancı yatırımcının sermayeden başka bir katkısı bulunmaması gibi düşüncelerle yabancı yatırımcı olarak kabul edilmemiştir. Borsalar dışında elde edilen pay edinimleri için ise bir oran öngörülmemiştir. Hatta bu önemli husus DYYK'nun 2. maddesi gerekçesinde de belirtilmiş olup, söz konusu gerekçede borsalardan pay senedi ya da benzeri oy hakkı sağlayan menkul kıymetlere yapılan yatırımlar

<sup>573</sup> Karluk, **Yabancı Sermaye**, s. 100.

<sup>574</sup> Sedat al, **Uluslararası Yatırım Tahkimi ve Kamu Hukuku İlişkisi**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2009, s. 145.

<sup>575</sup> "Uluslararası Yatırım Pozisyonu İstatistiklerine İlişkin Yöntemsel Açıklama", (Kıs: Uluslararası Yatırım Pozisyonu İstatistikleri) Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü demeler Dengesi Müdürlüğü, (evrimii) <http://www.tcmb.gov.tr/uyp/uypmet.pdf> , s. 6, 22 Eylül 2014.

açısından ise en az %10'luk bir asgari hisse oranı ile mevcut bir şirkete ortak olma şartı getirilmesinin nedeni "*Kanun ile, menkul kıymetler borsaları dışında edinilen hisselerin yanı sıra, kısa vadeli sermaye hareketlerinin söz konusu olduğu menkul kıymetler borsalarında, %10'u aşan hisse oranı edinimi doğrudan yabancı yatırım kapsamına alınmıştır. %10 oranı, yabancı yatırımcıların uzun vadeli beklentilerini temsil ettiği uluslararası alanda kabul edilen orandır*" olarak ifade edilmiştir.

Bu çerçevede, söz konusu Kanun hükmünde hisse edinimi yoluyla şirketlerdeki ortaklıkların doğrudan yabancı yatırım kabul edilmesinde ikili bir ayrıma gidilmiştir. Hisse ediniminin (hisse senedi veya iştirak hissesi şeklinde) menkul kıymetler borsası dışında olması veya hisse senetlerinin borsa aracılığıyla tasarruf edilmesi. Her iki durumda da şirketlerde ortaklık hakkı sağlayan edinimler doğrudan yatırımdır. Ancak, borsadan satın alınan hisse senetlerinin doğrudan yatırım kapsamında kabul edilebilmesi için en az %10 oranında hisse oranına tekabül etmesi ya da aynı oranda oy hakkı sağlaması gerekmektedir<sup>576</sup>. Böylece menkul kıymetlere ilişkin yatırımlar maddede anılan şartları taşımaları halinde artık dolaylı yatırım kapsamının dışında tutularak doğrudan yatırım olarak kabul edilmekte ve DYYK m. 3/e hükmü uyarınca bu yatırımlardan kaynaklanan uyuşmazlıkların yerel veya uluslararası tahkim yollarına başvurulması hususunda yatırımın taraflarının anlaşmaları da mümkün olmaktadır<sup>577</sup>.

Yabancı yatırımcıların Borsa İstanbul'da pay senedi olarak yapmış oldukları portföy yatırımlarına ilişkin güncel bilgilere bakacak olursak 04.11.2015 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören pay senetlerinin Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. saklama bilgilerine göre, yerli ve yabancı yatırımcıların saklamadaki paylarının nominal ve piyasa değeri ile oranı, ayrıca söz konusu yatırımcıların kimlik tipleri aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

---

<sup>576</sup> Levent Başak, "4875 Sayılı Kanuna Göre Menkul Kıymet Yatırımlarının Doğrudan Yabancı Yatırım Niteliği ve Doğrudan Yatırım Kapsamında Değerlendirilmesi Gereken Diğer Yatırım Türleri", **Legal Mali Hukuk Dergisi**, Y. 2, S. 23, Kasım 2006, s. 2737.

<sup>577</sup> Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 343, dn. 1280.

**Tablo-5: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Paylara İlişkin Yerli ve Yabancı Yatırımcılara Ait Saklama Bilgileri**

Uyruk	Nominal Değer (Milyon TL)	Nominal Değer Oranı (%)	Piyasa Değeri (Milyon TL)	Piyasa Değeri Oranı (%)
Yerli Yatırımcılar	25.885	54,18	88.903	34,87
Yabancı Yatırımcılar	21.889	45,82	166.050	65,13
<b>Toplam</b>	<b>47.774</b>	<b>100</b>	<b>254.953</b>	<b>100</b>

**Kaynak:** MKK A.Ş.'nin, 4 Kasım 2015 tarihli Günlük Bülten.

**Tablo-6: Borsa İstanbul'da İşlem Yapan Yerli ve Yabancı Yatırımcıların Kimlik Tipleri**

Kimlik Tipleri	Yerli (%)	Yabancı (%)
Fon	3,25	41,99
Tüzel Kişi	12,00	22,86
Gerçek Kişi	17,69	0,27
Diğer	1,94	0,00

**Kaynak:** MKK A.Ş.'nin, 4 Kasım 2015 tarihli Günlük Bülten.

Yukarıdaki tabloda yer alan bilgiler incelendiğinde, yabancı yatırımcıların saklamadaki payların nominal değerinin borsada işlem gören toplam paylara oranının %45,82 (21.889 milyon TL), olmasına karşın bu oranın piyasa değeri olarak karşılığının %65,13'e (166.050 milyon TL) tekabül ettiği görülmektedir. Yerli yatırımcılar bakımından aynı oranları incelediğimiz de ise yabancı yatırımcıların tam tersi bir durum ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, yerli yatırımcıların yatırım yaptığı pay senetlerinin nominal değeri oranı daha yüksek olmasına karşı piyasa değeri oranı daha düşüktür.

Bu çerçevede durumu değerlendirecek olursak; yabancı yatırımcıların sahip olduğu pay adedi aslında daha az olmasına rağmen bu payların, büyük bir kısmı piyasa değeri, likiditesi ve sektörel temsil kabiliyeti yüksek olan aynı zamanda üzerinde manipülatif işlemler yapılması da pek mümkün olmayan BIST 30 Endeksine tabi, çoğunlukla bankacılık holding, telekomünikasyon ve petrol ürünleri gibi önemli alanlarda faaliyet gösteren büyük şirketlere ait piyasa değeri yüksek tutarlı paylardan

oluştugu sonucuna varilabilir. Öte yandan yerli ve yabancı yatırımcıların kimlik tiplerini incelediğimizde ise burada da her iki yatırımcı türü oranları açısından ciddi bir farkın olduğu göze çarpmaktadır. Borsa İstanbul'da pay senetleri piyasasında yatırım yapan yerli fonların toplam yatırımcılara oranı %3,25 iken bu oran yabancılarla bunun yaklaşık 13 katı yani %41,99'dur. Tüzel kişi yatırımcı olarak yerli ve yabancıların oranı birbirine yakın iken gerçek kişi yatırımcı oranlarında da yine ciddi bir fark vardır. Yerli gerçek kişi yatırımcıların toplam yatırımcılara oranı %17.69 iken yabancı gerçek kişilerde bu oran %0,27 gibi oldukça düşük bir seviyedir.

## **II. ULUSLARARASI MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARININ ÇÖZÜMÜNDE YATIRIM TAHKİMİNİN ÖNEMİ VE ROLÜ**

### **A. Genel Olarak**

Uluslararası hukuk açısından yatırım; çok yönlü, üzerinde mutabık kalınmış ortak bir tanımı olmayan, çok geniş bir kavramdır. Yatırım kavramının uluslararası antlaşmalar çerçevesinde tespit edilmesi bilhassa yaşanacak muhtemel yatırım uyuşmazlıkları açısından ehemmiyet arz etmektedir. Zira uluslararası yatırım uyuşmazlıklarının tahkim yargılaması yoluyla çözümlenmeye çalışıldığı birçok somut olayda, davalı tarafça uyuşmazlığa konu olan hususun antlaşma ile tarif olunmuş ve kapsamı belirlenmiş yatırım kavramı dışında kaldığı yönünde yetki itirazlarında bulunulduğunu görmek mümkündür. Sadece yatırımcı ve yatırım yapılan devlet açısından değil, aynı zamanda uluslararası yatırım uyuşmazlıklarının çözümü açısından da çok taraflı yahut ikili yatırım antlaşmaları olan yatırımların karşılıklı teşviki ve korunması (YKTK) anlaşmaları ile ortaya konulan yatırım kavramı günümüzde son derece önem arz eden bir hususiyet haline gelmiştir<sup>578</sup>.

Türkiye'nin de taraf olduğu ICSID Konvansiyonu, Enerji Şartı Antlaşması ve MIGA Antlaşması yatırım tanımının yer aldığı çok taraflı yatırım antlaşmalarındandır. Bu antlaşmalardan bilhassa ICSID Konvansiyonu ile öngörülmüş bazı hususlar, uluslararası yatırım uyuşmazlıklarının taraflarını tayin açısından belirleyici

---

<sup>578</sup> Işık, a.g.e., s. 143.

niteliktedir. Yabancı sermaye yatırımları açısından yatırımcı devletlerin yatırım yapacakları ülkelerde gerçekleşmesi muhtemel bir takım risklere (başta kamulaştırma, el koyma, millileştirme ve benzeri uygulamalar) karşı bazı güvenceler elde etme arayışı içine girmeleri, iki taraflı yatırım antlaşmalarının doğmasına sebep olmuştur. Yapılan bu iki taraflı yatırım antlaşmaları gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri açısından da son derece önemlidir. Her bir antlaşma ile yatırım kavramı ayrı ayrı tanımlanmış olsa bile, iki taraflı yatırım antlaşmalarında birçok malvarlığının, hizmetin, hakkın, alacağın ve imtiyazın yatırım kavramı içinde değerlendirildiği söylenebilir<sup>579</sup>.

Sermaye piyasası alanında özellikle araçlar ve yatırımcıların arasında ortaya çıkanlar başta olmak üzere dünyada her yıl sayısı binlerle ifade edilen uluslararası nitelikte uyuşmazlıklar meydana gelmektedir. Bu uyuşmazlıkların çözümünde tahkimin kullanılması da aynı şekilde daha sık başvurulan bir yöntem olarak uyuşmazlık sayısındaki artış ve sermaye piyasası uyuşmazlıklarının uluslararası bir hal alması nedeniyle hızlı bir gelişme göstermektedir<sup>580</sup>. Sermaye piyasası uyuşmazlıklarını tahkime tabi tutulması meselesi bu uyuşmazlıkların arz ettiği özelliklerin ve tahkim kurumunun hususiyetlerinin nazara alınması suretiyle değerlendirildiğinde ilk olarak göze çarpan noktalardan birisi bir menkul kıymet yatırım uyuşmazlığının ICSID tahkimi ile çözümünün uygun olup olmadığı meselesidir. Bu nedenle öncelikle konumuz kapsamında göz önünde bulundurulması gereken hususlardan birisi, bu tür uyuşmazlıkların çözümü için özellikle gelişmiş ülkelerde ticari tahkim oldukça sık kullanılan bir yol olmasına rağmen ICSID yatırım tahkimi usulünün de söz konusu uyuşmazlık tipleri bakımından uygun olup olmadığının araştırılması meselesidir.

Yatırım tahkimi ve ticarî tahkim birbirinden farklı şekillerde tezahür eden ve güncelliğini sadece doktrinde değil; pratik hayatta da sürdüren yargılama usulleridir. Yatırım tahkimi ile ticarî tahkim arasındaki farkların temel sebebi, dava taraflarının niteliğinin farklı oluşudur. Yatırım tahkimi davalarının tümünde dava taraflarından biri

---

<sup>579</sup> Işık, a.g.e., s. 144.

<sup>580</sup> Oliver, a.g.e., s. 527; Bukhman, a.g.e., s. 143.

bir devlettir. Ticarî tahkim davalarında da dava taraflarından birinin bir devlet olması mümkünse de, bu hem ender rastlanan bir durumdur, hem de ticarî tahkim davalarına taraf olan devletler, genellikle yatırım tahkimi davalarına taraf olan devletlerden farklı bir şekilde hareket ederler. Ticarî tahkim davasının tarafı olan bir devlet, ihtilaf konusu olayda prensip olarak üstün emretme gücüne sahip egemen devlet sıfatıyla değil, özel hukuk kişisi gibi hareket eder. Buna karşın, istisnasız bir biçimde yatırım tahkiminin dava taraflarından biri olan devlet, özel hukuk kişisi gibi hareket etmemekte, üstün emretme gücüne sahip, egemen devlet sıfatıyla hareket etmektedir<sup>581</sup>.

Yatırım ve ticari tahkimin birbirinden farklı şekilde tezahür etmesi nedeniyle her iki tahkim koluna ait tahkim yargılamalarının farklı tahkim kurallarına tâbi olarak, birbirinden bağımsız, farklı tahkim merkezlerinde veyahut “ad hoc” olarak yürütülmesi de mümkündür. Örneğin, bir “yatırım uyuşmazlığı” ICSID’de görülebileceği gibi<sup>582</sup>, “UNCITRAL Ad Hoc Tahkim Kurallarıyla” veyahut da Stockholm Ticaret Odası Tahkim Kurallarına (SCC) tâbi kılınarak hatta “ticarî uyuşmazlıkların” görüldüğü tipik tahkim merkezi olan Milletlerarası Ticaret Odası (ICC) tahkiminde de görülebilir<sup>583</sup>. Söz konusu tahkim merkezlerinde veya bir tahkim merkezine bağlı olmadan ad hoc olarak yürütülen tahkimlerde izlenecek usuller arasında farkların bulunması da çok doğaldır. Örneğin, ihtiyatî tedbir kararlarının

<sup>581</sup> Ataman-Figanmeşe, **a.g.e.**, s. 145-146.

<sup>582</sup> Her ne kadar doktrinde yazarların, yatırım uyuşmazlıklarının tahkim yolu ile giderilmesi konusunu ele alırken sadece ICSID tahkimini ele almalarına sık rastlansa da, yatırım tahkimini ele alırken sadece ICSID tahkimini ele almak yanlış olmayan ancak eksik kalan bir yaklaşımdır. Nitekim, UNCTAD’ın (Birleşmiş Milletler Ticaret Komisyonu’nun) 2009 yılı sonu verilerine göre, yatırım ihtilaflarından kaynaklanan davaların ancak % 63’ü ICSID tahkiminde görülmektedir. Diğer tahkim usulleriyle görülmekte olan yatırım ihtilaflarının oranı olan %37 rakamı ise, düşük bir rakam değildir (Ataman-Figanmeşe, **a.g.e.**, s. 97, 98).

<sup>583</sup> Yatırımcı ile ev sahibi devlet arasında çıkan uyuşmazlıkların tahkim yoluyla giderilmesi imkânını veren devletler arasında akdedilmiş YKTK anlaşmalarının hemen hepsi, anlaşmazlık halinde ICSID tahkimine gidilebilmesine imkân tanımakla birlikte, bu anlaşmaların çoğu ICSID dışındaki diğer yargılama usullerine de başvurulmasını da olanaklı kılarlar. Örnek olarak, İngiltere’nin akdettiği YKTK Anlaşmalarının neredeyse tamamı, yatırım ihtilaflarının giderilmesi için sadece ICSID tahkimini yetkili görürken, ABD’nin akdettiği YKTK Anlaşmalarında ICSID’in yanında UNCITRAL ad hoc tahkim kuralları uyarınca da yatırım ihtilaflarının giderilebileceği öngörülmektedir. ABD’nin taraf olduğu YKTK Anlaşmalarındaki hükümlere benzer şekilde genellikle birbirine alternatif yargı yolları öngören YKTK Anlaşmaları, yatırımcıya, bir uyuşmazlık çıktığında başvurabileceği tahkim yargılaması konusunda seçim hakkı tanır. Çok taraflı bir uluslararası anlaşma niteliğinde olan “Enerji Şartı Anlaşması” da, yatırım ihtilaflarının halli için başvurulabilecek alternatif çözüm yolları imkanı sunan bir anlaşmadır. Enerji Şartı Anlaşması’nın 26/2. maddesinde öngördüğü alternatifler; ICSID, ad hoc yargılamaya ilişkin UNCITRAL kuralları veyahut da Stockholm Ticaret Odası Tahkimidir (Ataman- Figanmeşe, **a.g.e.**, s. 95-96, dn. 8).

verilme koşulları bakımından ICSID tahkim kuralları ile UNCITRAL ad hoc tahkim kuralları arasında farklar da bulunmaktadır. Aynı şekilde, bir ticarî uyuşmazlığın ICC tahkiminde yargılanması ile aynı ticarî uyuşmazlığın Londra Uluslararası Tahkim Mahkemesi (LCIA) tahkimi ile yargılanması arasında da izlenecek usuller farklıdır. Bununla birlikte, ICSID tahkimi, kuruluş yapısı itibarıyla devletler arasında akdedilmiş bir Konvansiyona dayandığı için, ICSID dışındaki diğer yatırım tahkimlerinin sahip olmadıkları ayırt edici önemli bazı özellikler taşımakta olup, bu konu ileride detaylı olarak açıklanacaktır.

Bu konuda gözden uzak tutulmaması gereken önemli bir husus da, yatırım tahkimi ticari tahkim ayırımı yapılırken, aradaki farklılara rağmen, temelde bu iki tahkim kolunun birbiriyle büyük benzerlikler taşıdıkları da gözden kaçırılmamalıdır. Zira, yatırım tahkimi, ticarî tahkimden esinlenerek oluşturulmuş bir tahkim koludur. Yukarıda genel olarak ifade etmeye çalıştığımız tüm farklılara rağmen, ticarî tahkim ile yatırım tahkimi arasında birbirine benzer o kadar çok özellik bulunmaktadır ki, bir tahkim yargılamasına içeriğine detaylı olarak vakıf olunmadan o tahkim hakkında sadece genel bilgilere istinaden, bu yargılamanın bir “yatırım tahkimi” yargılaması mı yoksa bir “ticarî tahkim” yargılaması mı olduğunun anlaşılması oldukça zordur<sup>584</sup>.

## **B. YKTK Anlaşmaları Çerçevesinde Yatırım Tahkimi - Ticari Tahkim Ayırımının Önemi**

### **1. Genel Olarak YKTK Anlaşmaları**

Yatırım ve ticari ilişkilerimizin yoğun olduğu veya bu yönde potansiyel görülen ve ekonomik ilişkilerin güçlendirilmesinde yarar görülen ülkelerle imzalanmakta olan YKTK anlaşmalarının temel amacı, taraf ülkeler arasında sermaye ve teknoloji akımını artırmak ve yatırımlara ev sahipliği yapan ülkenin hukuk düzeni içinde yabancı sermayeli yatırımlara uygulanacak muamelenin şartlarını tespit etmektir<sup>585</sup>. YKTK anlaşmalarıyla hedeflenen yabancı yatırımcı kitlesi, sermaye ile birlikte teknoloji, know-how, yönetim becerisi ve yeni pazar imkânlarını da yatırım

<sup>584</sup> Ataman-Figanmeşe, **a.g.e.**, s. 147.

<sup>585</sup> Ekonomi Bakanlığı, (Çevrimiçi), <http://www.ydy.gov.tr/detay.cfm?MID=267>, 5 Kasım 2015.

yaptığı ülkeye getirebilecek olan genel olarak gelişmiş ülkelerin doğrudan yabancı sermaye yatırımcıdır.

Yabancı yatırımcılar, bir ülkeye yatırım yapma aşamasında girmiş oldukları faaliyetler dolayısıyla ticari ve ticari olmayan risklerle karşı karşıyadırlar. Ticari riskler, yerli veya yabancı tüm yatırımcıların katlanması gereken riskler iken, ticari olmayan riskler önceden öngörülemeyen ve ticari teşebbüsün faaliyeti ile ilgili olmayan risklerdir. Bunlar, kamulaştırma veya devletleştirme, savaş veya iç karışıklıklar nedeniyle uğranılabilecek zararlar, kar, tasfiye ve satış bedellerinin transfer edilememesi veya transfer edilmesinin geciktirilmesi şeklinde ortaya çıkabilmektedir. Ayrıca yabancı yatırımcı ile yatırımın yapıldığı ev sahibi ülke arasında uyuşmazlık çıkması halinde, başvurulabilecek yargı yolu olarak uluslararası tahkimin tanınıp tanınmaması hususu da yabancı yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen önemli konulardan biri olarak görülmektedir<sup>586</sup>.

Yabancı yatırımcıların anılan konulardaki kuşkularını gidermek ve bu risklere karşı güvence sağlamak amacıyla 1950'li yılların sonlarından beri dünya ülkeleri arasında ikili yatırım anlaşmalarının müzakeresi ve imzalanması süreci başlatılmış, bu süreç özellikle 1980 ve 1990'lı yıllarda büyük hız kazanmıştır<sup>587</sup>. İlk YKTK Anlaşması, 1959 yılında Almanya ve Pakistan arasında imzalanmıştır. Dünya çapında YKTK Anlaşmaları sayısı 1991 yılına kadar yalnızca 400 civarında iken 2012 yılı itibarıyla 3000'e yaklaşmıştır. 1990'lı yıllarda görülen bu hızlı artış aynı dönem içinde sayıları artan yatırımcı devlet uyuşmazlıklarıyla da bağlantılıdır. ICSID'e 1972 ve

<sup>586</sup> Ekonomi Bakanlığı, (Çevrimiçi), <http://www.ydy.gov.tr/detay.cfm?MID=267>, 5 Kasım 2015.

<sup>587</sup> Gerek UNCTAD gerekse Dünya Bankası tarafından yapılan araştırmalarda sayıları her geçen yıl giderek artmasına rağmen YKTK anlaşmalarının yabancı yatırımlar üzerindeki olumlu etkilerinin ya çok az olduğu veya hiç bulunmadığı sonucuna vardığı, buna karşın devletlerin anılan anlaşmaları imzalamak için birbirleriyle yarışmasına büyük bir istek duymalarının bir nedeni olarak da "modaya uymak" şeklinde çevirebileceğimiz bir yaklaşımın ürünü olduğuna değinilmektedir. Yine, gelişmekte olan ülkelerin "yatırım antlaşması çılgınlığı" *"investment treaty mania"* na yakalandığı ve "bu günlerde neredeyse her gelişmekte olan ülkenin bahse konu antlaşmalara gereksinim olduğu zannına kapıldığı" şeklinde ilginç görüşlere de rastlanmaktadır (Jason Webb Yackee, "Do We Really Need BITs? Toward A Return to Contract in International Investment Law", **Asian Journal of WTO & International Health Law and Policy**, C. III, 2008, s. 122).



1990 yılları arasında kayıtlı olan 26 adet yatırımcı-devlet uyuşmazlığı varken bu sayı 1990 yılından günümüze kadar 300'e yaklaşmıştır<sup>588</sup>.

Bu çerçevede, Türkiye de hem yurt dışında yatırımları bulunan girişimcilerimizin bu ülkelerdeki yatırımlarını güvence altına almak hem de yabancı yatırımcıların Türkiye'ye yatırım yapmalarını teşvik etmek amacıyla birçok ülke ile YKTK anlaşmaları imzalanmıştır. Türkiye ilk YKTK anlaşmasını, 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'nun 1954 yılında yürürlüğe girmesinin ardından 1962 yılında Almanya ile imzalanmıştır. Dünyada ilk YKTK anlaşmasının 1959 yılında imzalandığı düşünüldüğünde, Türkiye'nin yabancı yatırımların teşviki amacıyla YKTK anlaşması akdetmeyi seçen ilk ülkelerden biri olduğu söylenebilir. Türkiye tarafından 1962 yılında Almanya ile imzalanan anlaşmadan sonra 1985 yılına kadar herhangi bir YKTK anlaşması imzalanmamış fakat bu tarihten itibaren müzakerelerine hız verilmesine rağmen 1990 yılına kadar Türkiye'nin taraf olduğu YKTK anlaşması sayısı 10'u geçmemiştir. 1990'lı yıllarda dünya genelinde YKTK anlaşmalarının sayısında meydana gelen artışa paralel olarak, Türkiye'nin imzalamış olduğu YKTK Anlaşmalarının sayısında da önemli bir artış gözlemlenmiştir. Türkiye 1991 ve 2000 yılları arasında 50'den fazla ve 2001'den bu yana ise 20'den fazla YKTK anlaşması imzalamıştır. 2015 Kasım ayı itibariyle Türkiye'nin imzalamış olduğu 75 adet YKTK anlaşması TBMM'nce onaylanarak yürürlüğe girmiş olup, imzalanan diğer 19 anlaşmanın onay süreci ise halen devam etmektedir<sup>589</sup>.

YKTK anlaşmalarının içeriği incelendiğinde genel olarak daima bir kaç sayfadan ve maddeden müteşekkil olup, oldukça basit bir kurguya sahip oldukları görülmektedir. Bu anlaşmaların ortak hükümleri ise, önce (özellikle yatırım ve yatırımcı kavramlarına ilişkin) tanımların yer aldığı giriş maddesi, daha sonra ise kamulaştırma, millileştirme ve tazminat, sermayenin istenilen dövizle ve belirli bir kambiyo rejimi içerisinde serbestçe transferi, yatırımcıya yerel yatırımcılarla eşit muamele edilmesi ve nihayet yatırımlarla ilgili uyuşmazlıkların çözümüne dair

---

<sup>588</sup> DEİK, **Çakmak Avukatlık Bürosu - 10 Soruda YKTK Anlaşmaları**, İstanbul, DEİK Yayınları, 2012, s. 5.

<sup>589</sup> Ekonomi Bakanlığı, (Çevrimiçi), <http://www.ydy.gov.tr/detay.cfm?MID=267>, 5 Kasım 2015.

(tahkime de cevaz veren) hükümlerden oluşmaktadır<sup>590</sup>. Antlaşmaların hemen tümünde devletlerin birbirlerine karşı yükümlülükleri ile devlet olmaktan kaynaklanan egemenlik unsurlarını kullanırken eşit ve adil davranmaya yönelik edimlerine de yer verildiği görülmektedir<sup>591</sup>.

YKTK anlaşmaları yabancı yatırımcılar ile ev sahibi ülke arasında ortaya çıkan uyuşmazlıkların çözümü için başlıca iki uluslararası tahkim mekanizması öngörmektedirler. Bu mekanizmalardan ilki ad hoc tahkim olarak adlandırılan tahkim yöntemidir. Bu yöntem temel olarak, Birleşmiş Milletler Uluslararası Ticaret Hukuku Komisyonu'nun Tahkim Kurallarına (UNCITRAL) göre, her bir uyuşmazlık için ayrıca kurulan, üç üyeli bir tahkim kurulunun oluşturulmasını öngörmektedir. Ad hoc tahkim yöntemine ilaveten YKTK anlaşmaları ICSID tahkimini de ayrı bir seçenek olarak sunmaktadır. YKTK anlaşmaları yatırım uyuşmazlıklarının çözümü için üçüncü bir seçenek olarak, özellikle Avrupa'nın çeşitli büyük ekonomik merkezlerinde kurulmuş bulunan Milletlerarası Ticaret Odası veya Stockholm Ticaret Odası Tahkim Enstitüsü gibi diğer uluslararası tahkim merkezlerini de alternatif tahkim yolları olarak sunmaktadırlar.

## 2. YKTK Anlaşmaları Çerçevesinde Yatırım Tahkiminin Ticari Tahkimden Ayrılan Yönü

Yabancı yatırımcıların yatırımlara ev sahipliği yapan devletler aleyhine aralarındaki bir sözleşmeye dayanarak veya daha da önemlisi arada herhangi bir sözleşme ilişkisi olmaksızın YKTK anlaşmaları üzerinden ICSID Konvansiyonu - veya diğer tahkimler- aracılığıyla uluslararası tahkime gidebilme imkanları, son yirmi yıllık süreçte sayıları olağanüstü bir hızla artan YKTK anlaşmalarının da desteğiyle büyük ölçüde yaygınlık kazanmıştır<sup>592</sup>. Yatırım tahkiminin yatırımcı ile devlet

<sup>590</sup> Teresa McGhie, **Aspects of Foreign Direct Investment: Bilateral and Multilateral Investment Treaties**, Kluwer Law International, 1999, s. 109-136.

<sup>591</sup> Çal, **a.g.e.**, s. 236.

<sup>592</sup> Esasen, son dönemlerdeki gelişmeler öncesinde, 19. ve 20 yüzyıllar boyunca yabancı yatırımcı ile devletler arasındaki uyuşmazlıklar, yerel hukukun tanıdığı imkânlar tüketildikten sonra, sonuçta ev sahibi ülke ile yatırımcının ülkesi arasındaki diplomatik ilişkilerle korunabilecek bir ihtilaf konusu olmaktan ileri gitmemektedir. Bu türden diplomatik korumanın etkin bir sonuç yaratması ise garantili bir etkinlik sağlamamakta ve dava konusu edilmeyip, karşılıklı müzakere veya diplomatik baskı gibi yollarla çözümlenebilecek nitelikte bulunmaktaydı. Dolayısıyla, her bir olayda, iki devlet

arasında yatırıma ilişkin olarak imzalanan bir ticari sözleşme yerine YKTK anlaşmalarından doğması durumunda, uluslararası ticari tahkim ile uluslararası yatırım tahkimi arasında temel bir ayırmadan söz edilebilecektir. Bu ayırımın dayanağı, birincisinin iki taraf arasındaki bir ticari sözleşmeden kaynaklanıyor olmasına karşın, ikincisinin bir anlaşmadan doğmakta olması ve böylece uluslararası kamu hukuku karakteri taşıyan bir niteliğe sahip bulunması gerçeğidir. Zira yatırım tahkimini doğuran, söz konusu anlaşmalar dolayısıyla devletlerin kendi halklarını temsilen, egemen sıfatıyla hareket ederek tahkime izin veren bir anlaşmayı imzalamaları şeklinde meydana gelen bir eylem söz konusudur ve açıktır ki, bu bir uluslararası kamu hukuku alanı faaliyetidir<sup>593</sup>. Dolayısıyla, yatırım tahkimi bu anlamda bir ticari hukuk süjesi değil, aksine bir uluslararası kamu hukuku süjesi olarak ortaya çıkmaktadır<sup>594</sup>. Burada uygulanacak hukukun da, doğal olarak, uluslararası özel hukuk veya sözleşme hukuku değil, uluslararası kamu hukuku olması gerekir. Aksi durum, yatırımlara ilişkin uyuşmazlıkların egemen güç kavramıyla ilişkisini göz ardı etmek veya egemenlik niteliğinin dikkatlerden kaçırılması anlamına gelecektir<sup>595</sup>.

Şu halde, yatırım uyuşmazlıklarında esas olan, uluslararası kamu hukuku kurallarının uygulanmasıdır. Sadece, yatırım ile ilgili bir uyuşmazlık söz konusu olduğunda, yerine göre yatırımın yapıldığı ülke hukukunun veya yatırım ile ilgili - varsa- sözleşmenin, uyuşmazlığa ilişkin hususları açıklığa kavuşturmakla ilgili olduğu oranda dikkate alınması söz konusu olabilmektedir. Ancak yine bu halde dahi, davalı devletin uyuşmazlık konusu ihlalinin uluslararası hukuk çerçevesinde bir ihlal

---

arasındaki ilişkinin durumuna göre farklı sonuçlarla karşılaşılabilirdi. Böylece, devlet ile yabancı yatırımcı arasındaki ilişki, neticede bir devletlerarası uyuşmazlık boyutuna gelirdi. Bugün itibarıyla, artık bu durumun değiştiğini söylemek mümkündür. Özellikle ICSID Konvansiyonu çerçevesinde, yatırımların korunmasında diplomatik koruma yerine tahkimin devreye girmesiyle, devletlerarası tahkim kapsamının daraltılmış bulunduğu ileri sürülebilir (Robert Jennings, Arthur Watts, **Oppenheim's International Law**, UK, Pearson Education Limited - Longman-, C. I, 9. Bası, 1996, s. 522-526).

<sup>593</sup> Çal, **a.g.e.**, s. 254.

<sup>594</sup> Çal, **a.g.e.**, s. 254.

<sup>595</sup> Gus van Harten, **Investment Treaty Arbitration and Public Law**, New York, Oxford University Press, 2007, s. 128.

derecesine yükselip yükselmediği hakem heyetince tespit edilmekte ve ona göre karar verilmektedir<sup>596</sup>.

Modern anlamda uluslararası ticari tahkimin temeli ise, Milletlerarası Ticaret Odası'nın girişimiyle Milletler Cemiyeti'nde kurgulanan 1923 tarihli Cenevre Protokolü'ne dayanmaktadır<sup>597</sup>. Bu antlaşmayla devletler, bir diğer devlette ticari tahkime gidilmesi halinde, varılacak kararı kendi topraklarında uygulamayı kabul etmişlerdir; ancak, bunun için uyumsuzluğun ticari nitelikte olmasını da şart koşmuşlardır<sup>598</sup>. Buradan da görüleceği üzere, devletlerin uluslararası ticari tahkime yönelik olarak devlet yargısı dışında bir serbestiyet alanına izin vermelerinin başlıca koşulu, ilişkinin “ticari” nitelik içermesidir. Doğal olarak, hangi tür ilişkilerin ticari nitelik arz edeceği hususu burada önem taşıyacaktır. Ancak, her halükarda belirleyici irade devlet tarafından çiziliyor olacaktır<sup>599</sup>.

Devletlerin tarafı oldukları ilişkilerden hangilerinin ticari nitelik içerdiğine yönelik kabuller ise, yerine veya zamana göre değişen algılamalara bağlı tutulabilmektedir. Örneğin, ülkemizde bayındırlık yapım sözleşmeleri ticari nitelikte sayılıp özel hukuk hükümlerine -ve bu arada ticari tahkime de- bağlı kılınıyorken, idari hukuk yapımızın kaynağını teşkil eden Fransa'da anılan sözleşmeler ticari nitelikte sayılmamakta ve idari sözleşme olarak nitelendirilmek suretiyle -tahkimin söz konusu bulunmadığı- idari yargı içerisinde görülmektedir<sup>600</sup>. Bu bağlamda, devletler uluslararası ticari tahkime ilişkin bir “kabullenmeye” ve “cevaz vermeye” yönelirken, hareket edilen başlangıç noktasında önemli bir unsur yatıyor: İlişkinin “tacirler arası”, daha açık bir ifadeyle “kamusal nitelik içermeyen” bir mahiyet içermesi gerekliliği. Dolayısıyla, buradaki yaklaşım, uluslararası ticari tahkimin devletin egemenlik alanını

---

<sup>596</sup> Ancak bu analiz, daha ziyade ICSID tahkimi açısından geçerli kabul edilebilecektir. Oysa, yukarıda da ifade ettiğimiz üzere, YKTK anlaşmalarında ICSID dışında ICC veya SCC gibi, uluslararası ölçekte -tamamen ve münhasıran- ticari nitelikteki uyumsuzlukların çözümünü öngören tahkim kurumlarınca veya ortada bir tahkim kurumunun olmadığı ad hoc hakem heyetlerince çözümleneceği yönünde hükümlere de rastlanmaktadır.

<sup>597</sup> Harten, **a.g.e.**, s. 50.

<sup>598</sup> Harten, **a.g.e.**, s. 51.

<sup>599</sup> Çal, **a.g.e.**, s. 256.

<sup>600</sup> Kemal Gözler, **İdare Hukuku**, C. II, Bursa, Ekin Kitapevi, 2003, s. 83-84.

ilgilendirmeyen hususlar çerçevesinde yaşam alanı bulabileceği şeklinde bir düşünsel temele dayanmaktadır<sup>601</sup>.

Ticari tahkim, öteden beri gerek tamamen yerli ve gerek yabancı unsurlar taşıyan tahkim şeklinde tezahür edebilmektedir. Öte yandan, sadece ticari ilişkilere dair -yabancı unsur içeren- uyuşmazlıkların yatırım tahkimi içerisinde yer alabilmesi de mümkündür. Buna yönelik zemin ise, şemsiye hükümler<sup>602</sup> vasıtasıyla “anlaşma uyuşmazlığı” statüsüne taşındığı gözlenen uyuşmazlıklar bakımından söz konusu olabilmektedir. Ancak, uyuşmazlıkların ticari uyuşmazlık niteliği boyutunu aşarak “anlaşma uyuşmazlığı” niteliğini kazanması, haliyle ancak bu düzeye erişebilen egemen gücün kullanımı boyutundaki ihlallerin gözlenmesi durumunda söz konusu olabilecektir. Bu noktada da, konunun zaten ticari uyuşmazlık hüviyetinden çıkarak “anlaşma uyuşmazlığı” (başka bir deyişle, egemen gücün kullanımından doğan bir uyuşmazlık) haline dönüştüğü söylenebilir. Bu hükmün doğruluğu ise, doğal olarak, hakem heyetlerince şemsiye hükümlerin uygulamasına ne gibi bir sonuç bağlanacağına veya nasıl bir anlam yükleneceğine göre değişebilecektir<sup>603</sup>.

Şu halde, YKTK anlaşmaları kapsamındaki yatırım uyuşmazlıklarına dair tahkimin, münhasıran ticari ilişkileri düzenleyen ticari tahkim kurumundan belirli derecelerde ayrıldığı ve bu anlamda yatırım uyuşmazlıklarına dair tahkimde uluslararası kamu hukukunun uygulanmasının ön plana çıktığı, uluslararası ticari tahkimde ise sözleşme hukukunun ve uluslararası ticari hukukun uygulama alanı bulduğu söylenebilir<sup>604</sup>.

---

<sup>601</sup> Çal, **a.g.e.**, s. 251-256.

<sup>602</sup> YKTK anlaşmalarında yer verildiği gözlenen bir hüküm üzerinden, ilgili devletin yatırımcıya taahhütlerini yerine getireceği yolunda bir düzenlemeye gidildiği görülmektedir. Öğretide şemsiye hüküm (umbrella clause) adı verilen bu hüküm vasıtasıyla, yatırım yapılan ülkenin yabancı yatırımcıya karşı bir ticari sözleşme içerisinde veya ruhsat vb. gibi çeşitli düzenlemeler üzerinden vermiş bulunduğu taahhütlerinden hareketle, idare ile yatırımcı arasında imzalanan ticari sözleşmeden kaynaklanan bir uyuşmazlığın anlaşma çerçevesinde bir uyuşmazlığa dönüştürülebilmesi yönünde uygulamalar gündeme gelmiştir. Buna yönelik tartışmalar, ilk kez SGS v. Pakistan davası vesilesiyle literatürdeki yerini almıştır (Vaughan Lowe, "Changing Dimensions of International Investment Law", **University of Oxford Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series**, Working Paper, March 2007, s. 130.)

<sup>603</sup> Çal, **a.g.e.**, s. 251-256.

<sup>604</sup> Nitekim, bu yönde bir görüşün ABD’nce Methanex Corporation v. United States of America tahkim davası kapsamında ileri sürüldüğü görülmektedir. Buna göre; “devlet-yatırımcı uyuşmazlıklarına ilişkin tahkim, uyuşmazlıkların anlaşmalar ve uluslararası kamu hukuku ilkeleri çerçevesinde

## C. Uluslararası Menkul Kıymet Yatırımlarında Ülke Riski

Ülke riski, milli sınırlar dışında yapılan yatırımlar ile gerek ihracat, gerekse kredi verilmesinden kaynaklanan alacaklarla ilgili olarak yatırımın yapıldığı, borçlunun bulunduğu veya borçlu ülkedeki olayların neden olduğu zarar ve kayıplarla karşı karşıya kalma ihtimalidir<sup>605</sup>. Ülke riskini ortaya çıkaran olaylar, bir özel kuruluşun veya kişilerin denetimi altında olmayıp, en azından bir ölçüye kadar söz konusu ülke hükümetinin denetimi altındadır. Ülke riskine etki eden faktörler politik, sosyal ve ekonomik faktörler olarak sınıflandırılabilir:

Yabancı bir ülkeye yatırım yapılmasına ilişkin kararların verilmesinde dikkate alınacak en önemli unsurlardan biri de ülkenin risk düzeyidir. Ülke riski analizleri sonucu bulunan ülke risk puanları ile ülkeler risk durumlarına göre karşılaştırılabilmekte ve sıralanabilmektedir. Bir ülkenin risk durumunun bilinmesi, o ülkeye yatırım yapacak kişi ve işletmelerin kararlarını daha gerçekçi olarak verebilmelerini mümkün kılmaktadır<sup>606</sup>.

ICSID tahkim yargılamasında, ülke riski ve bu riske bağlı uyuşmazlıkların genellikle, devletin yabancı yatırım üzerindeki kamulaştırma ve benzeri tasarrufları, tazminat miktarı ve hesaplanması, devletin yabancı yatırım üzerinde uygun ve adil davranma yükümlülüğü, en çok gözetilen ulus kaydı ile ilgili sorunlar, yatırımcının tabiiyetinin tespiti, uyuşmazlığın ulusal hukukla sınırlanmaya çalışılması, anapara, kar veya personel ücretlerinin transferi, devletin tahvil gibi borçlanma senetlerine istinaden yapması gereken ödeme yükümlülüğünü yerine getirmemesi, yabancı kontrolündeki ulusal yatırımcının ev sahibi devlet ile olan uyuşmazlıkları, ICSID'in yargılama yetkisi ve uyuşmazlığın esasına uygulanacak hukuk konularında ortaya çıktığı görülmektedir<sup>607</sup>. Konuyu çalışmamız kapsamında uluslararası menkul kıymet

---

çözümlemesi ve dava sonucundaki kararların uyuşmazlığın iki tarafının ötesinde etkiler yaratması bağlamında ticari tahkimden ayrılmaktadır” (Nigel Blackaby; **International Commercial Arbitration: Important Contemporary Questions**, International Council for Commercial Arbitration Congress Series No. 11, Kluwer Law International, 2003, s. 356).

<sup>605</sup> Hüseyin İleri, **Ülke Riski Analizi**, s. 115, (Çevrimiçi) <http://dergipark.ulakbim.gov.tr/selcuksbmyd/article/viewFile/5000084365/5000078460> , 5 Kasım 2015.

<sup>606</sup> İleri, **a.g.e.**, s. 122.

<sup>607</sup> Dost, **ICSID Tahkimi**, s. 179.

yatırım uyuşmazlıkları açısından incelediğimizde ise, bu tür uyuşmazlıkların büyük bir kısmında devletlerin veya devlet kurumlarının davalı taraf olarak yer alması kamulaştırma nedeniyle olduğu görülmektedir. Bunun yanında, ICSID tahkimine konu olmuş uluslararası menkul kıymet yatırımlarına ilişkin davalara baktığımızda uyuşmazlıkların devletlerin tahvil ödeme yükümlülüğünün yerine getirmemesi, yatırımcının uyuşmazlığı ve yabancı kontrolü, devletin yabancı yatırım üzerinde uygun ve adil davranma yükümlülüğü, en çok gözetilen ulus kaydı ile ilgili sorunlar gibi konularda ortaya çıktığı görülmektedir.

Menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının kaynakları arasında ilk sırada yer alan kamulaştırma kavramı uluslararası hukukta mülkiyet hakkının zorunlu transferi olarak tanımlanır ve dolaylı kamulaştırma, gizli kamulaştırma ve sürüngen kamulaştırma kavramlarını da ifade eder. Her ne kadar devletler kamulaştırma halinde tazminat öngören düzenlemelere sahip olsalar da, elinde bulundurdukları kamu gücüne dayanarak, bu konuda iyi niyetli davranmadıkları genellikle kabul edilmektedir<sup>608</sup>. Devletler, antitröst, tüketicinin korunması, güvenlik, çevrenin korunması, arazi planlaması ile ilgili düzenlemeleri gerekçe göstererek kamulaştırmalar yapabilmektedir<sup>609</sup>. Yabancı yatırımların korunması ile ilgili çoğu uluslararası belgede, ev sahibi devletin yabancı yatırımları kamulaştırma ve benzeri işlemlere tâbi tutulabilmesi için, işlemin kamusal amaçlar için yapılması, hukuk tarafından öngörülen prosedürlere uyulması, ayırmacılık yapılmaması ve uygun tazminatın ödenmesi şartlarının gerçekleştirilmesi öngörülmektedir<sup>610</sup>.

Kamulaştırmaya ilişkin menkul kıymet yatırım uyuşmazlığına ilişkin olarak ICSID'e yapılan önemli başvurulardan biri Libananco v. Türkiye<sup>611</sup> davasında<sup>612</sup> Libananco şirketinin Türkiye aleyhine yaptığı başvurudur. Enerji Bakanlığı tarafından imtiyaz sözleşmesindeki taahhütlerini yerine getirmediği gerekçesi ile aktiflerine el konulan Çukurova Elektrik ve Kepez Elektrik'in hisselerinin %66'sını elinde bulunduran gizli ortak Kıbrıs Rum Kesimi uyruklu Libananco şirketi Türkiye'nin söz

<sup>608</sup> Dost, **ICSID Tahkimi**, s. 179.

<sup>609</sup> Dost, **ICSID Tahkimi**, s. 180.

<sup>610</sup> Dost, **ICSID Tahkimi**, s. 193.

<sup>611</sup> Libananco Holdings Co. Limited v. Republic of Turkey, ICSID Case No. ARB/06/8.

<sup>612</sup> Libananco v. Türkiye davasına ilişkin detaylı bilgi için bkz. s..263.

konusu şirketleri herhangi bir tazminat ödemedi kamulaştırmak suretiyle Enerji Şartı Antlaşması'nı ihlâl ettiğini iddia ederek, Türkiye aleyhine ICSID tahkimine başvurmuştur. Ancak ICSID hakem heyeti Türkiye'nin söz konusu şirketleri kamulaştırmadan önceki dönemde davacı Libananco tarafından gerçekleştirilen bir yatırımın varlığından bahsedebilmenin mümkün olmadığını ifade ederek davacı tarafından ileri sürülen iddiayı esastan incelemeyen olayda yargılama yetkisinin bulunmadığına karar vermiştir<sup>613</sup>.

Kamulaştırmaya ilişkin diğer bir dava da Saba Fakes v. Türkiye<sup>614</sup> davasıdır<sup>615</sup>. Söz konusu davada Hollanda vatandaşı olan Saba Fakes ile Türkiye arasındaki anlaşmazlığın altında yatan olay, Türkiye'nin tanınmış ailelerinden birisi olan Uzan ailesi aleyhinde başlatılan soruşturmalar ve açılan davalar ile söz konusu soruşturma ve davalar neticesinde, Türkiye'deki resmi makamlarca, doğrudan veya dolaylı olarak Uzanlar'a ait çeşitli varlıklara kamulaştırılarak el konulması ve satılması ile ilgilidir. Ancak bu davada da ICSID Konvansiyonu madde 25(1) hükmü anlamında bir yatırımın mevcut olduğunun kabul edilebilmesi için gerekli olan üç kriterden herhangi birisini yerine getiren bir yatırımda bulunulmadığı tespit edildiğinden ICSID hakem heyeti tarafından davanın esastan incelenmesine gerek bulunulmayarak davayı görmekle yetkili olunmadığına karar verilmiştir.

Uluslararası menkul kıymet yatırımlarında ülke riski oluşturabilecek bir başka husus, diğer devlet vatandaşlarının başka bir devletin ihraç ettiği tahvillere yatırım yapması ve bu devletin de yabancı yatırımcılar tarafından alınan tahvillerin anapara ve faiz ödemelerini vadesinde yapmamasıdır. Bir devletin uluslararası yatırımcılara ihraç ettiği borçlanma aracı niteliğindeki devlet tahvillerine ilişkin ödemelerini vadesinde nakit ve peşin olarak ödemeli ve tahvile ihracı sırasında vaat edilen faizi de içermelidir. Yine ödemenin de tahvilin ihraç edildiği para birimi üzerinden yapılması gerekir. Abaclat v. Arjantin<sup>616</sup> davasında<sup>617</sup> 60.000 İtalyan tahvil sahibi Arjantin'in borcunu

<sup>613</sup> Yılmaz, **Uluslararası Tahkim Kararları**, s. 7; ICSID, Libananco v. Turkey, Award, Operative Section, para.570.1, 570.2.

<sup>614</sup> Saba Fakes v. Republic of Turkey, ICSID Case No. ARB/07/20.

<sup>615</sup> Saba Fakes v. Türkiye davasına ilişkin geniş bilgi için bkz. s.267.

<sup>616</sup> Abaclat and Others v The Argentine Republic (Formerly Giovanna A Beccara and Others v The Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/07/5.

<sup>617</sup> Abaclat v. Arjantin davasına ilişkin geniş bilgi için bkz. s. 277.



ödemede temerrüde düşmesi ve tahvil ödemelerini askıya alması nedeniyle ICSID'e başvuruda bulunmuştur. ICSID hakem mahkemesi söz konusu uyuşmazlığa ilişkin kararında bir devletin borç ödeme talebinin haksız olarak reddedilmesinin ikili yatırım anlaşmaları şartlarını ihlal edebileceğine ve yatırımcılara ICSID nezdinde uluslararası tahkim davası açma hakkı vereceğine hükmetmiştir.

Uluslararası yatırım uyuşmazlıklarında öncelikle incelenmesi gereken hususlardan biri de, yatırımın yapıldığı ülkede şube açma, adi iş ortaklığı ve benzeri suretle ayrı bir tüzel kişilik bulunmadan yatırım gerçekleştirilmişse, işlemi yapan devletin muhatabı, merkezi yurt dışında bulunan şirkettir<sup>618</sup>. Bu durumda ICSID yargılaması açısından herhangi bir problem yoktur. Çünkü ICSID Konvansiyonu, devletler ile diğer devlet vatandaşları arasındaki yatırım uyuşmazlıklarını konu almıştır. Buna karşılık yatırım, ev sahibi ülke kanunlarına göre tüzel kişilik kurmak veya kurulmuş olan bir tüzel kişiliğe ortak olmak suretiyle gerçekleştirilmişse, sermayesi ve ortakları yabancı olmasına rağmen ICSID tahkiminden yararlanamayacaktır. Çünkü yabancı yatırımcılar genelde yatırımlarını yerli ortaklarla birlikte yapmakta ve yatırım amacıyla kurulan (veya daha önce kurulmuş olan ve ortak olunan) şirket, ev sahibi ülkenin uyrukluğunu taşımaktadır. Halbuki bu şirketlerin sermayesinin çoğunluğu veya yönetimi yabancıların elinde bulunabilir veya yabancı şirketin yavru şirketi şeklinde de olabilir. Bu durumda ICSID Konvansiyonu gereği tahkimde taraf olmak için aranan, diğer taraf devlet vatandaşı olma şartı gerçekleşmemekte ve Konvansiyon'un uygulama alanı daralmaktadır<sup>619</sup>. İşte Konvansiyon, bunu engellemek için yabancı kontrolü esasını getirmektedir (ICSID, m. 25/2-b) Bu esasa göre ev sahibi ülke kanunlarına göre kurulmuş olan ve fakat yabancı kontrolündeki şirketler de, yatırım yaptıkları ülkede, diğer bir taraf devlet vatandaşı gibi muamele görebilirler. Ancak bu kuralın uygulanabilmesi için tarafların bu konuda anlaşmış olmaları gerekir<sup>620</sup>.

Yukarıda bahsedilen Libananco v. Turkey davasında ICSID hakem heyetince yatırımcının uyruğu ve yabancı kontrolü sorunları tespit edilmiştir. Hakem heyetine

<sup>618</sup> M. Ayhan Altıntaş, Uluslararası Yatırımların Korunması, Temel Uyuşmazlıklar ve Tahkim Kurulları, Hazine Dergisi, S. 10, Nisan 1998, s. 11.

<sup>619</sup> Dost, **ICSID Tahkimi**, s. 197.

<sup>620</sup> Erten, **a.g.e.**, s. 217.

göre dava konusu uyuşmazlığın kilit noktasını, Libananco'nun ÇEAŞ ve KEPEZ'deki hisselerini, söz konusu şirketlere verilen imtiyazların kaldırılma tarihi olan 12.06.2003 tarihinden önce edinip edinmediği hususu oluşturmaktadır<sup>621</sup>. Heyet konuya ilişkin ilk değerlendirmesinde, emsal tahkim kararlarına atıfta bulunmak suretiyle<sup>622</sup> yargılama yetkisinin varlığı için ÇEAŞ ve KEPEZ'deki Uzan ailesine ait hisselerin, Libananco tarafından 12.06.2003 tarihinden önce edinilmesinin gerekli olduğunu tespit etmiş ve ev sahibi devlet müdahalesinden önceki dönemde gerçekleştirilen bir yatırımın varlığından bahsedebilmenin mümkün olmadığından dava konusu olayda yargılama yetkisinin bulunmadığına karar vermiştir<sup>623</sup>.

ICSID tahkim yargılamalarında karşılaşılan diğer bir sorun da “En çok gözetilen ulus” kaydı ile ilgilidir. Bu kayıt, uluslararası ekonomik ilişkilerin en eski standartlarından biridir. Yabancı yatırımların yayılmasında daha lehte bir muamele görme sonucunu doğuran bu kayıt, ekonomik liberalizasyonun önemli araçlarından biridir. Ancak bu kaydın içeriği çeşitlilik arz etmekte olup, yorum ve uygulamada dikkatli bir analiz yapılmasını gerekli kılmaktadır<sup>624</sup>. “En çok gözetilen ulus” kaydı hem bölgesel hem de YKTK anlaşmalarının tamamında yer alan ortak özelliklerden biridir. Bu kayıt, YKTK anlaşmasının tarafı olan devletlerden birinin, başka bir devlet ile yapacağı anlaşma ile yatırımlara daha elverişli muamele sağlaması halinde, aynı elverişli muameleyi şu andaki sözleşmenin tarafı olan devletin yatırımcısına da sağlamasını mümkün kılmaktadır. Yani, YKTK anlaşmasının taraflarından birinin yatırımcısının tabi olduğu muamele, en çok gözetilen ülkenin yatırımcısının tabi olduğu işlemle aynı olacaktır. Böylece yatırımcılar sadece kendi ülkeleriyle ev sahibi ülke arasında yapılan YKTK anlaşmasına dayanmakla kalmayacaklar, aynı zamanda yine ev sahibi ülke ile bir üçüncü ülke arasında yapılmış olan herhangi bir YKTK

<sup>621</sup> ICSID, Libananco v. Turkey, Award, Para.105.1.

<sup>622</sup> Yılmaz, **Uluslararası Tahkim Kararları**, s. 6; Hakem heyetinin konuya ilişkin atıfta bulunduğu emsal tahkim kararlarını; ICSID, Aram Sabet et al v. Islamic Republic of Iran-Bonyad-E-Mostazafan, Iran-US Claims Tribunal Case No. 815-816-817, Award No. 593-815/816/817-2, 29.06.1999 ve ICSID, Saluka Investment BV (Netherlands) v. Czech Republic, UNCITRAL, Partial Award, 17.03.2006 kararları oluşturmaktadır (Yılmaz, **Uluslararası Tahkim Kararları**, s. 6, dn. 23).

<sup>623</sup> Yılmaz, **Uluslararası Tahkim Kararları**, s. 7; ICSID, Libananco v. Turkey, Award, Operative Section, Para.570.1, 570.2.

<sup>624</sup> Dost, **ICSID Tahkimi**, s. 203.

yatırım anlaşmasına da dayanabileceklerdir. Ev sahibi devlet yatırım anlaşmalarına bu kaydı koymakla, yabancı yatırımcılar arasında ayrımcı olmayan bir işlem yapmayı taahhüt etmiş olmaktadır. Dolayısıyla bu kayıt, aynı zamanda yabancı yatırımcılar arasında eşitliği sağlamaya yöneliktir<sup>625</sup>.

1990 yılların sonunda Arjantin'in yaşamış olduğu büyük ekonomik kriz nedeniyle Arjantin hükümeti tarafından uygulamaya konulan acil önlem paketinden olumsuz etkilenen TGN isimli bir enerji şirketinde pay sahibi olan Amerikan şirketi CMS tarafından ABD-Arjantin İkili Yatırım Anlaşmasına dayanarak Arjantin aleyhine açılan CMS v. Arjantin<sup>626</sup> davasında<sup>627</sup>, CMS, Arjantin hükümeti tarafından ekonomik kriz nedeniyle uygulamaya konulan acil önlem paketi ile ikili yatırım anlaşmasının kamulaştırma ve adil ve eşit muameleye ilişkin maddelerini ihlal ettiğini iddia etmiştir. Mahkeme kamulaştırmaya ilişkin CMS iddialarını reddetmiş ancak, Arjantin'in adil ve eşit muamele ile lisans stabilizasyon maddelerine ilişkin şemsiye hükümleri ihlal ettiğine karar vermiştir. Mahkeme ayrıca 2000 yılında Arjantin'de meydana gelen ciddi ekonomik, sosyal ve siyasi krize ilişkin Arjantin'in zorunluluk ve acil durum savunmalarını da reddederek davayı kabul etmiştir<sup>628</sup>.

---

<sup>625</sup> Tiryakioğlu, **Doğrudan Yabancı Yatırımlar**, s. 176.

<sup>626</sup> CMS Gas Transmission Company v. The Republic of Argentina, ICSID Case No. ARB/01/8.

<sup>627</sup> CMS v. Arjantin davasına ilişkin detaylı bilgi için bkz. s. 275.

<sup>628</sup> Bu noktada mülkiyet hakkına ilişkin ICSID yargılaması ile AIHM yargılaması arasındaki önemli bir fark olduğu da gözlemlenmektedir. Şöyle ki; CMC Gas davasında davalı Arjantin Devletinin “yatırım anlaşmalarının anayasal değer taşımadığı ve ülkede insan haklarını olumsuz etkileyen ekonomik ve toplumsal bir krizin yaşandığı” yönündeki vurgusunun ICSID tahkim mahkemesince göz ardı edilmiş ve yatırımın mülkiyet hakkının (veya malvarlığının bir ögesi olarak) bir türü olarak anayasa ve insan hakları belgelerinde korunduğu yönünde savunması dikkate alınmamıştır. Oysa AIHM'e göre, devletler sosyal politikaları gerçekleştirmek amacıyla malvarlığına müdahalede bulunabilirler. Sosyal politikaları gerçekleştirmek amacıyla yapılan müdahaleler kamu yararına yönelik sayılır. Bu konuda devletlerin neredeyse mutlak bir takdir marjı bulunmaktadır. Üstelik, devletlerin bu müdahale yetkisi ekonomik krizlerin mevcudiyetinde daha da artmaktadır (Burak Gemalmaz, "Uluslararası Yatırım Tahkimi Hukuku ve İnsan Hakları Hukuku Üzerine Başlangıç Notları - Türkiye'nin Taraf Olduğu Uluslararası Tahkim Davalarına Konu Uyuşmazlıkların Ayrıca AIHM'e Götürülmesi", **Uluslararası Tahkim Kongresi Tebliğ Kitabı**, Ankara, Adalet, 2013, s. 64).

## **D. Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının Uluslararası Yatırım Tahkimine Konu Olmasının Yerli ve Yabancı Yatırımcı Açısından Önemi**

Son yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan hemen hemen bütün ülkelerde menkul kıymet yatırımları kayda değer bir hızla gelişme göstermektedir. Piyasaların yapısal çeşitlenmesinde bu hızlı değişimin yanı sıra işlem türlerinin sayısında ve icra ediliş biçimlerindeki dinamiklik, piyasaların ve bu piyasa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümünün de önemini arttırmaktadır. Menkul kıymet yatırımlarından kaynaklanan uyuşmazlıklar, bu sebeplerle hızlı, düşük maliyetli ve uzmanlık bilgisinin kullanıldığı bir uyuşmazlık çözümüne özellikle uyuşmazlığın taraflarının arasındaki ilişkiler gözetilerek ve korunarak tatbik edilecek bir çözüm usulüne ihtiyaç duymaktadırlar. Bu ihtiyacın arz ettiği özel önem kendisini yatırımcı güveninin yerel olduğu kadar yabancı yatırımcılar bakımından da kazanılması şeklinde göstermektedir. Piyasa kurumlarının ve yatırımcıların itimadını haiz bir uyuşmazlık çözüm sisteminin varlığı bu açıdan bakıldığında, yatırımcıların piyasaya olan güveninin yükseltilmesinde ve menkul kıymetlere yapılan yatırımların ülke sınırlarıyla sınırlı olmaktan çıkarılarak korunmasında önemli etkilere sahiptir.

Uluslararası menkul kıymet yatırımlarına ilişkin olarak, yabancı yatırımcıların YKTK anlaşmaları ile diğer uluslararası iki ve çok taraflı anlaşmalar kapsamında yatırımların korunmasına ilişkin kimi koruma mekanizmalarının güvencesi altına alınmış olduğunu ve uluslararası tahkime gidilebilmesi yönünde yabancı yatırımcılara verilen tek yanlı başvurma hakkının detaylarını çalışmamız kapsamında daha önce incelemiştik. Ayrıca yine ticari tahkim ile yatırım tahkimi ayrımına ve bu ayrımın önemine de daha önce değinmiştik. Şu halde, konumuz kapsamında bu hususu kısaca özetleyecek olursak, ticari risklere ilişkin hususlar, bu sözleşmelerde ticari tahkime bağlı kılınması şartıyla ticari tahkim yoluyla çözülebilmektedir. Bununla birlikte devletlerin haksız fiillerden kaynaklanan siyasi riskler ise, YKTK anlaşmalarına istinaden yatırım tahkimi yoluyla da çözümü mümkündür. Dolayısıyla, sözleşme içeriğinde tahkime yer verilmese dahi, YKTK anlaşmaları veya Enerji Şartı Anlaşması gibi uluslararası anlaşmalar üzerinden siyasi risklerin, yani yatırıma ev

sahipliği yapan ülkenin yasama, yürütme ve yargı organlarının tümünü içerecek şekilde devlet olarak tüm eylemlerinin uluslararası yatırım tahkimine diğer bir ifadeyle ICSID'e konu edilmesi mümkündür. Bu çerçevede, sözleşmelerde ayrıca tahkim hükmüne yer verilmesi, sadece ve sadece ticari nitelikteki uyuşmazlıkların da ayrıca tahkime götürülebilmesine olanak sağlamış olacaktır. Bu türden ticari risklere devletin ticari nitelikteki sözleşmelerinde de yer verilebilir. Oysa bir yatırıma ilişkin uyuşmazlığın çözüm yolu olarak yatırım tahkimine başvurulması diğer şartlar yanında, çoğunluğunu YKTK anlaşmalarının oluşturduğu iki ve çok taraflı uluslararası anlaşmalar kapsamında, haksız fiil niteliğindeki bir siyasi riskin gündeme gelmesi durumunda söz konusu olabilecektir.

Şu halde, konuyu içeriğinde tahkim şartının yer aldığı sözleşme kapsamında uyuşmazlığın ticari ve yatırım tahkimine sunulmasını menkul kıymet yatırımı yapan yerli ve yabancı yatırımcılar açısından ayrı ayrı değerlendirecek olursak, özellikle yatırım tahkimine başvuru hakkına ilişkin bir ayırım yapmak gerekecek. Şöyle ki, bir yatırımcının vatandaşı olduğu devlet dışında başka bir devlette yapmış olduğu menkul kıymet yatırımlarına ilişkin olarak o devlet tarafından ifa edilen bir haksız fiil neticesinde çıkan uyuşmazlık nedeniyle, ICSID Konvansiyonu, YKTK anlaşmaları ya da iki veya çok taraflı yatırım tahkimine cevaz veren diğer anlaşmalar çerçevesinde yatırım tahkimine başvuru hakkı bulunurken o ülkenin vatandaşı durumundaki yerli yatırımcı için böyle bir hak söz konusu değildir. Diğer bir ifade ile, yabancı yatırımcı açısından, sözleşmede tahkim hükmüne yer verilmese dahi YKTK veya ilgili anlaşmalar çerçevesinde yatırım tahkimine dolayısıyla da ICSID'e başvuru imkanı söz konusudur. Ancak, bu gibi durumlarda ilgili uyuşmazlığın “anlaşma ihlali” derecesinde bir yüksek aykırılık düzeyine çıkmış olmak zorunluluğu vardır. Yabancı menkul kıymet yatırımcısı açısından, gerek yatırım kuruluşu gerekse yatırım yaptığı devlet aleyhine uluslararası ticari tahkime başvuru hakkı ise, taraflar arasında sözleşmesel bir ilişkinin mevcudiyetine ve bu sözleşmede de uyuşmazlıkların çözümü için tahkim yolunun öngörülmüş olmasına bağlıdır.

Yerli menkul kıymet yatırımcıları tahkim sözleşmesi varsa yatırım kuruluşu ile arasında çıkan bir uyuşmazlık için ticari tahkime başvuru hakkına sahiptir. Kaldı ki bu durumda da uyuşmazlığın karşı tarafı devlet değil doğal olarak sözleşme tarafı

olan yatırım kuruluşu olacaktır. Bir menkul kıymet yatırım uyuşmazlığında yerli yatırımcının karşı tarafı vatandaşı olduğu devlet olacak şekilde bir ticari tahkime başvurusu için, bu yatırımcının devletle, örneğin devlet tahvili ve hazine bonusu yatırımı şeklinde sözleşmesel bir ilişkiye girmesi ve bu ilişkiden kaynaklanan uyuşmazlıkların da ticari tahkim yoluyla çözülmesine ilişkin arada bir tahkim anlaşmasının varlığı gerekir. Bir menkul kıymet yatırımcısının vatandaşı olduğu devlet aleyhine ICSID yatırım tahkimine başvurusu ise zaten mümkün değildir.

### III. ULUSLARARASI MENKUL KIYMET YATIRIM UYUŞMAZLIKLARININ ICSID TAHKİMİ YOLUYLA ÇÖZÜMÜ

#### A. Genel Olarak

Yabancı yatırımların ICSID kapsamında korunmasında başlıca kavram “yatırım” olmakla beraber, yatırım kavramının kapsamı içerisinde nelerin bulunduğu belirsiz kalabilmektedir ve bu durum önemli bir sorun oluşturmaktadır. ICSID her ne kadar uluslararası nitelikli yatırım uyuşmazlıklarının çözümü için tesis edilmişse de Konvansiyon’da yatırım ve yatırım uyuşmazlığı tanımı yapılmamıştır<sup>629</sup>. Ancak, yatırımların karşılıklı korunması ve teşvikine dair yapılan iki taraflı yatırım anlaşmalarında hangi yatırımların anlaşma kapsamına girdiği ve hangi

---

<sup>629</sup> Konvansiyonun hazırlık çalışmalarına bakıldığında, Konvansiyonun ilk taslaklarında bir yatırım tanımı yer almasına karşın, daha sonraki taslaklarda ve son metinde tanımın çıkarıldığı görülmektedir. Burada amaç, bağlayıcı bir tanımdan kaçınarak yatırımın niteliğine ilişkin herhangi bir sınırlamada bulunmamaktır. Konvansiyonun amacı, uluslararası yatırım uyuşmazlıklarının çözümüne katkıda bulunmak olduğuna göre, bu amacı sınırlandıracak bir tanımdan kaçınılmıştır. Böylelikle, zaman içindeki yatırım çeşitliliği de kapsam dahilinde olabilecektir. Hazırlık çalışmalarında, yatırıma ilişkin diğer tanım unsurları çıkarılarak “yatırım” terimi 25/1. maddede korunmuştur. Bu yolla, yatırımdan kaynaklanmayan uyuşmazlıklar Konvansiyonun uygulama alanı dışında bırakılmıştır. Yatırım konusunda verilebilecek bir tanım, taraflarca Merkezin yetkisine verilmiş onaya rağmen uzun yetki tartışmalarına yol açabilecekti. Bu sebeple, Konvansiyonun mimarı olan Broches, yatırımın tanımından ziyade bu konudaki uyuşmazlığın bir yatırımdan kaynaklanması gerekliliğini, Merkezin yetkisine verilmesi gerekli onay ile birleştirmenin yeterli olduğunu düşünmüştür (Aron Broches, “The Convention on the Settlement of Investment Disputes: Some Observations on Jurisdiction”, **Columbia Journal of Transnational Law**, Vol. V, 1966, s. 268; İlhan Yılmaz, **Uluslararası Yatırım Uyuşmazlıklarının Tahkim Yoluyla Çözümü ve ICSID**, (Kıs. ICSID), İstanbul, Beta, 2004, s. 147).

uyuşmazlıkların yatırım uyuşmazlığı olacağı belirtilmektedir<sup>630</sup>. Dolayısıyla, ICSID tahkimi bakımından yatırım kavramı için bu tahkime gitme önkoşulunu oluşturan yatırım antlaşmaları veya yatırımcılarla imzalanan sözleşmeler yahut yerel hukuktaki yasal düzenlemeler çerçevesinde yatırımın ne şekilde tanımlanmış olduğu hususu öne çıkmaktadır. Bunlarda da bir açıklığa rastlanmaması durumunda ise, kapsamın belirlenmesinde tahkim heyetlerinin yorumu egemen olmaktadır.

Bu bağlamda, yatırım uyuşmazlığının kapsamının yatırım tanımı içerisinde yer alıp almadığını belirleyebilmeyi teminen ikili, bölgesel veya çok taraflı uluslararası antlaşmalara veya iç hukuktaki kanunlara ve varsa uyuşmazlığın tarafları arasındaki sözleşmelere bakmak gerekecektir. Ancak, bu durum dahi yeterli açıklığı sağlamayabilmektedir. Zira, anılan kaynaklarda da yatırım ibaresi neredeyse çoğu zaman genel bir ifadeyle ve geniş biçimde ifade edilmektedir<sup>631</sup>. Bu durumda da, ICSID Konvansiyonu'nda yatırım tanımına yer verilmemesi ve YKTK antlaşmalarında veya yatırım sözleşmelerinde kimi zaman bu konunun yeterince açık biçimde kurgulanmamış olması nedeniyle, kapsamın hakem heyetlerinin yorumuna bağlı kaldığı görülmektedir.

Sözlük anlamıyla “yatırım” terimine bakıldığında, “*Gelir sağlayacak mamelekin veya diğer varlıkların elde edilmesine yönelik harcama; böylece elde edilen varlık. Gelir getirici veya kâr sağlayıcı olması amacıyla sermaye konulması veya para verilmesi*”<sup>632</sup> tanımına yer verildiği görülür. Buna karşın, yatırım kavramının ICSID Sözleşmesi'nde tanımlanmamış olması, pek çok ilginç sorunun ve buna yönelik analizin doğmasına yol açmaktadır. Bunlardan birisi, yatırım olarak değerlendirilebilmek için, yatırımın fiziksel olarak ev sahibi ülkeye aktarılmış veya ev sahibi ülke sınırları içerisinde gerçekleştirilmiş olma koşulunun aranıp aranmayacağı hususuna ilişkindir. Buna yönelik ICSID Konvansiyonu'nda bir hükme yer verilmemiş olduğundan, tahkimi doğuran YKTK antlaşmalarına bakarak bir kanıya

---

<sup>630</sup> Faruk Kerem Giray, “Türkiye'nin Taraf Olduğu İki Taraflı Yatırımların Karşılıklı Korunması ve Teşviki Anlaşmalarında Öngörülen İhtilafların Çözüm Yolları”, **Prof. Dr. Yılmaz Altuğ'a Armağan**, MHB, C. XVII, S. 1-2, İstanbul, 1997-1998, s. 224.

<sup>631</sup> Surya P. Subedi, **International Investment Law - Reconciling Policy and Principle**, Oxford, Hart Publishing, 2008, s. 60.

<sup>632</sup> Hanry Campbell Black, **Black's Law Dictionary**, 6. Bası, West Publishing, 1990, s. 825.

varmak mümkün olabilecektir. Kimi YKTK antlaşmalarında yatırımın ev sahibi ülkede yapılmış olması yönünde belirgin ifadeler rastlanırken, bazılarında bu hususa dair bir hüküm yer almadığı görülmektedir.

Bu bağlamda bir başka soru daha ortaya çıkmaktadır ki o da; yatırımların ülke içinde yapılmış olması koşulu, fiziksel olarak yatırımın ev sahibi ülkede yapılmış olması anlamında mı ele alınmak gerekir, yoksa yatırımın ülkede yer alması zorunluluğu olmaksızın ev sahibi ülke ekonomisine katkı sağlıyor olması yeterli midir? Örneğin, fikri mülkiyet hakları yahut borç senetleri (promissory notes) gibi, yatırım kapsamında yer alacağı pek çok YKTK anlaşmasının tanım kapsamında yer verilen unsurlar, yatırımın mutlaka ülke içerisindeki bir fiziksel yatırımı kastetmediği şeklindeki bir yoruma cevaz veriyor görünmektedir<sup>633</sup>. Bu bağlamda, gelişen uluslararası ilişkiler çerçevesinde başlarda geleneksel yatırım biçimlerini -yani, fiziksel yatırımları- içeren yatırım tanımının, zaman içerisinde portföy yatırımlarını ve hatta giderek fikri mülkiyet veya alacak haklarını içerecek biçimde genişletildiği gözlenmektedir<sup>634</sup>. Böylece, yatırım kavramının özü itibarıyla başlıca mülkiyet veya sözleşme temelindeki “kazanılmış haklar” anlayışına kadar genişletilebileceği görüşü, öğretide açık biçimde dile getirilmiş olmaktadır<sup>635</sup>.

Sonuç olarak, konu bakımından yetkinin tayinindeki üç unsurdan biri olan yatırımın mevcudiyeti, Konvansiyonda tanımlanmamıştır. Bir tanımlama olmamakla beraber, uyuşmazlığın bir yatırımdan kaynaklanması zorunluluğu yine de objektif bir şart olarak karşımıza çıkmaktadır. Bir işlemin ya da eylemin yatırımdan kaynaklanıp kaynaklanmadığı sorusunun nihai cevabı ise, ilgili uyuşmazlıkta uyuşmazlığı çözmekle görevli ve yetkili olan ICSID hakem mahkemelerinin kararlarında bulunacaktır. Bu kararlar, yukarıda görüldüğü üzere, ait oldukları uyuşmazlıklar için geçerli olsa da, yine de Konvansiyon anlamında yatırımın içeriğini doldurmak bakımından önemli genel tespitler içermekte dolayısıyla bir içtihat niteliği

---

<sup>633</sup> Crina Baltag, "Territoriality Under the ICSID Convention: Two Cases", **Transnational Dispute Management - Provisional Issue**, March 2007, s. 3-4.

<sup>634</sup> Baltag, **a.g.e.**, s. 11.

<sup>635</sup> Thomas W. Walde, Walid Ben Hamida, "Investment Protection and The Energy Charter Treaty Investment Protection and The Energy Charter Treaty", **The Energy Charter Treaty Corporate Acquisition**, Ed. by, Coop, G - Riberio, C., Jurisnet, LLC, 2008, s. 193; Çal, **a.g.e.**, s. 229.



taşımaktadır. Yatırımı tanımlamada kararlardan çıkan tipik özellikler şu şekilde sıralanabilir: İlgili proje belli bir süreye sirayet etmelidir ve bu süre çok kısa bir süre olmamalıdır; kar veya yatırımın geri dönüşünde belli düzen ya da sıklık söz konusu olmalıdır; her iki taraf için de bir risk içermelidir; taraflarca yüklenilen edimler esaslı ve belli ağırlığı olan edimler olmalıdır ve son olarak ilgili işlem ya da proje ev sahibi devletin gelişimi için belli bir katkı önermelidir<sup>636</sup>. Bu özellikleri göz önünde bulundurarak ICSID hakem mahkemeleri kararlarında, klasik yatırım tanımlamalarına ilaveten özellikle, hizmet orijinli yatırımların ve inşaat sözleşmelerinin, pay senedi, tahvil ve diğer ödünç sözleşmeleri gibi finansal araçların da konvansiyon anlamında yatırım olarak kabul edilebileceğine de hükmetmişlerdir. Söz konusu kararlardan konumuz açısından önem arz eden uluslararası menkul kıymet yatırımlarına ilişkin olanları ileride daha ayrıntılı inceleyeceğiz.

## **B. ICSID Tahkim Sistemi**

### **1. ICSID Konvansiyonu ve ICSID Tahkim Mahkemesi**

Uluslararası ticari ilişkilerin sorunsuz işleyebilmesi için etkili bir çözüm mekanizması hayati önem taşımaktadır. Aslında uluslararası nitelikli birçok kuruluşun, anlaşmazlıkların çözümünde kullandığı diplomatik yollar<sup>637</sup> vardır. Ancak bu yollar çoğu kez, devletler arasındaki güç dengesizliği sebebiyle, anlaşmazlıkların çözümünde güvensiz veya uygunsuz olmaktadır. Dünyada yeknesak ve çok taraflı bir uyumsuzluk çözüm mekanizmasının olmaması yüzünden bu durum, özellikle gelişmekte olan devletler için daha fazla önem arz etmektedir<sup>638</sup>.

Bu olumsuzlukların giderilmesi ve özel mülkiyetin gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere akışını artırmak ve bunu yaparken de uluslararası hukuk

---

<sup>636</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 178.

<sup>637</sup> Yabancı yatırımcı bakımından kendi ülkesinin diplomatik korumasından yararlanmak her zaman olanak dahilinde değildir. Zira, kimi zaman devletler kendi yatırımcılarının bu yöndeki taleplerini kabul ederek, konuyu diğer devlet nezdinde takip etmelerinin başka diplomatik veya ekonomik çıkarlarına zarar verebileceği endişesiyle hareket edebiliyor. Keza, gelişmekte olan veya az gelişmiş ülkelerin sermaye ihraç eden gelişmiş ülkelere karşı diplomatik girişimlerinin, aradaki dengesiz güç dolayısıyla, etkinlik kazanmadığı da bir gerçektir (Çal, **a.g.e.**, s. 220-221).

<sup>638</sup> Bernard M. Hoekman, Michel M. Kostecki, **The Political Economy of the World Trading System: The WTO and Beyond**, 3. Bası, Oxford University Press, 2008, s. 74.

çerçevesinde bir koruma sağlamak<sup>639</sup> için Dünya Bankası öncülüğünde 1965'de hazırlanıp, 14 Ekim 1966<sup>640</sup>'da yürürlüğe giren "Devletler ile Diğer Devlet Vatandaşları Arasındaki Yatırım Uyuşmazlıklarının Halline Dair Anlaşma" isimli bir Konvansiyon hazırlanmıştır<sup>641</sup>. ICSID Konvansiyonu veya ICSID Sözleşmesi olarak da anılan söz konusu Konvansiyon ile devletler ve diğer devletlerin vatandaşları arasında yatırım uyuşmazlıklarının çözümü amacıyla bir de Merkez (International Centre for Settlement of Investment Disputes-ICSID) kurulmuştur. Merkez, tahkim faaliyetini Dünya Bankası'nın Washington, DC'deki bürolarında yürütür. Konvansiyon'a ve buna bağlı olarak ICSID'e, 30 Haziran 2015 tarihi itibarıyla 159 devlet taraftır. Bunlardan 151'i gerekli usulü işlemleri tamamlayarak Konvansiyonu yürürlüğe koymuştur<sup>642</sup>.

Her ne kadar Dünya Bankası'nın esas faaliyet konusu gelişmekte olan ülkelere finansman sağlamak ise de, Banka bu görevini bir geliştirme kurumu olarak yapmaktadır. Bu nedenle Banka, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğrudan sermaye akımları ile de oldukça ilgilidir. Sermaye akımının önündeki politik riskler, özel yatırımların gelişmekte olan ülkelere gidişini ertelemektedir. Bu sebeple

---

<sup>639</sup> Uluslararası alanda Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesi (AİHS) ile özel mülkiyetin korunması, hukuki güvence altına alınması ve bu yöndeki ihlallerin önlenmesi amaçlanmış hatta belli bir noktaya kadar bu amaca ulaşılmışsa da son zamanlarda sayıları hızla artan uluslararası yatırım uyuşmazlıklarının kendine has özellikleri nedeniyle bu uyuşmazlıkların çözümünde AİHS sistemi maalesef yetersiz kalmaktadır. Örneğin; AİHS açısından yatırım hukukundan şöyle bir farklılığı gözlemlemek mümkündür. Pay senedi sahipleri (hissedarlar), yabancılik unsurunu karşıladıkları müddetçe ICSID yatırım sisteminde çok rahat korunurken, AİHS sisteminde yeteri kadar korunmamaktadır. Avrupa İnsan Hakları Mahkemesi (AİHM) bu noktada uluslararası hukuka ve hatta uluslararası adalet divanının ünlü Barcelona Traction Davasına atıf yapmaktadır (Barcelona Traction, Light and Power Company Limited, Judgment of 5 February 1970, Reports of judgments advisory opinions and orders 1970, pp. 39 and 41, paras. 56-58 ve 66.) AİHM'e göre çoğunluk hisselerine veya yönetici hisselerine sahip olmayanlar, şirkete yapılan müdahaleden doğrudan etkilenmemektedir. Bu sebeple azınlıktaki paydaşlar, doğrudan kendi paylarına yapılan müdahaleden ayrı olarak, şirketin tüzel kişilik perdesinin arkasında kalmaktadır. Dolayısıyla bunların şirkete yapılan müdahalelerden ötürü AİHM önünde başvuru yapma hakkı yoktur. Tüzel kişiliği kaldırıldığı ya da göz ardı edildiği bazı istisnalar bulunmakla birlikte bu yaklaşım AİHM'nin artık yerleşik bir içtihadıdır. Bu noktada ICSID sisteminin pay sahipleri bakımından daha etkili koruma sunduğu ve yabancılik unsuru sağlandığı sürece hissedarların doğrudan yatırım tahkiminde dava ikame edebildiği görülmektedir. Sonuç olarak çoğunluk payına sahip olmayanların hakları bakımından AİHS sisteminin ICSID sisteminden daha zayıf bir koruma sağladığı söylenebilir (Gemalmaz, **a.g.e.**, s. 69).

<sup>640</sup> Türkiye Konvansiyon'u 27.05.1988 tarih ve 3453 sayılı Kanun'la onaylamıştır (02. 06. 1988 tarih ve 19830 sayılı Resmî Gazete). Türkiye Onay Belgesini 03.03.1989 tarihinde ICSID'e bildirmiş ve Konvansiyon, Türkiye bakımından 02.04.1989 tarihi itibarıyla yürürlüğe girmiştir.

<sup>641</sup> ICSID tahkim sisteminin hazırlık aşamalarının tarihi gelişimi hakkında için bkz: Yılmaz, **ICSID**, s. 34-38.; Çal, **a.g.e.**, s. 215-223.

<sup>642</sup> **ICSID 2015 Annual Report**, Washington DC, 2015, s. 9.

Dünya Bankası, yatırımı kabul eden ev sahibi devlet ile yatırımcının tabi olduğu devletin her ikisinin kabul edebileceği ve yatırımcılarla ev sahibi devletler arasındaki uyuşmazlıkların en aza indirgenebileceği bir sistem oluşturarak, yatırım ortamının iyileşmesine katkıda bulunulması amaçlanmıştır<sup>643</sup>. Bu amaçla oluşturulan Konvansiyon özellikle yatırım uyuşmazlıklarının çözümünü siyasi araç ve tehdit unsuru olmaktan çıkararak uyuşmazlığın taraflarının menfaatlerini dengeleyen bir platformda çözüm sağlamayı hedeflemektedir<sup>644</sup>. Bunun için Konvansiyon tarafların karşılıklı anlaşmasını sağlamak üzere arabuluculuk (conciliation) ve uyuşmazlığın çözümü için tahkim (arbitration) öngörmektedir.

Konvansiyonun hazırlayıcıları, yabancı sermaye yatırımlarının uygun yatırım ortamı sunan ülkelere, bu ülkeler Konvansiyona taraf olmasalar veya olup da bu imkanı kullanmasalar dahi akmaya devam edeceğini düşünmektedirler<sup>645</sup>. Bu kapsamda, daha fazla uluslararası yatırım hareketlerinin teşviki amaçlanırken, Konvansiyonun hükümleri de ev sahibi ülkelerle yatırımcılar arasındaki dengeyi korumaktadır<sup>646</sup>. Konvansiyon, bu dengeyi sağlarken, gerek yatırımcılara gerekse ev sahibi devletlere Konvansiyon kapsamındaki uyuşmazlık çözme prosedürlerini başlatmada eşit imkanlar sunmakta ve yatırım uyuşmazlıklarının çözümünü depolitize<sup>647</sup> ederek her iki taraf için de hukuki güvenliği arttırmaktadır. Diğer taraftan, Konvansiyona katılım ek bir teşvik ve itici güç olarak daha büyük oranda uluslararası yatırımın bu ülkelere akmasına yol açacaktır<sup>648</sup>.

Konvansiyon iki tip uyuşmazlık çözüm yöntemi öngörmektedir. Uzlaştırma (Madde 28-35) ve tahkim (Madde 36-55). Uzlaştırmada uzlaştırmacılar bir çözüm önerirler. Tahkimde ise hakemler karar vermek zorundadır. Konvansiyonun 34.

---

<sup>643</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 34.

<sup>644</sup> Ergin Nomer, Nuray Ekşi, Günseli Gelgel, **Milletlerarası Tahkim**, İstanbul, 2. Baskı, 2003, s. 52.

<sup>645</sup> International Bank for Reconstruction and Development, Report of the Executive Directors on the Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals of Other States, 18 March 1965, (Kıs. Report of the Executive Directors on the Convention), s. 12, (Çevrimiçi), [http://icsid.worldbank.org/ICSID/StaticFiles/basicdoc/CRR\\_English-final.pdf](http://icsid.worldbank.org/ICSID/StaticFiles/basicdoc/CRR_English-final.pdf), 10 Aralık 2015.

<sup>646</sup> K.V.S.K. Nathan, **ICSID Convention, The Law of the International Centre for Settlement of Investment Disputes**, New York, 2000, s. 51; Yılmaz, **ICSID**, s. 38.

<sup>647</sup> İbrahim F. I. Shihata, "Towards a Greater Depoliticization of Investment Disputes: The Roles of ICSID and MIGA", **1 ICSID Rev. FILJ**, 1986/1, s. 4; Yılmaz, **ICSID**, s.38.

<sup>648</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 37.

maddesine göre, uzlaştırma usulüne taraf olanlar uzlaştırma komisyonunun önerilerine en ciddi dikkat ve ilgiyi göstermek durumundadır. Öte yandan taraflar, m. 53/1 hükmüne göre, hakemlerin verdiği kararlarla bağlı olup, söz konusu karara uymak zorundadır. Uygulamada Merkeze yapılan başvurular çok büyük oranda tahkim için olmaktadır. Nedeni, uzlaştırmanın bağlayıcı bir uyuşmazlık çözüm yöntemi olmamasıdır. Her iki olanağın da yatırımcıya sunulduğu düşünüldüğünde, yatırımcı haklı olarak gerek zaman gerek masraf bakımından ilgili prosedür sonucunda bağlayıcı bir karar görmek isteyecektir<sup>649</sup>.

Uluslararası yatırımlarla ilgili bir uyuşmazlığın Merkeze götürülebilmesi için, her somut olayda tarafların karşılıklı anlaşma ile Merkezin hakemliğini kabul etmiş olması gerekmektedir. Bu sebeple, Merkezin tahkim hizmetlerinden yararlanmak tamamen tarafların rızasına bağlıdır. Bununla beraber, son yıllarda devletler arasında akdedilen pek çok ikili ve çok taraflı anlaşmada doğrudan ICSID'in hakemliği kabul edildiğinden, ICSID'e atıf yapılan ikili ve çok taraflı anlaşmalardan doğan ihtilafların hakemlik sıfatı ile Merkez tarafından çözümlenebilmesi için, ayrıca, ihtilafın vukuundan sonraki safhada, yatırımcı ile ev sahibi devlet arasında özel bir anlaşmanın yapılması gerekmez. Çünkü bu anlaşmalarda ev sahibi taraf devletler, Merkezin yargı yetkisini peşinen kabul etmişlerdir<sup>650</sup>. Dolayısıyla, ICSID tahkimine gitme iradesi Konvansiyon tarafı devlet ile diğer Konvansiyon tarafı devlet yatırımcısı arasında imzalanan yatırım sözleşmesinde yer alabileceği gibi, devletler arasında imzalanan iki taraflı yatırım anlaşmalarında da önceden kararlaştırılabilir. Son zamanlarda, NAFTA, Enerji Şartı Anlaşması, MERCOSUR gibi çok taraflı bölgesel yatırım ve ticaret anlaşmalarında, yatırım anlaşmazlıklarının çözümünde ICSID önemli bir uyuşmazlık çözüm mekanizması olarak yer almaktadır. ICSID arabuluculuk veya tahkim yargılama sürecini hem devlet hem de yatırımcı başlatabilir. Ancak uyuşmazlık konusu olaylarda genellikle bu süreci yatırımcının başlattığı görülmektedir<sup>651</sup>.

ICSID Tahkim Kuralları, ICSID Sözleşmesinde yer alan uluslararası hukuk kurallarının bir araya gelmesinden oluşmaktadır. Bu nedenle, ICSID, ticari tahkimden

---

<sup>649</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 41.

<sup>650</sup> Şanlı, **Çözüm Yolları**, s. 295.

<sup>651</sup> Nomer, Ekşi, Gelgel, **Milletlerarası Tahkim**, s. 53.

farklı olarak, iç hukuktan bağımsız ve kendi kendini yöneten bir sistemdir<sup>652</sup>. ICSID tahkim sisteminin, kendi mevzuatı ve kendi içtihatları vardır ve buna bağlı olarak, ICSID hakem kararlarının alınması, tanınması ve tenfizi ile hakemlerin atanması yöntemleri tamamıyla ICSID mevzuatı içerisinde mütalâa edilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla, iç hukuk içtihatları ile ICSID kuralları yorumlanamaz. Ulusal mahkemelerin görevi, ICSID tahkim kararlarının tanınması ve icrasını sağlamaktır<sup>653</sup>. Bizzat kendisi arabulucu ve hakem olarak hareket etmeyen ICSID, uyuşmazlık taraflarına, hakemlerini veya arabulucularını belirleme imkanı sağlayan özel nitelikli kişilerden oluşan bir panele sahiptir<sup>654</sup>. ICSID, Dünya Bankası'nın bir organı olmakla beraber bağımsız bir statüye sahip olup, ABD'nin başkenti Washington, DC'de Dünya Bankası bünyesinde yerleşiktir<sup>655</sup>.

ICSID tarafından bugüne kadar, 550 başvuru kayda alınmıştır. Bunlardan 336'sı sonuçlanmış, 214'ünün yargılaması devam etmektedir<sup>656</sup>. Yapılan başvurularda başlıca uyuşmazlıkların tarım, bankacılık, inşaat, enerji, sağlık, sanayi, madencilik ve turizm gibi konularda olduğu görülmektedir<sup>657</sup>.

## 2. ICSID Tahkim Sisteminin Temel İlkeleri ve Diğer Tahkim Sistemlerinden Ayırıcı Özellikleri

ICSID Konvansiyonu ile yalnızca devletlerle özel kişiler arasındaki uluslararası yatırım uyuşmazlıklarının çözümü için uluslararası bir kamu kuruluşu niteliğinde oluşturulan ICSID ve bu kapsamdaki tahkim, uluslararası bir sözleşmeyle kurulmuş daha özel ve uzman bir tahkim olup, diğer tahkim sistemlerinden

<sup>652</sup> Uğur Emek, Kamu Hizmeti İmtiyazı Sözleşmeleri ve Uluslararası Ticari Tahkim", Perşembe Konferansları, Ankara, Rekabet Kurumu Yayınları, 1999, s. 13.

<sup>653</sup> Dünyada, iç hukuk bakımından doğrudan bağlayıcılığı olan tek tahkim sistemi, ICSID Tahkim sistemidir. Bkz: Cemal Şanlı, "İdari Sözleşmeler ve Uluslararası Tahkim", Türkiye Barolar Birliği, Panel, Ankara, 19 Temmuz 1999, s. 10-11.

<sup>654</sup> Şanlı, **Çözüm Yolları**, s. 453.

<sup>655</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 38.

<sup>656</sup> ICSID, (Çevrimiçi)  
<https://icsid.worldbank.org/apps/ICSIDWEB/cases/Pages/AdvancedSearch.aspx>, 9 Kasım 2015.

<sup>657</sup> ICSID, (Çevrimiçi)  
<https://icsid.worldbank.org/apps/ICSIDWEB/cases/Pages/AdvancedSearch.aspx>, 9 Kasım 2015.

farklılıklar taşımaktadır<sup>658</sup>. ICSID tahkim sistemi, yatırımcının menfaatleri ile ev sahibi taraf devletin menfaatleri arasında hassas bir denge kurmuştur<sup>659</sup>. Konvansiyon bu yönü ile yabancı yatırımlara iyi muamelenin kurallarını belirleyecek olan çok taraflı düzenleme çabaları açısından son derece önemlidir<sup>660</sup>. Bununla beraber tahkimin temel özelliği olan tahkim heyetinin taraf iradesine göre oluşması prensibi ICSID tahkimi için de geçerlidir<sup>661</sup>.

Uluslararası özel yatırımların artması ve geliştirilmesini hızlandırmak amacıyla imzalanmış olan ICSID Konvansiyonu kapsamında yürütülen ICSID tahkimi, Konvansiyondaki esaslar dahilinde uygulamaya konabilir. Bir uyuşmazlığın ICSID tahkimine sunulabilmesi için gerek kişiler gerek konu bakımından belli şartların gerçekleşmesi zorunludur. Öncelikle, bu tahkime Konvansiyon tarafı ev sahibi devlet ile yine Konvansiyon tarafı diğer bir devletin vatandaşı olan yatırımcı arasındaki uyuşmazlıklarda başvurulabilir. İlâveten, bu uyuşmazlık, bir “yatırım”la “doğrudan” ilişkili bir “hukuki uyuşmazlık” olmalıdır. Devletin, Konvansiyona taraf olması, tahkimde davalı ya da davacı olabilmesi için yeterli olmamaktadır, ilgili devletin söz konusu uyuşmazlığın tahkim yolu ile çözümüne onay vermiş olması da gereklidir<sup>662</sup>.

ICSID sisteminin en temel özelliklerinden birisi esnek olmasıdır. Taraflara azami serbestlik tanımaktadır. Örneğin, hakem mahkemesinin oluşumunda taraflara

---

<sup>658</sup> Süleyman Dost, **Yabancı Yatırım Uyuşmazlıkları ve ICSID Tahkimi**, (Kıs: ICSID Tahkimi), Asil Yayın, Ankara, 2006, s. 151-152.

<sup>659</sup> Dost, **ICSID Tahkimi**, s. 151.

<sup>660</sup> Dost, **ICSID Tahkimi**, s. 151.

<sup>661</sup> Dost, **ICSID Tahkimi**, s. 152.

<sup>662</sup> ICSID Konvansiyonu kapsamındaki tahkime getirilen bu sınırlandırmalar, ICSID kapsamında ek bir tahkim usulünün yaratılmasına neden olmuş ve bu amaçla, 1978 yılında ICSID Uzlaştırma ve Tahkim Ek Mekanizma Kuralları kabul edilmiştir. Konvansiyon kapsamında ICSID tahkimi için zorunlu olan objektif şartları haiz olmayan, ancak yine ev sahibi devletle yabancı yatırımcı arasında bir yatırım ya da yatırım bağlantılı uyuşmazlık söz konusu olduğunda, bu Ek Mekanizma Kurallarına göre tahkim söz konusu olabilecektir. Bu tahkim de bir uluslararası yatırım uyuşmazlığı tahkimi olup, ICSID sekreteryası tarafından ilgili Ek Mekanizma Kurallarına göre idare edilir. Ancak bu Kurallar kapsamındaki tahkim, teknik anlamda bir ICSID tahkimi değildir. Ek Mekanizma Kurallarına göre olan tahkim yalnızca, ICSID'in sekreteryası tarafından idare edilir ve bu şekilde ICSID'in yatırım uyuşmazlıkları tahkimindeki kurumsal destek ve uzmanlığından istifade eder. Ek Mekanizma Kuralları tahkimi tanım gereği, ICSID'in tahkim yetkisi dışında kaldığından, ICSID Konvansiyonunun hükümleri bu tahkimlere ve bu tahkimlerdeki usule, önerilere, kararlara ve raporlara uygulanmaz (Yılmaz, **ICSID**, s. 31-32).

geniş serbestlik tanımakta, bu konudaki Konvansiyon hükümleri taraflarca anlaşma olmadığında uygulanmamaktadır. ICSID Tahkim Kuralları ön usul istişaresi olanağı tanımaktadır. Böylelikle taraflar, tahkimin dili, usul hadiselerinin zamanı, masrafların bölüşümü, tahkimin yeri dahil diğer konularda söz hakkına sahiptirler (Madde 20). Bununla beraber, sistem bir tarafın prosedürü bloke etmesine karşı hükümler de içermektedir. Taraflardan biri prosedürlere katılmaktan vazgeçerse, Konvansiyon prosedürün ya da yargılamanın devamını garanti altına almıştır. Konvansiyonun 45/2. maddesine göre, diğer taraf hakem mahkemesinden yargılamaya devam edip bir karar vermesini isteyebilir. Bununla birlikte, yargılamaya devam etmeyen taraf, diğer tarafın iddialarını kabul etmiş sayılmaz. Burada, hakem mahkemesi uyuşmazlığı objektif olarak çözmekle yükümlüdür.

ICSID sistemi etkili bir uyuşmazlık çözüm yöntemi sunan mecburi bir tahkim yoludur. Taraflar ICSID Tahkimini seçme konusunda iradelerini ortaya koydukları andan itibaren tek taraflı olarak bu tahkim yolundan vazgeçme imkânı da sona erer. Dolayısıyla, taraflar tahkim usulünü başlatmakta irade serbestisine sahip olmakla beraber, bir kez rıza gösterdikten sonra artık bunu geri alamazlar (Madde 25/1/son cümle). Ayrıca, ICSID kapsamında başlatılan tahkim prosedürü, aksinin belirtilmesi hariç diğer çözüm usullerine göre münhasırdır. Konvansiyonun 26. maddesine göre, taraflarca ICSID tahkimine bir kez onay verildikten sonra, artık bu uyuşmazlık çözüm yöntemi ulusal hukuktakiler dahil diğer yöntemleri dışlamaktadır<sup>663</sup>.

Aynı şekilde, ICSID tahkimine başvuru ile artık uyuşmazlık tarafı yatırımcının tabi olduğu devlet, vatandaşı olan yatırımcısına diplomatik koruma veremez ve bu konuda ev sahibi devlet aleyhine herhangi bir uluslararası forumda dava açamaz. ICSID sisteminin münhasırlığının diğer bir sonucu olan bu yasak, söz konusu yargılamanın devamına kadar sürer. Şayet aleyhine karar alınan devlet tahkim kararına uymazsa, diplomatik himaye yasağı kalkar. Aynı şekilde, hakem mahkemesinin davacı yatırımcının talebini reddetmesi halinde de bu yasak kalkar<sup>664</sup>. Ancak belirtilmelidir ki, diplomatik koruma yasağı, uyuşmazlığın sulhen çözümü için yapılan

---

<sup>663</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 78-82.

<sup>664</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 42.

gayri resmi görüşmeleri kapsamaz (Madde 27). Bu, özellikle gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelerin yatırımcılarıyla olan uyuşmazlıklarında gelişmekte olan ülkeler lehine işleyen bir hüküm olarak dikkat çekmektedir. Böylelikle, güçlü ülkelerin bu ülkelerin adeta iç işlerine diplomatik müdahalesinin önüne geçilmiş olur<sup>665</sup>.

ICSID sisteminin etkililiğinin diğer bir göstergesi, tahkim kararı verildiğinde taraflar için bağlayıcı olup, kararın mali hükümleri Konvansiyon tarafı ülkelerde herhangi bir ek usule gerek kalmadan icra edilebilir. Dolayısıyla ICSID Konvansiyonu'na göre verilen tahkim kararları, icrası istenilen ülkelerin mahkemeleri tarafından kesin hüküm olarak tanınacak ve uygulanacaktır<sup>666</sup> (Madde 54/1). Bu bağlamda, ICSID Komitesi tarafından verilen bir yürütmeyi durdurma kararının, ilgili ICSID kararının yürütülmesini bütün âkit devletlerde durdurması da söz konusu olabilmektedir<sup>667</sup>.

Her iki taraf için de söylenebilecek bir avantaj ise, sistemin önleyici etkisidir. Bu tahkim sisteminin mevcudiyeti dahi, ilgili devlet ve yatırımcıların olası uyuşmazlıktan önleme konusundaki gayretlerinin arttırmasına neden olabilecektir. Her iki taraf da kaybedebilecekleri etkin bir tahkim sistemine tabi olmaksızın, uyuşmazlığın sulh ile halledilmesine çalışacaklardır.

Bu nedenle, ICSID tahkiminde verilen hakem kararına karşı yerel mahkemelerde iptal davası açılmayacağı gibi, bu karar temyize de tabi değildir. Yalnızca, Konvansiyonun kendi iç sistemi içinde kararın yorumu<sup>668</sup>, revizyonu<sup>669</sup> ve geçersiz kılınması (iptali)<sup>670</sup> söz konusudur. Kararın yorumu ve revizyonu kararı veren hakem mahkemesi ya da oluşturulacak yeni bir hakem mahkemesi tarafından

---

<sup>665</sup> Moshe Hirsch, **The Arbitration Mechanism of the International Centre for the Settlement of Investment Disputes**, the Netherlands, 1993, s. 20.

<sup>666</sup> Uluslararası ticari tahkim kararlarının tanınması ve tenfizinde bazı karmaşıklıklar ve zorluklar yaşandığı herkes tarafından bilinmektedir. Her ne kadar New York Sözleşmesi tanıma ve tenfiz konusunda iyi bir sistem getirmişse de uygulamada bir bütünlüğün sağlandığı söylenemez. Çünkü, tenfizin istendiği ülkenin genellikle uyuşmazlığın esasını doğrudan bir ilgisi bulunmamaktadır. Böylece verilen karara, ulusal inceleme prosedürü, istenen sonuca götürmemektedir. İşte bu noktada ICSID tahkim sistemi kararların tanıma ve tenfizinde diğer tahkim mekanizmalarından farklılık göstermektedir (Dost, **ICSID Tahkimi**, s. 151. dn. 23).

<sup>667</sup> Ataman - Figanmeşe, **a.g.e.**, s. 98-99.

<sup>668</sup> Konvansiyon madde 50.

<sup>669</sup> Konvansiyon madde 51.

<sup>670</sup> Konvansiyon madde 52



yapılır. Geçersiz kılma-iptal konusundaki karar ise, ICSID'in hakemler panelinden Başkan'ın atayacağı 3 kişiden oluşan ad hoc komite tarafından verilir.

Son olarak, ICSID tahkiminde rol alan gerek Merkezin idari kadrosundaki uzmanlar, gerek ICSID kapsamında faaliyet gösteren hakemler yüksek kalitede ve uzman kişilerdir. Öte yandan, ICSID tahkimi şayet düzgün bir şekilde kullanılırsa maliyet bakımından da elverişli bir tahkim usulüdür. Burada düzgün bir şekilde kullanım ile kastedilen, tarafların küçük bir uyuşmazlık için ICSID sistemini seçmemiş olmaları kast edilmektedir. Ayrıca, ICSID tahkim kurallarının düzenleniş biçimi de etkili bir tahkimin işlemesine olanak tanıyarak, bu yönde prosedürel zaman kayıplarını önlemektedir<sup>671</sup>.

### **3. Uyuşmazlıkların ICSID Tahkimine Götürülebilmesi İçin Gerekli Koşullar**

#### **a. ICSID'in Konu Bakımından Yargılama Yetkisi**

Bir yatırım uyuşmazlığının ICSID yargısı kapsamında mütalaa edilebilmesi için uyuşmazlığın yatırımla doğrudan ilgili olması gerekmektedir<sup>672</sup>. Konvansiyonun Merkezin yargılama yetkisini düzenleyen 25. maddesine göre "*Merkezin yargılama yetkisi ...bir yatırımdan doğrudan kaynaklanan herhangi bir hukuki uyuşmazlığı kapsayacaktır...*". İlgili maddede ICSID'in konu bakımından yetkisini işaret eden bu tanımlama üç unsuru içermektedir. İlki, ortada hukuki bir uyuşmazlık olmalıdır. İkincisi, söz konusu hukuki uyuşmazlık ilgili işlemde doğrudan kaynaklanmalıdır. Üçüncüsü ise, söz konusu uyuşmazlığın doğrudan kaynaklandığı işlem bir yatırım olmalıdır. Konvansiyonun hazırlık çalışmalarında bu unsurların tanımı konusunda yoğun tartışmalar yaşanmasına rağmen, kabul edilen nihai metin ne yatırımı ne de hukuki uyuşmazlığı tanımlamaktadır. Tanımın Konvansiyonda yer almaması, gerek taraflar gerek Merkezin yetkisini tayin bakımından inceleme yapacak olan hakem mahkemelerine geniş bir takdir yetkisi bıraksa da, bu yetki Konvansiyonun amaçları

<sup>671</sup> Jan Paulsson, "ICSID's Achievements and Prospects", 6 ICSID Review FILJ, 1991/2, s. 394-398.

<sup>672</sup> Yılmaz, ICSID, s. 39.

ile çatıştığı ölçüde sınırlandırmaya tabi olacaktır<sup>673</sup>.

ICSID'in yargılama yetkisinin sınırlarını belirlemede önemli bir kıstas, taraflar arasında her şeyden önce bir uyuşmazlık olmalıdır. Uyuşmazlık taraflar arasında en asgari düzeyde bir iletişimi gerekli kılar. Söz konusu iletişim herhangi bir hukuki noktaya da olaydaki anlaşmazlığı içermelidir. Örneğin, bir tarafın diğer tarafın taleplerine cevap vermemesi bir uyuşmazlığın varlığına delalettir. Öte yandan bu uyuşmazlık, yalnızca teorik bazda olmamalıdır. Taraflar arasındaki ilişkiyle somut bir bağlantısı olmalıdır. Uyuşmazlığın varlığı için, belli bir boyuta ulaşması zorunluluğu da yoktur. Taraflar açısından o anda bir menfaate ilişkin olması yeterlidir. Konvansiyonun konu bakımından yetkisi için taraflar arasında herhangi bir uyuşmazlık olması yeterli değildir. Bu uyuşmazlığın "hukuki" bir uyuşmazlık olması gerekmektedir<sup>674</sup>. Bununla birlikte, Konvansiyon'da "hukuki uyuşmazlık" ifadesi tanımlanmamıştır. Bu nedenle, ICSID kararları ve doktrin bu terimi tanımlamış ve bir uyuşmazlığın "hukuki uyuşmazlık" niteliğini haiz olması için gerekli koşulları belirlemiştir. Buna göre, tazminat ya da zararların giderilmesi gibi hukuki çözümler öngörülmüş ve yasal haklar talep edilmişse, mesela sözleşme veya mevzuata başvurulmuşsa, bu halde uyuşmazlık "hukuki uyuşmazlık" olarak adlandırılabilir<sup>675</sup>. ICSID yargısı bakımından "hukuki uyuşmazlık" şartının, yerine getirilmesi kolay bir şart olduğu söylenebilir. Dünya Bankası Yürütme Kurulu Raporu'nda kullanılan "hukuki uyuşmazlık" terimi, hak ihtilaflarının ICSID yetkisi kapsamında olduğunu, sıradan uyuşmazlıkların ise bu yetki kapsamında olmadığını ortaya koymaktadır. Uyuşmazlık hukuki bir hak veya yükümlülüğün varlığını veya konusunu ya da hukuki yükümlülüğe aykırılık halinde tazmini de kapsamalıdır<sup>676</sup>.

Merkezin konu bakımından yetkisinin tesis edilebilmesi için, diğer önemli bir unsur mevcut hukuki uyuşmazlığın ilgili alt işlemden "doğrudan kaynaklanması"dır. Söz konusu alt işlem Konvansiyon anlamında bir yatırımdır. Yatırımla dolaylı bir

---

<sup>673</sup> Aron Broches, "The Convention on the Settlement of Investment Disputes Between States and Nationals of Other States", Recueil de Cours, 1972/II, C. CXXXVI, Leyden, 1973, s. 362.

<sup>674</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 133-134.

<sup>675</sup> UNCTAD, **Investor-State Dispute Settlement and Impact on Investment Rulemaking**, (Kıs. Investor-State Dispute Settlement), New York and Geneva, 2007, s.20.

<sup>676</sup> Report of the Executive Directors on the Convention, para. 26.

ilişkisi olan uyuşmazlıklar konusunda Merkezin yetkisi bulunmamaktadır. Uyuşmazlığın doğrudan yatırımdan ya da ilgili alt işlemde kaynaklanması konu bakımından yetkinin objektif bir şartıdır. Bu sebeple, tarafların bu konuda anlaşma yapmış olmaları belirleyici olamayacaktır. Elbette böyle bir anlaşma özellikle uyuşmazlığın ICSID'e sunumu için kabul edilebilir bir yeterliliğe işaret edebilir. Ancak, ilgili hakem mahkemesi yetki ve görevini tayin ederken tarafların bu konudaki anlaşması ile kendisini bağlı kılmayacaktır. Ayrıca, uyuşmazlığın yatırımdan doğrudan kaynaklanması anlamında iki taraflı yatırım anlaşmalarından da yararlanmak mümkündür. Bu anlaşmalar da ICSID'in yetkisine onayın kaynağı olarak, hakem mahkemeleri için bir rehber olabilmektedir<sup>677</sup>. ICSID hakem kurulları çeşitli davalarda “doğrudanlık” şartını belirleyici kararlar almışlardır. Örneğin, Fedax v. Venezuela<sup>678</sup> davasında ICSID hakem kurulu “doğrudan” ifadesinin ilgili maddedeki “yatırım” ifadesi ile değil, “uyuşmazlık” ifadesi ile bağlantılı olduğunu belirtmiştir. Buna göre, doğrudan olmayan yatırımlarda dahi, uyuşmazlık ilgili işlemde kaynaklanıyorsa ICSID'in yargılama yetkisi vardır<sup>679</sup>. Bu nedenle, yatırım ile uyuşmazlık arasında bir bağlantı olmalıdır. Hukuki uyuşmazlık, ilgili yatırım işlemiyle “makul derecede bağlantılı” olmalıdır ki “doğrudanlık” şartını karşılasın<sup>680</sup>. Bu noktada önemle belirtmek gerekir ki, “doğrudanlık” ifadesi yatırımın doğrudan yabancı yatırım olduğu anlamına gelmemektedir<sup>681</sup>.

Merkezin konu bakımından yetkisini tayinde varlığı gerekli üçüncü unsur, hukuki uyuşmazlığın doğrudan bir “yatırım”dan kaynaklanmasıdır. Konvansiyon, ancak yatırımlardan kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde uygulanacaktır. Böyle olmakla beraber, ilgili 25/1. maddede yatırım kavramı tanımlanmamıştır. Konvansiyonun diğer hükümlerinde de bu konuda bir tanımlama bulunmamaktadır. Bu durumda yatırım kavramının içeriği doldurulurken, tarafların iradelerine ve bu irade doğrultusunda yapılan işlem ve eylemlere bakılması gerekmektedir. Bu irade de

---

<sup>677</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 137.

<sup>678</sup> Fedax N.V. v. Republic of Venezuela, ICSID Case No. ARB/96/3.

<sup>679</sup> Fedax v. Venezuela davasına ilişkin ICSID kararı (Decision on Jurisdiction), para. 24.

<sup>680</sup> UNCTAD, “**Course on Dispute Settlement International Centre For Settlement of Investment Disputes**”, -2.5. Requirements Ratione Materiae-, (Kıs. Course on Dispute Settlement ICSID) United Nations, New York and Geneva, 2003, s. 12.

<sup>681</sup> UNCTAD, Course on Dispute Settlement ICSID. s. 12.

tarafklar arasında yapılan sözleşmeler ve ikili yatırım anlaşmalarında tezahür etmektedir. Bu anlaşmalarda ise yatırım kavramının, her türlü tanınan iş imtiyazları, hisse senetleri, şirket kurma ve mevcut şirkete katılım, taşınır ve taşınmaz mallar ile bunlar üzerindeki ipotek ve rehin gibi hakları, sınai mülkiyet ve telif haklarını içerdđđi söylenebilir. Bununla birlikte, ICSID kapsamında yatırım öncesi yapılan masraflar yatırım olarak kabul edilmemektedir<sup>682</sup>. Merkezin konu bakımından yetkisinin tayininde uluslararası menkul kıymet yatırımlarının ICSID tahkimine konu olması açısından bir yatırım olarak değerlendirilip değerlendirilmediği hususu konumuz açısından oldukça önemli olduğundan bu hususu ileride daha ayrıntılı bir şekilde inceleyeceğiz.

### **b. ICSID'in Taraflar Bakımından Yetkisi**

ICSID yargı yetkisi, Konvansiyon'un tarafı devletler ile uyuşmazlıkla ilgili yazılı rızalarını Genel Sekreterliğe sunmuş diğer taraf devlet vatandaşları arasında yatırımdan kaynaklanan hukuki uyuşmazlıkları kapsayacaktır. Taraflardan herhangi biri rızasını beyan ettikten sonra bu rızasını tek taraflı olarak geri alamayacaktır (ICSID, madde 25). Taraflardan biri akit bir devlet olması gerekirken, diğer taraf bir akit devlet vatandaşı olmalıdır. Konvansiyon çnc bir kişinin bu tahkime taraf olmasını önlemiştir. Bu çnc kişiler potansiyel olarak, yabancı yatırımcı yanında ilgili yatırım projesinde yer almış olan yatırımcının vatandaşı olduğu devlet ya da Konvansiyona taraf diğer bir devlet olabilir. Söz konusu devletle ilgili yatırımda finansman sağlayıcı, sigortacı ya da diğer bir şekilde yatırıma katılması halinde, uyuşmazlığın yalnızca yabancı yatırımcının katılımıyla çözülecek olması bu konudaki çözümün nihai olmaması da demektir. Bu sebeple, Merkezin yetkisi bu hallerde ev sahibi devlet karşısında ve yabancı yatırımcı yanında ilgili Konvansiyon tarafı devletlere de genişletilebilir<sup>683</sup>.

Konvansiyonun mevcut düzenlemesi karşısında öngörmüş olduğu kişi bakımından yetki şartları objektif bir unsurdur. Bu itibarla, Konvansiyon tarafı olmayan devlet ya da devlet vatandaşlarına Merkezin tahkim yetkisi kapalıdır. Her ne

<sup>682</sup> Dost, **ICSID Tahkimi**, s. 158.

<sup>683</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 181.

kadar taraflara, özellikle yabancı yatırımcının vatandaşlığı hakkında sözleşme serbestliği tanımış olsa da, söz konusu objektif şartın gerçekleşip gerçekleşmediği noktasında nihai tespit yine hakem mahkemelerince yapılacaktır. Uygulamada yabancı yatırımcının vatandaşlığını tespit konusunda verilmiş olan kararlar göstermektedir ki, yabancı yatırımcı şirketin vatandaşlığını tayinde temel hareket noktası, mümkün olduğunca Merkezin yetkisini sağlamaya yöneliktir. Ayrıca, ev sahibi devlet vatandaşı sayılan bir şirketin ancak yabancı kontrol sebebiyle yabancı bir devlet vatandaşı sayılabilmesi konusunda, ev sahibi devlet ile yabancı yatırımcı arasında anlaşma yapılabilmesi ise Konvansiyonun sunduğu olumlu bir yaklaşımdır. Böylelikle, bir şirketin vatandaşı olduğu devleti uluslararası forumlarda dava edememesine ilişkin uluslararası hukukta mevcut olan ilkeye bir istisna getirilmektedir.

Konvansiyon tarafı devletler ve vatandaşları lehine olan kişi bakımından yetki sınırlandırılması, Konvansiyona taraf olan devlet sayısını ve böylelikle uluslararası özel yatırımların gelişimini hedefleyen ekonomik işbirliğini arttırmak içindir<sup>684</sup>.

### **c. ICSID’in Yetkisi Hakkında Tarafların Rızası**

Uluslararası nitelikli bir yatırım uyuşmazlığının ICSID tahkimi yolu ile çözümü için taraflar arasında bu konuda yapılmış bir tahkim sözleşmesinin bulunması şarttır. Bu koşul, ICSID tahkiminin başlaması için zorunlu bir ön şart niteliğindedir. Burada gerekli olan rızaya, asıl sözleşmede tahkim klozu yahut ayrı bir tahkim sözleşmesi ile verilmiş olabilir. Tarafların rızasının uyuşmazlık öncesi ya da uyuşmazlığın ortaya çıkmasından sonra verilmiş olması mümkündür. Bunun yanı sıra rıza, devletler arasında akdedilen ikili yatırım anlaşmalarında da verilebilmektedir. Ancak devletlerin ICSID Konvansiyonu’nu imzalamış olmaları, bizatihi o devletin ICSID tahkime rızasının verilmiş olduğu anlamına gelmez<sup>685</sup>.

Diğer taraftan, tahkim için rıza bildirimini belirli bir uyuşmazlık için verilmiş olmalıdır. Bunun yanı sıra, tarafların ICSID tahkimine başvuru için rızalarını beyan etmiş olmaları, uyuşmazlık ile ilgili olarak ICSID tahkimi dışı yollara başvurmayı

---

<sup>684</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 182.

<sup>685</sup> Dost, **ICSID Tahkimi**, s. 161.

reddetmiş sayılmaları sonucunu da doğurur. Ancak devletler tahkime başvurmayı iç hukuk yollarının tüketilmesi şartına bağlayabilirler (ICSID, madde 26).

Taraflar sözleşme temelinde Konvansiyonun yetkiye ilişkin hükümlerinde, yetkinin varlığına delalet edici sözleşmeler akdedebilirler. Örneğin, uyuşmazlığın bir yatırımdan kaynaklandığı, yatırımcı şirketin vatandaşlığı, yerel şirketin yabancı kontrol suretiyle diğer bir akit devlet vatandaşı sayılması gibi. Böyle olmakla beraber, tarafların bu konudaki serbestisi sınırsız değildir. Konvansiyondaki yetki şartlarının kapsamı, sübjektif unsurun da sınırını oluşturmaktadır. Konvansiyonda açık hükümlerle tespit edilmiş olan yetkinin objektif unsurları her halde göz ardı edilmemelidir. Nitekim hakem mahkemeleri, tarafların yetkinin çeşitli unsurları konusunda yapmış oldukları anlaşmaya bir değer atfetmekle beraber, Konvansiyondaki hükümleri de yetkinin objektif ve vazgeçilemez unsurları olarak çoğu kez *ex officio* dikkate almaktadırlar. Diğer bir deyişle, tarafların anlaşmaları Konvansiyonun yetki hükümleri kapsamında bir testten geçirilmektedir<sup>686</sup>.

Hakem mahkemeleri, herhangi bir tereddüt halinde, yetkinin varlığı yönünde karar vermektedirler. Böyle bir tercih Konvansiyonun amacına da uygundur. Örneğin, taraflar anlaşmış olsalar dahi, bir mal satışı gibi yatırımdan kaynaklanmayan uyuşmazlıklarda Merkezin yetkisi söz konusu olmayacaktır. Aynı şekilde, uyuşmazlığın yatırımcı tarafının Konvansiyona taraf bir devletin vatandaşı olmamasına rağmen, tarafların bu konudaki anlaşması, bu yetki şartının gerçekleşmesini sağlamayacaktır. Söz konusu tespitleri, Merkez kapsamında oluşturulan hakem mahkemeleri yapacaktır. Öte yandan, tarafların üzerinde anlaşma yapmadıkları konularda ortaya çıkan yorum sorunları da, liberal ve geniş bir yorum ile çözümlenecektir. Buradaki esas, Konvansiyon kapsamında yetkinin mümkün olduğunca varlığına yönelik bir yorum olmalıdır<sup>687</sup>.

Merkezin yetkisinin bir ön şartı olarak onay, ICSID tahkiminin temel taşıdır. Devletlerin Konvansiyona taraf olmaları onların bu kapsamda gerçekleştirilecek tahkime mutlak ve otomatik olarak taraf olmaları anlamını taşımayacaktır. Taraf

---

<sup>686</sup> Yılmaz, *ICSID*, s. 180.

<sup>687</sup> Yılmaz, *ICSID*, s. 180.

devletler ayrıca, uyuşmazlığın tahkim yoluyla çözümüne onay vermiş olmalıdır. Aynı şekilde, uyuşmazlığın diğer tarafı olan yabancı yatırımcının onayı da gereklidir. Hakem mahkemelerinin, onayın açık olmadığı hallerde onayın varlığı anlamında getirmiş oldukları yorumlar da bu kapsamda önemli bir katkı sağlamaktadır. Hakem mahkemeleri yorumlarını Konvansiyonun amacı doğrultusunda yetkiyi tesis eder tarzda yapmaktadırlar. Öte yandan, Konvansiyon taraflara, onayın kapsamı ve sınırını belirleme imkanı da tanımıştır. İrade serbestisi kapsamı ve taraflar, bu belirlemeyi amaçları doğrultusunda iyi bir şekilde kullanmalıdırlar. Zira, Konvansiyon sistemine göre bir kez onay verildikten sonra artık tek taraflı olarak geri dönülemez.

## **C. Uluslararası Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarının ICSID Tahkimine Konu Olması**

### **1. Genel Olarak**

ICSID tahkimine konu olması açısından dolaylı yatırımlara ilişkin davalarda yatırım kavramının geniş yorumlanması ile ortaya çıkabilecek önemli bir potansiyel zorluğu “portföy yatırımları” oluşturmaktadır<sup>688</sup>. Uluslararası hukukta geleneksel olarak yatırım tabiriyle fiziksel ve doğrudan kontrol içeren yatırımların kastedildiği görülmekle beraber, yatırım tahkiminde çoğu zaman bu kapsamın olağanüstü derecede geniş tutulduğu, böylece azınlık payları da dahil olmak üzere her türlü pay sahipliği üzerinden dolaylı sahipliğin kapsama alınabildiği gözlenmektedir<sup>689</sup>. Bu çerçevede portföy yatırımı olarak da bilinen menkul kıymet yatırımları da bu kapsama girebilmektedir<sup>690</sup>. Giderek, bunun da ötesine geçilmekte ve borsadaki bir şirketin paylarının halka arz edilmesi veya borsaya kote bir şirketin paylarının ikinci el piyasadan yabancı bir yatırımcı tarafından satın alınması durumunda dahi yabancı

---

<sup>688</sup> Campbell McLachlan, Laurence Shore, Matthew Weiniger, **International Investment Arbitration: Substantive Principles**, New York, Oxford International Arbitration Series, 2008, s.193.

<sup>689</sup> Rudolf Dolzer, Christoph Schreuer, **Principles of International Investment Law**, Oxford University Press, 2008, s. 58-59; Subedi, **a.g.e.**, s. 130-131.

<sup>690</sup> Harten, **a.g.e.**, s. 77-80.

yatırımcının yatırım tahkimine gidebileceği bir “yatırımdan doğan hakların ihlali uyuşmazlığı”ndan bahsedilebileceğine yönelik görüşler de bulunmaktadır<sup>691</sup>.

Örneğin, Avustralya’nın taraf olduğu uluslararası antlaşmalarda yatırım ve yatırımcı tanımlarının hem doğrudan yabancı sermaye hem de portföy yatırımlarını kapsadığı görülmektedir<sup>692</sup>. Üstelik, ICSID Konvansiyonu’ndaki “kontrol” koşulunu da tahkim heyetlerinin bir tür kaldırmış olma sonucuna varan şekilde uygulamalara da rastlanmaktadır<sup>693</sup>. Dahası, tahkim uygulamasındaki hakem kararlarına bakıldığında bu kontrol ilişkisine dikkat edilmeksizin, kontrol ilişkisi bir yana, pay sahipliğinde asgari bir pay oranı da aranmadığı görülmektedir<sup>694</sup>. Yine, yatırım kavramının sermaye akımlarını içerebildiği görüşüne benzer biçimde, devletlerin diğer ülkelerin sermaye piyasalarında ihraç ettiği tahviller dolayısıyla dış devlet borçlarının da yatırım tahkimine konu edilebildiği gözlenmektedir<sup>695</sup>.

## **2. Uluslararası Menkul Kıymet (Portföy) Yatırımlarının ICSID Konvansiyonu Çerçevesinde Bir Yatırım Olarak Kabulü Sorunu**

ICSID Konvansiyonu’nun 25(1) maddesi ICSID’in konu bakımından yargılama yetkisi (*ratione materiae jurisdiction*) için üç koşul öngörmektedir. Bunlardan birincisi; taraflar arasında bir “hukuki uyuşmazlık” olmalıdır. İkincisi; mevcut hukuki uyuşmazlığın ilgili alt işlemde “doğrudan kaynaklanması”dır. Üçüncüsü ise, hukuki uyuşmazlığın doğrudan bir “yatırım”dan kaynaklanmasıdır. Bu koşulları daha önce incelemiş olmakla birlikte, çalışmamızın esaslı noktalarından biri

<sup>691</sup> Walde, Hamida, **a.g.e.**, s. 196-204.

<sup>692</sup> Çal, **a.g.e.**, s. 225; Bu husus Türkiye ile Avustralya arasında imzalanan YKTK Anlaşması’nın (19.06.2009 tarih ve 27263 sayılı Resmi Gazete) 1/a (ii) maddesinde “*hisse senetleri veya ve sermaye hisseleri ile kısıtlı olmamak kaydıyla tüzel bir kişiliğe katılımın herhangi bir şekli*” ifadesiyle de yer almıştır. Ancak hangi orandaki portföy yatırımlarının bu kapsama dahil olacağı da aynı maddede “*Taraflardan birinin seçimi halinde, 13. madde söz konusu Taraf ile Diğer tarafın bir yatırımcısı arasında yalnızca yerli menkul kıymetler borsasından yapılan halka açık hisse senetlerinin ediniminden oluşan ve yatırımcının bu şirkette %10’dan daha az hisse ya da oy hakkına sahip olduğu yatırımlardan kaynaklanan uyuşmazlıklara uygulanmayacaktır*” şeklinde belirtilmiştir.

<sup>693</sup> Çal, **a.g.e.**, s. 225.

<sup>694</sup> Subedi, **a.g.e.**, s. 60.

<sup>695</sup> Karen Halverson Cross, “Arbitration As A Means of Resolving Sovereign Debt Disputes”, **The American Review of International Arbitration**, C. XVII, S. 3, 2006, s. 335.



olması nedeniyle üçüncü koşulu, ICSID tahkimine konu olma açısından menkul kıymet yatırımlarının bir yatırım olarak değerlendirilmesi kapsamında burada daha detaylı ele alacağız.

“Yatırım” tanımı ICSID tahkim sisteminin temel özelliği olsa ve ICSID tahkiminde görev belirlemesi için hayati önem taşısa da, ICSID Konvansiyonu yatırım kavramını tanımlamamıştır. Uzun sürecek yetki tartışmalarının önüne geçmek amacıyla Konvansiyon’da bu konuda bir tanım yapılmasından bilinçli olarak kaçınılmıştır. Bir başka deyişle, Konvansiyon sözleşme tarafı devletlere yatırım kavramını tanımlama konusunda geniş bir takdir yetkisi tanımıştır. Bu esneklik ICSID tahkimi için önemlidir, zira yabancı yatırımlar güncel ekonomik ve hukuki yöntemleri düzenli olarak uygulamakta bu nedenle de, iki ve çok taraflı yatırım anlaşmalarının büyük kısmı “açık uçlu yatırım” tanımını kullanmaktadırlar. ICSID Konvansiyonu’nun amacı doğrultusunda, “şirket hisse senetleri, kamu imtiyaz sözleşmeleri, iç hukuk düzenlemelerine göre yapılan şirket işlemleri, ödünç verme sözleşmeleri, emre yazılı senetler, inşaat sözleşmeleri, otel yapımı/yenilemesi ve hukuk bürosu kurulması için harcanan paralar” yatırım olarak kabul edilebilmektedir<sup>696</sup>.

Bu noktada şu önemli hususu vurgulamak gerekir ki, yatırımı tanımlama konusunda sözleşme taraflarına verilen bu takdir yetkisi sınırsız değildir. Nitekim, Konvansiyon m. 41’e göre tahkim kurulu yargılamaya ilişkin şartların gerçekleşip gerçekleşmediğini inceleme yetkisini haizdir. Hatta, tahkim kurulları Konvansiyon m. 25 (1) kapsamındaki yatırım kavramının kesin ve objektif limitleri olduğu görüşündedirler. Örneğin, Salini v. Fas<sup>697</sup> davasında, ICSID tahkim kurulu, bir varlığın yatırım olarak adlandırılması söz konusu olduğunda, ICSID’in görevli olması için somut olayda objektif kriterin de mevcut olması gerektiğini ifade etmiştir. Anılan davaya ilişkin kararında tahkim kurulu; “*ICSID içtihatları ve doktrin yatırım koşulunu ICSID’in görevi bakımından objektif şart olarak öngörmektedir. Doktrin genel olarak yatırımın; parasal bir katılım, sözleşmenin belirli süreli olması ve riske katılım*

<sup>696</sup> UNCTAD, *Investor-State Dispute Settlement*, s. 22

<sup>697</sup> Salini Costruttori S.p.A. and Italstrade S.p.A. v. Kingdom of Morocco, ICSID Case No. ARB/00/4, Decision on Jurisdiction, 23 July 2001.

*unsurlarını içerdği görüşündedir. Konvansiyon'un gerekçesini okuyan biri, ev sahibi ülkenin ekonomik gelişimine katkıda bulunulması unsurunu yatırıma özgü bir ek şart olarak öngörebilir<sup>698</sup>.” ifadelerini kullanmıştır<sup>699</sup>.*

Yatırımın ne anlama geldiğini belirleme niyetleri ve yatırımın Konvansiyon'da tanımlanmamış olması, yatırım tanımına ilişkin süregelen bir tartışmaya neden olmuş ve bu nedenle de, ICSID tahkim kurulları yatırım tanımı için objektif veya sübjektif bir standart belirleme konusunda önemli uğraşlar vermişlerdir. Bu hususu konumuz açısından incelediğimizde de menkul kıymet yatırımlarının “yatırımcıyı koruma” sistemine dahil edilmesi ihtimali, “korunan yatırım” tanımını etkileyen unsurlara paralellik arz ettiği görülmektedir. Bu tür yatırımlara ilişkin olarak son 10 yılda ileri sürülen farklı nitelikteki görüşlerin lafızdaki farklılıklardan kaynaklandığı söylenebilir de, sebep aslında biraz daha esastır. Bu ayrılıklar, farklı hakemlerin, baktıkları davalara ilişkin olarak takındıkları farklı tutumlarla da yakından ilgilidir. Bazı hakemler tarafların esas iradesinin de ötesine geçerek Konvansiyon'un maddelerini geniş yorumlarken, diğerleri hukukun “yatırımın korunması” için bir araç olarak kullanılmasının tahkimin görev tanımı içinde yer almadığı görüşündedirler<sup>700</sup>.

Söz konusu bu ihtilafın bir göstergesi de menkul kıymet yatırımlarının yatırım tanımı içinde yer alıp almayacağı hususuna ilişkindir. Portföy yatırımları olarak da adlandırılan menkul kıymet yatırımları genellikle şirket varlıklarını ve hisse senetlerini kapsayan “serbest dolaşım araçları” olarak tanımlanırlar. Bu araçlar dünyanın herhangi bir yerindeki bir borsadan satın alınabilir. Araçların elde tutulacağı süreye ilişkin bir kısıtlama da söz konusu değildir. Bu araçlar vasıtasıyla alan yabancı yatırımcının tek motivasyonu, bu araçların, değerlerinin arttığı ara dönemde kar payı dağıtımını esnasında satılmasıdır. Nitekim, bu araçların en karakteristik özelliği kolayca el değiştirebilmesidir.

---

<sup>698</sup> Salini testi olarak da bilinen ve söz konusu tahkim heyetinin, bir işlemin yatırım kapsamında değerlendirilip değerlendirilemeyeceğini tespit etmek için belirlediği bu kriterlere ilişkin değerlendirmeler bir sonraki bölümde inceleneceğinden burada detaya girilmeyecektir.

<sup>699</sup> Salini v. Fas Davasına ilişkin ICSID kararı, (Decision on Jurisdiction), para. 52.

<sup>700</sup> M. Sornarajah, Portfolio Investments and the Definition of Investment (Kısa. Portfolio Investment), **ICSID Review – Foreign Investment Law Journal**, Vol. 24, No. 2, Fall 2009, s. 516.

Menkul kıymet yatırımlarının yatırım tanımı kapsamı içinde mi dışında mı yer aldığına yönelik tartışmalar çeşitli gerekçelere dayanmaktadır. Bu tür yatırımların yatırım tanımı kapsamında yer aldığı tezi, yatırım sözleşmesinin amacının, yatırımların korunarak artırılması olduğunu, bu amacın da portföy yatırımlarının korunmasıyla gerçekleştirilebileceğini savunur. Yatırım sözleşmelerinin ve tahkimin amacının ekonomik gelişme olduğunu savunanlar ise, bu amacın, yabancı yatırımların kendi doğaları gereği ekonomik gelişmeyi sağlayan karakteristiğe sahip oldukları anda hasıl olduğunu ileri sürerler<sup>701</sup>. Hakemler kendi eğilimlerine göre bu görüşlerden birini benimseyebilirler. Bu noktada esas olan şudur ki, 1990'lı yıllarda ortaya çıkan neoliberal çevrede, yatırımın korunmasının yabancı yatırımın temel amacı olduğu yönündeki eğilimin gittikçe güçleniyor olması gerçeğidir.

Portföy yatırımının yatırım sözleşmeleri ile korunmadığı görüşü birtakım siyasi sebeplerle desteklenmiştir<sup>702</sup>. Bu sebeplerden ilki, portföy yatırımlarındaki hızlı para hareketlerinin ekonomik gelişmeye katkı sağlamaya elverişli olmadığı yönündedir. Nitekim, kolayca transfer edilebilen ve elverişsiz herhangi bir durumda el değiştirme amacı taşıyan, ev sahibi ülke bünyesindeki doğrudan yabancı yatırımlar dahi, ekonomik gelişme başlatacak kadar uzun ömürlü olmayabilir<sup>703</sup>. İkinci sebep, portföy yatırımını mevcut bir yatırımın korunması çerçevesine sokmanın zorluğudur. Sözleşmelerdeki uyuşmazlık çözümü mekanizması “sözleşme tarafı olmayan kişinin sözleşmeyle bağlı olmaması” (privity of arbitration) algısına dayanmaktadır. Bu yanlış algı, uyuşmazlık halinde potansiyel yatırımcılara tahkime başvurma hakkı öngören ev sahibi ülkenin uygulamasından kaynaklanmaktadır<sup>704</sup>. Üçüncü sebep olarak portföy

<sup>701</sup> Sornarajah, **Portfolio Investments**, s. 518.

<sup>702</sup> Sornarajah, **Portfolio Investments**, s. 518

<sup>703</sup> Bu durum özellikle karın düşmesi beklendiğinde yatırımı geri çekme niyetiyle yapılan yatırımlarda karşımıza çıkar. Böyle bir durum, örneğin Asya ekonomik krizi sebebiyle portföy yatırımlarının aniden geri çekildiği Asya ülkelerinde tehlike yarattığı düşünülen portföy yatırımları için öngörülebilir.

<sup>704</sup> Bu husus esasen “*stipulatio alteri*” (üçüncü kişi lehine sözleşme) dir. Roma hukuk sistemine dayanan sistemlerde, birtakım istisnai haller dışında hiç bir taraf üçüncü kişi yararına bir sözleşme şartı öngöremezdi. Bu kural zaman içinde “civil law” sisteminde değişikliğe uğradı. “Common law” sisteminde ise “consideration doktrini” sözleşmelerin üçüncü kişi yararına yapılmasına engel olmuştur. Bu kural yakın zamanda değişmiştir. “Sözleşme tarafı olmayan kişinin sözleşmeyle bağlı olmaması” kavramı herhangi bir iç hukuk sistemi için aşırı kaçabilir. Bu kavramın eski hukuk sistemlerinde çok geçerli olması, ileri görüşlülüğü gösteren önemli bir başarıdır. Bu bağlamda, aksi yöndeki görüşün kabulü halinde, Fedax v. Venezuela davasında olduğu gibi, sözleşmeye dayanan tahkim uyarınca portföy yatırımlarını zarara katlanma vaadiyle devralan yatırımcılara yapılan teklif,

yatırımlarının yatırım kriterine uymaması gösterilebilir. Anılan yatırım kriterinin kapsamı, Salini v. Fas davasında, Phoenix Action v. Çek Cumhuriyeti kararında<sup>705</sup> ve Malaysian Salvors v. Malezya davasında<sup>706</sup> verilen hükümsüzlük kararında değinilen bir takım gerekçelerle tartışmalı hale gelmiştir. Bununla birlikte, çoğunluk Schreuer'in “bir yatırımın ekonomik gelişmeyi sağlama kapasitesinin olması gerektiği” görüşüne katılmaktadır. Bu kıstas, kısa dönem yatırımların ekonomik gelişmeye katkı sağlayamayacağı varsayımına dayanan süreklilik kriterini de desteklemektedir. Bu kapsamda, portföy yatırımını ekonomik gelişmeye katkı ve belirli sürekliliğe sahip olma kriterleri içine dahil etmenin zor olduğu görülmektedir. Dördüncü olarak, bazı sözleşmeler yabancı yatırımın sadece ya ev sahibi ülkenin kanun ve düzenlemelerine göre, ya da o devletin uygun gördüğü bir araç ile korunmasına cevaz vermektedir. Hatta bazı tahkim kurulları, sözleşmede açıkça yazılmayan hallerde yatırımın ev sahibi ülkenin kanunlarına uygun şekilde yapıldığını kabul etmektedirler. Ancak, birçok menkul kıymet yatırımlarında portföy ülke dışında tutulduğundan, portföy yatırımları ülke sınırlarına hiç girmez. Bu kapsamdaki görüşe göre, portföy yatırımının ev sahibi ülke ile herhangi bir bağlantısı yoktur ve yatırım ev sahibi ülkenin kanunlarına tabi değildir, dolayısıyla da, portföy yatırımının sözleşmelerle korunduğu sonucuna varmak zordur<sup>707</sup>.

Buna karşın portföy yatırımlarının “yatırım” tanımı içinde yer aldığını ileri süren görüşler de mevcuttur. Hemen hemen tüm sözleşmelerde şirket paylarının yatırım olarak tanımlanması bu görüşü desteklemektedir. Ancak bu noktada, pay benzeri diğer araçların da aynı kapsamda olması gerektiği ileri sürülebilir. Nitekim,

---

tarafların amaçlarına aykırılık teşkil eder ve sisteme büyük zarar verebilirdi. Devletler böyle bir duruma çok hızlı şekilde tepki verebilirlerdi. Tokios Tokeles v. Ukrayna (Tokios Tokeles v. Ukraine, ICSID Case No. ARB/02/18) ve Aguas del Tunari v. Bolivya (Aguas del Tunari v. Bolivia, ICSID Case No. ARB/02/3) davalarındaki “yararlandırıcı hükümler”in inkar edilmesi gibi sonuçlar ise mevcut sisteme daha çok zarar verebilirdi (Sornarajah, **Portfolio Investments**, s. 518).

<sup>705</sup> Phoenix Action Ltd. v. The Czech Republic, ICSID Case No. ARB/06/5.

<sup>706</sup> Malaysian Historical Salvors SDN BHD v. Malaysia (MHS) Annulment decision, ICSID Case No. ARB/05/10.

<sup>707</sup> Sornarajah, **Portfolio Investments**, s. 518-519; Buna ilişkin bir örnek Fedax v. Venezuela davasında karşımıza çıkar. Bu davada, önce Venezuela vatandaşlarına verilen, daha sonra hükümet tarafından engellenmeden hemen önce Hollanda vatandaşlarına transfer edilen Venezuela hükümeti tarafından ihraç edilen emre yazılı senetler söz konusudur. Hollanda-Venezuela arasında akdedilen sözleşme uyarınca tahkim yoluna başvurulması üzerine, hem yargılama yetkisinin somut olayda mevcut olduğuna karar verilmiş, hem de Hollandalı senet sahiplerinin zararları giderilmiştir.

sözleşmelerde yer alan “her çeşit varlık”, “para ile ifade edilen” gibi ifadeler o kadar açık uçludur ki, yatırım sözleşmelerinin birçok maddesi bu kapsamda değerlendirilerek portföy yatırımı kapsamına dahil edilebilir. Bu kapsamda, şirket hisse senetleri ve pay benzeri diğer varlıklar bu kapsamda düşünülebilirse de, paylar ancak “ortak girişim” payları gibi asli nitelikte olabileceğinden, burada bir kısıtlama söz konusu olacaktır. Dolayısıyla, bu tarz bir kısıtlama olsa dahi, sözleşmelerin lafzı portföy yatırımının yatırım kapsamında değerlendirilmesine cevaz vermektedir. Bunun yanında portföy yatırımlarının “korunan yatırım” olduğunu ileri süren siyasi görüşler de vardır. Bu yöndeki görüşe göre, bir ekonomik gelişmenin sağlanması için önemli olan sermaye akışı ise, bu akışın nasıl gerçekleştiğinin bir önemi yoktur. Portföy yatırımlarından kaynaklanan sermaye akışı korunmaya değerdir. Zira bu koruma, daha büyük bir sermaye akışını sağlayabilir. Bu görüş, yatırım sözleşmelerinin yabancı sermaye akışına katkı sağlayıp sağlamadığı hususu tartışmalı olduğundan, bazı açılardan zayıf kalmaktadır<sup>708</sup>.

Konuya ilişkin yukarıda bahsettiğimiz tartışmalar göz önünde bulundurulduğunda sonuç olarak, uluslararası menkul kıymet yatırımlarının ICSID Konvansiyonu çerçevesinde bir yatırım olarak korunup korunmadığı hususu, bu konudaki bir uyuşmazlığı inceleyen tahkim kurulunun kararına bağlı olduğu söylenebilir. Tahkim kurulu üyelerinin yatırıma ilişkin yaklaşımları, bu konudaki kararları belirlemede etkili olacaktır. Bu açıdan bakıldığında, yatırımın tanımına ilişkin ICSID kuralları incelendiğinde, ICSID tahkim kurullarının Konvansiyon’u yazan kişilerle aynı görüşte oldukları, zira onların da yatırımı tanımlamadıkları sonucuna varılabilir. Bu noktada, tarafların niyeti ve Konvansiyon’un kriterleri arasında bir denge olmalıdır. Çözüm ise ICSID Konvansiyonu’nun amacına uygun olmalıdır. Tahkim kurulları yatırım kavramı içeren Konvansiyon’un 25. maddesinin yorumu için sözleşmenin yorumuna ilişkin temel kuralı takip etmelidirler. Bu temel kuralın en geçerli ve temel tanımı “Viyana Anlaşmalar Hukuku Konvansiyonu”nun 31. maddesinin ilgili kısmında “*bir sözleşme, iyiniyet kuralları çerçevesinde,*

---

<sup>708</sup> Sornarajah, **Portfolio Investments**, s. 517.

sözleşmedeki terimlerin kendi anlamlarını koruyarak uyum içinde ve sözleşmenin amaç ve konusu doğrultusunda yorumlanır.” olarak yer almaktadır.

### 3. Salini Testi Çerçevesinde Menkul Kıymet Yatırımlarının Değerlendirilmesi

Yatırım kavramına yönelik önemli bir gelişme, hakem heyetlerinin kararlarında ağırlık kazanmaya başladığı görülen ve ICSID’in Salini v Fas kararında oluşturduğu “Salini testi” çerçevesinde gözlemlenmektedir. Söz konusu teste göre, ICSID tahkimi kapsamında yatırım olarak sayılabilmek için şu dört unsur aranacaktır: (i) önemli bir miktarda para harcanması ya da parasal katılım (ii) belirli bir süre, (iii) genellikle her iki tarafın da risk üstlendiği bir ilişki ve (iv) ev sahibi ülkenin ekonomik kalkınmasına katkı sağlama<sup>709</sup>. Ne var ki, hem öğretide hem de ICSID hakem heyetlerinin vermiş olduğu kararlarda bu unsurların yerindeliği üzerindeki tartışmalar halen de yoğun biçimde devam etmektedir<sup>710</sup>.

Salini testinin anılan unsurları dikkatle incelendiğinde bu unsurların oldukça kalıplaşmış ve dar bir kapsamda olduğu bu nedenle de, yalnızca doğrudan yatırımların genel özelliklerini kapsayacak şekilde tanımlandığı görülmektedir<sup>711</sup>. Salini testine göre yapılan bir yatırım, yatırımcı ile ve ev sahibi ülke arasındaki ilişkilerin kalıcı olması ve yatırımın harcama ile üretim fonksiyonlarını kontrol etmek amacıyla yapılmış olması gerekmektedir. Bu nedenle de, Salini testinin tanımı, sadece doğrudan yatırımları kapsamakta, söz konusu tanımın şartlarına uymayan diğer türden yatırımları ise testin kriterlerine tam olarak uymaması nedeniyle bir yatırım olarak

<sup>709</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 161; Çal, **a.g.e.**, s. 229.

<sup>710</sup> Çal, **a.g.e.**, 229.

<sup>711</sup> "Bir yatırımda şirketin kontrolünü sağlamak için yatırımcının yeterli payı varsa bu yatırım doğrudan, buna mukabil yatırımcısına getiri sağlamakla birlikte şirket üzerinde yatırımcının kontrolü bulunmayan bir yatırım ise genelde portföy yatırımı olarak kabul edilir, " Bkz. Continental Casualty Company v Argentina Republic, ICSID Case No. ARB/03/9 para. 81. Bir yatırımın doğrudan yatırım mı yoksa portföy yatırımı olduğuna ilişkin tespit yapılmasındaki en önemli somut verilerden biri şirket payları üzerindeki pay sahipliği oranının %10 olup olmadığıdır. Bkz. Communication from the European Community and Its Member States: Concept Paper on the Definition of Investment, WTO Doc. WT/WGTI/W/115 (April 16, 2002) paras. 14-16.

kabul etmemektedir<sup>712</sup>.

Doğrudan yatırımlar dışında dünyada en yaygın yatırım türlerinden biri menkul kıymet yatırımları olarak da bilinen portföy yatırımlarıdır. Portföy yatırımları bir işletmenin tüketim ve üretim fonksiyonu üzerinde kontrol hakkı yatırımcı için kritik bir öneme sahip değildir. Bu yatırım türünde ne “önemli bir bağlılık” ne de “belirli bir süre “ zorunluluğu vardır. Hatta “kar ve getirinin düzenliliğine” ilişkin bir beklenti bile söz konusu değildir<sup>713</sup>. En bilinen portföy yatırımları; hisse senedi, tahvil, türev ve diğer kompleks finansal araçlara yapılan yatırımlardır. Bu türden bir yatırıma istinaden ICSID’e müracaat edilen Fedax v. Venezuela davası<sup>714</sup> bugün için ICSID tahkimine gitmiş olsa acaba Salini testine göre bu davanın durumu ne olurdu? Krishan, bu durumda bir senedin yatırım olup olmadığı, Salini testine tabi tutulduğunda sonucun muhtemelen olumsuz olacağı görüşündedir<sup>715</sup>. Sadece söz konusu davada bir senedin yatırım olup olmadığı değil hisse senedi, tahvil ve diğer finansal araçların da bir yatırım olarak değerlendirilmesi için Salini testinin anılan beş kriterini de sağlaması mümkün gözükmemektedir. Oysa günümüzde menkul kıymet yatırımları uluslararası yatırımların tam merkezinde yer almaktadır. Bu tür yatırımlar bazen doğrudan yatırımlardan bağımsız olarak sadece kendi başına bir yatırım niteliğinde olabileceği gibi, bazen de Salini testinin desteklediği doğrudan yatırımları destekleyen nitelikte de olabilmektedir. Her iki durumda da, uluslararası menkul kıymetlere yapılan yatırımları ICSID Konvansiyonu kapsamı dışında değerlendirmenin rasyonel bir gerekçesi bulunmamaktadır<sup>716</sup>.

Salini testini “tartışmasız” olarak kabul bazı tahkim heyetleri ise Schreuer’in görüşüne<sup>717</sup> dayanmışlardır. Bununla birlikte Krishan, bu yaklaşım tarzı Scheuer’in

---

<sup>712</sup> Devashish Krishan, “A Notion of ICSID Investment”, **Transnational Dispute Management**, May 2008, s. 12, (Çevrimiçi) <http://www.transnational-dispute-management.com/article.asp?key=1348> 15 Ocak 2016.

<sup>713</sup> Krishan, **a.g.e.**, s. 13.

<sup>714</sup> Fedax v. Venezuela davası hakkında detaylı bilgi için bkz. s. 272.

<sup>715</sup> Krishan, **a.g.e.** s. 13.

<sup>716</sup> Krishan, **a.g.e.** s. 13.

<sup>717</sup> Jan de Nul v. Egypt (ICSID Caser No: ARB/04/13) ve Helnan v. Egypt (ICSID Case No: ARB/05/19) davalarına ilişkin olarak Scheuer’in görüşü şu şekildedir. (2006) para. 77. "Söz konusu davalara ilişkin yatırımların en tipik olan bazı özelliklerini şu şekilde tespit etmek mümkün görünüyor: Birincisi, yatırımların belli bir süreye tabi olması; ikincisi belli bir düzenlilikte kar ve getiri olması; üçüncüsü, genellikle her iki taraf içinde bir risk içermesi, dördüncüsü, taahhüdün süreklilik arz

görüşünün yanlış anlaşılmasından kaynaklandığını belirtmektedir. Krishan'ın konuya ilişkin değerlendirmesi şu şekildedir. *“Scheuer bu konuya ilişkin yapılan formülasyonu bir “test” olarak değil daha çok “tipik özellikler” olarak göz önünde bulundurmıştır. Scheuer’in görüşüne dayanarak yatırım için gerekli olan söz konusu beş özelliği belirten hakem mahkemesi ya yanlış bir yorum yapmıştır ya da bu beş şartı belirten ifadeden sonra gelen “bu özellikler mutlaka yargı gereksinimleri olarak anlaşılmalıdır sadece Konvansiyon kapsamında olan yatırımların tipik özellikleridir.” şeklindeki cümleyi bilinçli olarak göz ardı etmiş olabilirler”*<sup>718</sup>.

Salini testine ilişkin önemli bir eleştiri de, bu testin, ev sahibi ülkenin gelişimine katkı sağlamasına ilişkin koşulu yanlış anladığı yönündedir. Salini testi, yatırımdan bahsedilebilmesi için ekonomik gelişmeye katkı sağlanmasını öngören “yatırım amacı” kriterini savunmaktadır. Oysa bizim de katıldığımız bu konudaki Krishan'ın görüşüne göre; bu kriter, temel ekonomi bilimi açısından yanlış olduğu gibi, ICSID Konvansiyonu'nun amacıyla da uyuşmamaktadır<sup>719</sup>.

Son olarak değinmek istediğimiz husus, yeni yatırımlar (greenfield investments) ile mevcut yatırımların yabancılara devredilmesi şeklindeki el değiştirmeler arasında bir ayrıma gidilip gidilemeyeceği konusundadır. Yatırım, önceden yapılmış ve işletilmekte olan bir yatırımsa, buradaki yatırımı devralan şirket, yeni bir yatırım yapmamış, sadece sermaye getirmiş demektir. Bu türden işlemlerin doğrudan yabancı yatırım olarak ele alınması doğru bir anlayış olacak mıdır? Şayet böyle algılanabilecekse, yabancılardan ülkeye getirdiği sermayenin yerli girişimcilere aktarılması anlamına gelen bir faaliyetin neden yatırım olarak değerlendirilmesi ve YKTK anlaşmalarının koruması altına alınması gerekli olacaktır? Buradaki algılamaya şayet gelen sermayenin yerli yatırımcıya aktarılmakta olduğu ve yerli yatırımcının da bu sermayeyle yeni yatırım yapacağı varsayımına dayanıyorsa, bu hususa dayanılmasının yerindeliği kuşkuludur. Yerli girişimci eline geçen bu sermayeyi yatırım yerine başka şekilde tasarruf etme yoluna da gidebilecektir. Kaldı ki,

---

etmesi ve beşincisi, ev sahibi ülkenin gelişimi için yatırımın önemli olmasıdır. (Krishan, **a.g.e.**, s. 13, dn. 47.)

<sup>718</sup> Krishan, **a.g.e.**, s. 13-14.

<sup>719</sup> Krishan, **a.g.e.**, s. 15.



yabancının pay devri suretiyle aldığı söylenen işler durumdaki yatırım için para transfer ettiği iddiası gerçek olmayabilir, sadece tahkime gidebilmeyi sağlamak amacıyla gerçekleştirilen bir kurguya da dönüşebilir. Bu nedenlerle, Salini testinde vurgulanan “ülke kalkınmasına ciddi katkı sağlama” özelliğinin bu anlamda değerlendirilmesi uygun olacaktır<sup>720</sup>.

#### 4. ICSID Hakem Heyetlerinin Salini Testine Yaklaşımları

Salini testinin unsurlarının yerindeki tartışmalar öğretide olduğu kadar ICSID hakem heyetlerinin vermiş olduğu kararlarda da halen yoğun biçimde devam etmektedir<sup>721</sup>. Örneğin, Bayındır İnşaat. v. Pakistan davasında<sup>722</sup> yetkili ICSID tahkim kurulu otoyol yapım sözleşmesinin, Konvansiyon'un 25. maddesi kapsamında yatırım olarak değerlendirilip değerlendirilmeyeceği hususunu tartışmıştır. Bu davada tahkim kurulu Salini v. Fas kararını emsal almış, bir başka deyişle Salini v. Fas kararında yukarıda yer alan 4 unsur dikkate alarak uyuşmazlık bakımından yargılama yetkisinin olduğuna karar vermiştir. Zira, Bayındır gerek müşteri çevresi, ekipman ve personel açısından, gerekse finansal açıdan önemli bir katkı sağlamış, somut olayda proje belirli bir süreye tabi tutulmuş, önemli ölçüde riske katılmış ve proje ev sahibi ülkenin yol yapım çalışmalarına önemli ölçüde katkı sağlamıştır<sup>723</sup>.

Bununla birlikte, bazı ICSID tahkim kurulları Salini testini uygulamayı reddetmektedirler. Nitekim, bazı kurullar yatırım tanımını yapmak için bu testin zorunlu bir unsur olmadığı görüşündedirler. Örneğin, Malaysian Historical Salvors SDN BHD v. Malezya kararında<sup>724</sup>, Salini kriterinin önemi “hukukun esası anlamında gereklilik içermediği” gerekçesiyle minimize edilmiştir. Bu olayda kurul, subjektif bir standart belirlemek suretiyle yatırımı ilgili ikili anlaşmanın “tanım” maddesine dayanarak

---

<sup>720</sup> Çal, **a.g.e.**, s. 229.

<sup>721</sup> Çal, **a.g.e.**, 229.

<sup>722</sup> Bayındır İnşaat Ticaret ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan, ICSID Case No. ARB/03/29, Decision on Jurisdiction, 14 November 2005.

<sup>723</sup> Yusuf Çalışkan, “Dispute Settlement in Investment Law”, ed. Yusuf Aksar, **Implementing International Economic Law Through Dispute Settlement Mechanisms**, Martinus Nijhoff Publishers, 2011, s. 139.

<sup>724</sup> Malaysian Historical Salvors SDN BHD v. Malaysia (MHS) Annulment decision, ICSID Case No. ARB/05/10, April 16, 2009, para. 79.

açıklamıştır<sup>725</sup>. Biwater Gauff Ltd. v. Tanzania davasında<sup>726</sup> ise tahkim kurulu Salini testinin her olaya uygulanmasını gerektirecek bir usul veya kesin bir kural olmadığını ortaya koymuştur. Kararda, Konvansiyon kesin ve objektif bir yatırım tanımı yapmadığından, tahkim kurullarının böyle bir tanım yapmasının uygun olmadığı ifade edilmiştir. Diğer bazı tahkim kurulları ise “ev sahibi ülkenin ekonomisine katkı sağlanması” koşulunu, yorumsal, usuli veya pratiğe dayalı farklı sebepler ileri sürerek Salini testinin kapsamından çıkarmışlardır<sup>727</sup>.

Öte yandan, birtakım ICSID tahkim kurulları, Salini testine ilave kriterler eklemektedirler. Örneğin, Phoenix Action Ltd. v. Çek Cumhuriyeti davasında ICSID kurulu Salini testini kabul etmiş, ancak yatırımın ek olarak “hak ve nesafet” unsurunu da içermesi gerektiğine karar vermiştir<sup>728</sup>. Ambiente Ufficio v. Arjantin davasında<sup>729</sup> ise kurulun çoğunluğu, Salini testi kriterinin ICSID Konvansiyonu m. 25 kapsamındaki yargılama için zorunlu önşartları içermediği sonucuna varmıştır. Bununla birlikte, çoğunluk bu kriterin yine de yararlı olabileceğini, zira yol gösterici

---

<sup>725</sup> Joseph M. Boddicker, “Whose Dictionary Controls?: Recent Challenges to Term “Investment” in ICSID Arbitration”, **American University International Law Review**, Vol. 25, Issue 5, 2010, s. 1035.

<sup>726</sup> Biwater Gauff Ltd. v. Tanzania, ICSID Case No. ARB/05/22, Award July 24, 2008.

<sup>727</sup> Bu uygulamaya aşağıdaki davalar örnek olarak verilebilir:

1. Saba Fakes v. The Republic of Turkey, Saba Fakes v. Republic of Turkey (ICSID Case No. ARB/07/20) Bu davada Saba Fakes v. The Republic of Turkey davasında tahkim kurulu ev sahibi ülkenin ekonomik gelişmesine katkı sağlanması koşulunun ICSID Konvansiyonu kapsamındaki yatırım tanımı kapsamında yer almadığı sonucuna varmıştır. Kararda, “huzurdaki kurul (i) katılım (iştirak), (ii) belirli süreli olma ve (iii) risk unsuru taşıma koşullarının Konvansiyon kapsamındaki “yatırım” tanımı için gerekli ve yeterli olduğu sonucuna varılmıştır. Bununla birlikte, kurul “Ev sahibi ülkenin ekonomik gelişimine katkıda bulunulması” unsurunun Konvansiyon kapsamındaki “yatırım” tanımının unsurlarından biri olduğu konusunda ikna olmamıştır. Ev sahibi ülkenin ekonomik gelişimi Konvansiyon’un açık amaçlarından biri olmakla birlikte, bu amaç “yatırım” tanımı kapsamında bağımsız bir kriter değildir.” denilmiştir . Saba Fakes v. Republic of Turkey (ICSID Case No. ARB/07/20), Award, 14 July 2010, para 110-111; Saba Fakes v. Türkiye davası hakkında detaylı açıklama için bkz. s. 266.
2. Victor Pey Casado and President Allende Foundation v. The Republic of Chile ,( Victor Pey Casado and President Allende Foundation v. The Republic of Chile, ICSID Case No. ARB/ 98/2.)
3. Quiborax v. Bolivia (Quiborax SA and another v Plurinational State of Bolivia, ICSID Case No ARB/06/2.
4. KT Asia v. Kazakhstan: KT Asia Investment Group B.V. v. Republic of Kazakhstan (ICSID Case No. ARB/09/8). Bu davada tahkim kurulu, “Ev sahibi ülkenin ekonomik gelişimi Konvansiyon’un açık amaçlarından biri olmakla birlikte, bu amaç “yatırım” tanımı kapsamında bağımsız bir kriter değildir.” sonucuna varmıştır.

<sup>728</sup> Alex Grabowski, “The Definition of Investment Under the ICSID Convention: A Defense of Salini”, **Chicago Journal of International Law**, Vol. 15, No. 1, 2014, s. 300.

<sup>729</sup> Ambiente Ufficio S.p.A. and others v. Argentine Republic (formerly Giordano Alpi and others v. Argentine Republic) (ICSID Case No. ARB/08/9).

niteliği itibariyle Konvansiyon'un 25. maddesindeki yatırım kavramının çok geniş tanımlanması halinde dahi tanım dışı kalması gereken hadiseleri belirleme ve kapsam dışı bırakma konusunda yol gösterici olabileceğini belirtmiştir<sup>730</sup>.

Yukarıda yer verildiği üzere, birçok ICSID tahkim kurulu Salini testini kabul ederken, diğerleri Salini testiyle aynı veya farklı yönde değişik testler uygulamaktadırlar. Bir başka deyişle, yıllar içinde birçok tahkim kurulu Salini testiyle ilgili uğraş vermiş ve farklı sonuçlar almıştır. Birçoğu testi olduğu gibi kabul etmiş, bazıları ise teste başka unsurlar eklemiş veya testteki bazı unsurları çıkarmışlardır<sup>731</sup>.

## **5. ICSID Tahkimine Konu Olma Açısından Menkul Kıymet Yatırımlarının Bir Yatırım Olarak Kabul Edilebileceği Diğer Yollar**

### **a. Anlaşmalar Yoluyla**

#### **(1) Uyuşmazlık Tarafları Arasında Anlaşma**

Yabancı yatırımcı ile ev sahibi devlet akdetmiş oldukları yatırım anlaşmalarında söz konusu operasyon veya faaliyetin yatırım karakterini de tespit edebilirler. Bu yönde bir tespit hakem mahkemesini tek başına bağlamayacak olmakla birlikte, böyle bir anlaşmayı imzalayan taraf daha sonra uyuşmazlık Merkeze intikal ettiğinde, hakem mahkemesi önünde bu hususta bir itirazda bulunamayacaktır. Dolayısıyla, bu anlamda inisiyatif artık hakemlere bırakılmış olacaktır<sup>732</sup>.

Tarafların anlaşmalarına ya da onay beyanlarına ilgili işlemi ya da operasyonu niteleyen hükümler koyabilmesini teminen Merkez, 1993 tarihli Model Klotlarda örnek bir hüküm öngörmüştür. Söz konusu model klotların ilgili 3. maddesinde "Bu anlaşmanın ilgili olduğu işlemin bir yatırım olduğu bu hükümle şart koşulmuştur."<sup>733</sup>

<sup>730</sup> Ambiente Ufficio v. Arjantin Davası, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 8 February 2013, para. 481.

<sup>731</sup> Grabowski, **a.g.e.**, s. 297.

<sup>732</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 149.

<sup>733</sup> 1993 ICSID Model Clauses 3 "It is hereby stipulated that the transaction to which this agreement relates is an agreement." ICSID, (Çevrimiçi), <https://icsid.worldbank.org/ICSID/StaticFiles/model-clauses-en/8.htm#b>, 22 Eylül 2014.

hükmü yer almaktadır ve bu hükme göre taraflar ilgili işlemin bir yatırım olduğunda anlaşabilirler.

Yatırımın tanımına ilişkin anlaşma model kloz ya da benzeri bir hükümle açıkça kararlaştırılmış olabileceği gibi, örtülü olarak da yapılabilir. İlgili işlemin Konvansiyon kapsamında bir yatırım olduğuna ilişkin örtülü anlaşma, işlemin ilgili olduğu anlaşmanın ICSID tahkim klozunu ya da bu tahkime onay veren hükümü içermesi ile olabilir. Bu sonuca ulaşırken, tarafların Merkezin yetkisini kabul amaçlarının, Konvansiyon'un 25. maddesindeki yetki şartlarını da biliyor olmasından hareket edilir. Diğer bir deyişle, ilgili işlem bir yatırım değilse, tarafların Merkezin yetkisini kabul etmeyecekleri farz edilebilir<sup>734</sup>.

Bu çerçevede, uluslararası menkul kıymet yatırımlarından kaynaklanan uyuşmazlıkların tarafları arasında ICSID'in 1993 tarihli Model Klozları çerçevesinde; model kloz ya da benzeri bir hükümle açıkça kararlaştırılmış bir anlaşma veya ilgili işlemin Konvansiyon kapsamında bir yatırım olduğuna ilişkin örtülü bir anlaşma yapılarak ICSID tahkimine konu olacak şekilde bir yatırım olarak kabul edilmesi mümkün gözükmemektedir. En azından böyle bir hüküm ICSID hakem mahkemesini tek başına bağlamayacak olsa bile anlaşmayı imzalayan taraf daha sonra uyuşmazlık Merkeze intikal ettiğinde, hakem mahkemesi önünde bu hususta bir itirazda bulunamayacaktır.

## (2) Uluslararası Anlaşmalar

Uluslararası yatırım antlaşmalarını genel hatları ile incelediğimizde bir takım ortak amaçlar çerçevesinde şekillendiklerini görürüz. Doğrudan yabancı yatırımlara ilişkin engellerin ortadan kaldırılması, yabancı yatırımcılara ilişkin işlem standartlarının yükseltilmesi, yabancı yatırımların korunması ve doğrudan yabancı yatırım akışının desteklenmesi bu amaçlardan bazılarıdır. Bununla birlikte, uluslararası yatırım antlaşmalarının asıl amacı; yabancı yatırımların teşvik edilmesi ve bu maksatla ülkelerin ortak esaslar çerçevesinde uzlaşmalarının sağlanmasıdır<sup>735</sup>.

---

<sup>734</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 151.

<sup>735</sup> Turanlı, **a.g.e.**, s. 29-30.

Yatırım anlaşmasının türü ne olur ise olsun, yabancı yatırımların farklı şekillerde tasnife tâbi tutulduğunu görmek mümkündür. Bunlardan en yaygın olanı, doğrudan yabancı yatırımlar (direct foreign investment) ve dolaylı (portföy) yabancı yatırımlar (indirect foreign investment) ayrımıdır.<sup>736</sup> İster ulusal, ister uluslararası nitelikte olsun yabancı yatırım denildiğinde akla öncelikle doğrudan yabancı yatırımlar gelmektedir.

Bununla birlikte, gerek çok taraflı uluslararası anlaşmalarda gerekse iki taraflı uluslararası anlaşmalar olan YKTK anlaşmalarında yatırım kavramının üzerinde anlaşılan bir tanımı bulunmamaktadır. Mevzuatta ve bilimsel eserlerde, yapılacak tanımın tüm yatırım türlerini kapsayamayacağı endişesiyle, böyle bir tanım vermekten kaçınılmaktadır. Bu nedenle, yatırımların korunmasına ilişkin iki ya da çok taraflı uluslararası anlaşmalarda genellikle yatırım tanımlanmamakta, yatırım olarak kabul edilecek varlık ve haklar sayılmaktadır.<sup>737</sup> Ancak uluslararası anlaşmalarda; uzun dönemi kapsamaları, yüksek risk taşımaları ve ülkenin kalkınmasındaki önemleri nedeniyle, öncelikle doğrudan yatırımların korunmasına öncelik verildiğinden, portföy yatırımlarının korunmasının ikinci planda kaldığı söylenebilir. Bununla birlikte, söz konusu anlaşmalarda yer alan nelerin bir yatırım olarak kabul edilebileceğine ilişkin hükümler dikkatle incelendiğinde özellikle pay senedi ve tahvil şeklindeki menkul kıymet yatırımlarının da yatırım kapsamı içerisinde yer aldığı ve doğrudan yatırımlara sağlanan hukuki korumadan faydalandığı, dolayısıyla da bu türden uluslararası yatırımlara ilişkin ortaya çıkabilecek uyuşmazlıkların da ICSID tahkimine konu olabilecekleri görülmektedir.

## **i. Çok Taraflı Anlaşmalar**

Çok taraflı anlaşmalardan NAFTA Anlaşmasında "Yatırım" başlıklı 11. bölümünün "Tanımlar" başlıklı 1139. maddesi Anlaşma kapsamında yatırımın geniş bir tanımını vermektedir. Madde hükmünde yatırım kapsamına dahil olan değerlerin

<sup>736</sup> Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat Teorisi: Politika ve Uygulamalar**, İstanbul, Güzem Yayıncılık, 1990, s. 554; Tiryakioğlu, **Doğrudan Yabancı Yatırımlar** s.10; Dost, **Uluslararası Nitelikli Yatırım Uyuşmazlıkları**, s. 98.

<sup>737</sup> Bilgin Tiryakioğlu, "Yatırımlar ve Uluslararası Tahkim Arasındaki İlişki: ICSID Tahkimi", (Kıs. ICSID Tahkimi), **Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları** 1 (2), 2007, s. 170.

yanı sıra, yatırım olarak kabul edilmeyecek bazı değerler de özel olarak belirtilmiştir<sup>738</sup>. Hükme göre yatırım, bir şirket, *bir şirketin hissesi, yatırımcının bir alt şirketinin tahvili veya bir devlet şirketinin tahvili hariç olmak üzere vadesi en az 3 yıl olan bir şirket tahvili*, devlet şirketine verilmiş borç hariç olmak üzere yatırımcının bir alt şirketine verilmiş olan kredi veya vadesi en az 3 yıl olan ve bir şirkete verilmiş borç, bir şirkette gelir ya da kar paylaşımı hakkı veren menfaat, bir tahvil veya ödünçten ayrı olarak bir şirketin tasfiyesinden pay alma hakkı veren menfaat, ekonomik menfaat veya diğer iş amaçları için kullanılan ya da bu amaçla edinilen taşınmaz ya da diğer mallar, bir anlaşma tarafının ülkesindeki sermaye taahhüdü ya da başka kaynakların doğan menfaatler; örneğin bir tarafın ülkesinde yatırımcının mallarının bulunmasını öngören sözleşmeler (anahtar teslimi, imtiyaz, inşaat dahil) veya ödemenin bir işletmenin karı, geliri veya üretimine dayanarak yapıldığı sözleşmeler kapsamındaki bu çeşit menfaatler ve buraya kadar sayılan yatırım türlerini içermeyen para alacaklarıdır. NAFTA anlaşmasında sayılmış olan yatırım türleri anlaşmanın uygulanması bakımından sınırlıdır. Başka ya da benzeri işler yatırım kapsamında değerlendirilmeyecektir. Görüldüğü üzere bir şirketin pay senedi ve belli niteliktekiler hariç olmak üzere tahvil gibi menkul kıymetler NAFTA Anlaşması kapsamında bir yatırım olarak kabul edilmektedir.

NAFTA Anlaşması'na üye devletler ile devlet vatandaşları arasında çıkabilecek yatırım uyuşmazlıklarının çözümü için, Anlaşma tarafı devlet ile yatırımcının vatandaşı olduğu devletin her ikisi de ICSID Konvansiyonu'na taraf ise Anlaşma'nın 1120/1-a maddesi çerçevesinde ICSID tahkim sistemine; Anlaşma tarafı devlet ya da yatırımcının vatandaşı olduğu devletten herhangi biri ICSID Konvansiyonu'nun tarafı ise bu durumda da Anlaşmanın 1120/1-b maddesi uyarınca ICSID ek mekanizma kurallarına başvuru yapılabileceği belirtilmektedir.

Enerji Şartı Anlaşmasınının 1/6. maddesi Anlaşma kapsamında yatırım iki taraflı yatırım anlaşmalarındakine benzer bir formda ancak sınırlandırıcı olmayan bir şekilde

<sup>738</sup> NAFTA, (Çevrimiçi), <https://www.nafta-sec-alena.org/Default.aspx?tabid=97&ctl=SectionView&mid=1588&sid=539c50ef-51c1-489b-808b-9e20c9872d25&language=en-US#A1139>, 22 Eylül 2014.

tanımlamıştır<sup>739</sup>. Hükme göre yatırım, yatırımcı tarafından doğrudan ya da dolaylı olarak kontrol edilen ya da sahiplenilen her türlü aktif değer olup şunları içerir: maddi gayri maddi, taşınır taşınmaz mallarla her türlü kira, ipotek, haciz ve rehin gibi haklar, *bir şirket veya bir işletme veya bunlardaki hisseler veya diğer biçimlerdeki sermaye katılımı ve bir şirketin ya da işletmenin tahvili* ya da diğer bir borcu, para alacağı veya bir yatırımla ilişkili ve ekonomik bir değeri haiz sözleşmenin ifasını talep hakkı, fikri mülkiyet, hasılatlar ve enerji sektöründe herhangi bir ekonomik faaliyeti taahhüt etmek üzere hukuka uygun olarak verilmiş olan lisanslar veya izinler suretiyle ya da sözleşme veya kanunlar tarafından verilmiş olan herhangi bir hak<sup>740</sup>. Buradan da anlaşılmaktadır ki, portföy yatırımları hatta fikri mülkiyet hakları dahi yatırım kavramı içinde sayılmıştır.

Enerji Şartı Anlaşması çerçevesinde taraflar arasında (yani taraf devlet ile yabancı yatırımcı arasında) uyuşmazlıkların tahkim yolu ile çözümü için sözleşmesel bir ilişkiye gerek bulunmamaktadır. Devletin tek taraflı olarak tahkime ilişkin rızasını yatırım anlaşmasında icap olarak sunduğu, yabancı yatırımcının ise yatırım anlaşmasında öngörülen tahkime başvurmak suretiyle bu icabı kabul etmiş sayılacağı kabul edilmektedir. Dolayısıyla yatırımcı, yatırım anlaşması ile kendisine tanınan hakların ihlali iddiasına dayanarak devlete karşı, devletle arasında herhangi bir sözleşmesel ilişki bulunmasa da yatırım anlaşmasında öngörülen tahkime başvurabilecektir<sup>741</sup>. Enerji Şartı Anlaşması, yatırımcı ile anlaşmaya taraf devletler arasında yatırımlara ilişkin uyuşmazlıkların ve devletler arasında Enerji Şartı Anlaşması'nın yorumlanması ya da uygulanmasına yönelik uyuşmazlıkların giderilmesi için çeşitli çözüm yolları öngörmektedir. Anlaşmanın öngördüğü uyuşmazlıkların çözüm yollarından biri de Anlaşma'nın 26/4. maddesi uyarınca ICSID tahkimidir<sup>742</sup>.

<sup>739</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 153; Energy Charter, (Çevrimiçi), <http://www.encharter.org>, 22 Eylül 2014.

<sup>740</sup> Ali Kemal Kılavuz, "Enerji Şartı Anlaşması Çerçevesinde Uyuşmazlıkların Çözümü", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XIII, Y. 2009, S. 1-2, s. 191.

<sup>741</sup> Değer Bodén, "Enerji Uyuşmazlıkları ve Yatırım Anlaşması Tahkimi", **14. Uluslararası Enerji ve Çevre Teknoloji Sistemleri Fuar ve Konferansı Bildiriler Kitabı**, 2008, s. 373.

<sup>742</sup> Enerji Bakanlığı tarafından imtiyaz sözleşmesindeki taahhütlerini yerine getirmediği gerekçesiyle aktiflerine el konulan Çukurova Elektrik A.Ş. ve Kepez Elektrik A.Ş.'nin hisselerinin %66'sının sahibi olduğu iddiasıyla Kıbrıs Rum Kesimi uyruklu Libananco şirketi Türkiye ile arasında herhangi

Gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye ve teknoloji girişinin özendirilmesi amacıyla kurulan ve Dünya Bankası Grubu'nun bir üyesi olarak kurulan ve Çok Taraflı Yatırım Garanti Kurumu (Multilateral Investment Guarantee Agency: MIGA) Anlaşması<sup>743</sup>'nin 12. maddesinde yatırım kavramı açıklanmıştır<sup>744</sup>. MIGA tarafından bir yatırımın desteklenmesi, yani bu yatırımın bir takım risklere karşı garanti altına alınabilmesi için o yatırım öncelikle “uygun yatırım” (eligible investment) olması gerekmektedir<sup>745</sup>. Uygun yatırım kavramından ne anlaşılması gerektiği MIGA Anlaşması'nın 12. maddesinde açıkça belirtilmiştir. Buna göre uygun yatırım; sermaye sahipleri tarafından belirlenen yahut garanti edilen orta veya uzun vadeli krediler de dâhil olmak üzere sermaye yatırımlarını ve Kurul tarafından belirlenecek olan doğrudan yatırım türlerini kapsar<sup>746</sup>. Bu kapsamda MIGA, sınır aşan yatırımları ve bunlara ek olarak büyüme ile ilişkilendirilmiş yatırımları, modernleştirmeyi veya mevcut finansal projelerin yeniden yapılandırılmasını ve devlet teşebbüsleriyle ilgili malların özelleştirilmesini garanti eder<sup>747</sup>. Kısaca MIGA, sermaye yatırımlarını, doğrudan yatırım modellerini ve orta ve uzun vadeli kredileri garanti eder<sup>748</sup>.

MIGA Anlaşması'nın koruması aslında doğrudan yabancı yatırımları kapsamakla birlikte, uygun yatırım kavramı; şirket hissedarlarının sahip olduğu sermaye paylarını, hissedar kredilerini, pay sahibi hissedarlar tarafından verilmiş kredi garantilerini de içerir<sup>749</sup>. MIGA tarafından garanti altına alınan yatırımların kapsamını belirleme yetkisi Kurul (Board) tarafından kullanılır<sup>750</sup>. Böylece Kurul; lisans, hizmet ve yönetim, franchising, üretim yahut kâr paylaşımı, leasing sözleşmeleri gibi yeni

---

bir ikili anlaşma olmamasına rağmen Enerji Şartı Anlaşması'nın 26/4. maddesine istinaden Türkiye aleyhine ICSID tahkimine başvurmuştur (Libananco Holdings Co. Limited v. Republic of Turkey, ICSID Case No: ARB/06/8).

<sup>743</sup> MIGA, 11.10.1985 tarihinde çok taraflı bir antlaşma ile kurulmuş olup, Türkiye'nin bu antlaşmanın onaylanmasını uygun bulması 27.05.1988 tarih ve 3453 sayılı Kanun ile olmuştur.

<sup>744</sup> Işık, **a.g.e.**, s. 133.

<sup>745</sup> Çalışkan, **a.g.e.**, s.104.

<sup>746</sup> “MIGA Convention, Article 12/a”, MIGA, (Çevrimiçi), <http://www.gwb.com.au/gwb/news/mai/miga.html>, 22 Eylül 2014.

<sup>747</sup> **MIGA: Investment Guarantee Guide**, (Çevrimiçi), <http://www.miga.org/documents/IGG06+pa.pdf>, 22 Eylül 2014.

<sup>748</sup> Çalışkan, **a.g.e.**, s.104.

<sup>749</sup> **MIGA: Guarantee Guide**, (Çevrimiçi), <http://www.miga.org/documents/IGG06+pa.pdf>, 22 Eylül 2014.

<sup>750</sup> “MIGA Convention, Article 12/b”, MIGA, (Çevrimiçi) <http://www.gwb.com.au/gwb/news/mai/miga.html>, 22 Eylül 2014.



yeni ortaya çıkan yatırım çeşitlerini de uygun yatırım kavramı kapsamında değerlendirebilir. Ayrıca uygun yatırım; para ve benzer yatırım araçları olabileceği gibi, makine, hizmet veya teknolojik katkı sağlama yoluyla da yapılabilir. Ancak yatırımın en az üç yıllık bir zaman dilimine ilişkin olması gerekir. Dahası Kurul, ileride başka bir takım yatırım türlerini de garanti kapsamına alabilme hakkını saklı tutmuştur<sup>751</sup>.

Güney Amerika ülkelerinin en etkili ortak pazar girişimi olan 1993 tarihli MERCOSUR Koloniya Protokolünün 1/1. maddesinde de yatırım tanımlanmış, 9/4-a maddesinde de yatırımcılar ile ev sahibi ülke arasında çıkabilecek uyuşmazlıkların çözüm yolu olarak ICSID tahkim sistemi bir alternatif olarak belirtilmiştir<sup>752</sup>. Bu Anlaşma da yatırımı sınırlı olmayan bir şekilde ve Enerji Şartı Antlaşmasına benzer şekilde tanımlamıştır. Anlaşmanın 17-01. maddesine göre, *şirketler ve şirketlerdeki sermayenin* yanı sıra, amacı ekonomik menfaatler olan her türlü değer veya hak da yatırım olarak kabul edilmiştir. Yine ayrıca, yatırımın tanımında ilgili ülkenin mevzuatına da atıf yapılmıştır. İlgili ülke mevzuatına göre yatırım kabul edilen kaynaklar da Anlaşma kapsamında yatırım sayılacaklardır. Aslında bu şekilde bir yollama ve Anlaşmada yatırımın tanımının sınırlandırıcı bir şekilde yapılmamış olması ve kapsam dışında da bırakılmamış olması sebepleriyle en azından pay senedi şeklindeki menkul kıymetlerin bir yatırım olarak kabul edilmesine engel bir durum bulunmamaktadır. Bununla birlikte, bu Anlaşmada da hangi para alacaklarının, tahvillerin ve ödünçlerin yatırım olarak kabul edilmeyeceği NAFTA'daki düzenleme ile ayniyet arz etmektedir<sup>753</sup>.

Çok taraflı anlaşmalar olan NAFTA, Enerji Şartı Antlaşması ve MERCOSUR Koloniya Protokolü'nde yer alan yatırım tanımları ve kapsamaları göz önünde bulundurulduğunda; söz konusu tanımların, en yaygın menkul kıymetler olan pay senedi ve -bazı istisnalar dışında- tahvillere yapılan yatırımları kapsadığı ve bu türden menkul kıymetlere yapılan yatırımların bir yatırım olarak kabul edildiği sonucuna varılmaktadır. Dolayısıyla, söz konusu çok taraflı uluslararası anlaşmaların

---

<sup>751</sup> Çalışkan, **a.g.e.**, s. 105.

<sup>752</sup> CVM, (Çevrimiçi), <http://www.cvm.gov.br/ingl/Inter/mercosul/coloni-e.asp>, 22 Eylül 2014.

<sup>753</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 153.

içeriklerinde ICSID tahkim sistemi bir uyuşmazlık çözüm yolu olarak gösterildiğinden, bu anlaşmalara istinaden ortaya çıkabilecek bir uluslararası menkul kıymet yatırım uyuşmazlığı ICSID tahkimine konu olabilecektir.

## ii. İki Taraflı Anlaşmalar (YKTK Anlaşmaları)

Merkezin yetkisini tesiste tarafların onayının yer aldığı temel belgelerden biri de, yukarıda detaylı olarak açıkladığımız YKTK anlaşmaları olarak da bilinen iki taraflı yatırım anlaşmalarıdır. Bu anlaşmalar, anlaşma kapsamında Merkezin yetkisine tabi kıldıkları yatırımların neler olduğunu da içermektedir. Anlaşmalardaki yatırım tanımları esas olarak birbirine benzemektedir. Genellikle, yatırımlar sınırlı olmayan bir şekilde tanımlanmakla beraber, bazı yatırım türleri özel olarak belirtilmiştir. Bir genelleme yapılacak olursa, yatırımın her türlü mal varlığını kapsadığına ilişkin tanım bu anlaşmalarda bulunmaktadır<sup>754</sup>.

YKTK antlaşmaları devletler arasında imzalanmakla beraber, âkit devletlerin yatırımcılarına tahkime gitme olanağını tanımakta olması nedeniyle, uyuşmazlıkların tahkime götürülmesi bağlamında devletlerarası nitelikteki uyuşmazlıklar bakımından olduğu kadar, devletler ile yatırımcılar arasındaki uyuşmazlıkların da tahkime konu edilmeleri olanağı doğmaktadır. Hatta bu antlaşmalarda başlıca ilişkinin aslında devletler ile yatırımcılar arasındaki ilişkiler olduğu ve dolayısıyla devletler arasındaki bir uyuşmazlığın ortaya çıkması olasılığının oldukça düşük olduğu belirtilmektedir<sup>755</sup>. Burada öngörülen tahkim üzerinden, yatırımcıların (uluslararası hukuk süjesi olmamalarına karşın “katılımcı” sıfatıyla<sup>756</sup>) uluslararası özel hukuka tabi ticari tahkime değil, uluslararası kamu hukuku kurallarına bağlı olarak - ya bir uluslararası anlaşmaya yahut devlet ile yatırımcı arasındaki bir sözleşmeye dayanmak suretiyle-

---

<sup>754</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 154.

<sup>755</sup> Howard Mann, Konrad van Moltke, "A Southern Agenda on Investment?: Promoting Development with Balanced Rights and Obligations for Investors, Host States and Home States", **International Institute for Sustainable Development Yayını**, 2005, s. 16.

<sup>756</sup> Robert McCorquodale, **The Individual and the International Legal System: International Law**, Oxford University Press, 2003, s. 302-303.

uluslararası kamusal nitelikte bir tahkime gitmeye hak kazandıklarını vurgulamak gerekir<sup>757</sup>.

İki taraflı anlaşmalar ve ICSID'in yetkisi bakımından yatırımın tanımı anlamındaki ilişkiye de değinmek gerekir. Öncelikle belirtilmelidir ki, taraflar arasında Merkeze intikal eden uyuşmazlığın iki taraflı yatırım anlaşmasına dayanmadığı davalarda, bu anlaşmadaki yatırım tanımına itibar edilemeyecektir. Ancak, ilgili işlem ya da faaliyetin iki taraflı yatırım anlaşmasındaki yatırım tanımına girmediğinden bahisle Merkezin yetkisi doğrudan reddedilmeyecektir. Bu halde, ICSID hakem mahkemesi ilgili uyuşmazlığın Konvansiyon anlamında bir yatırımdan kaynaklanıp kaynaklanmadığını tarafların anlaşması ile birlikte işlemi yorumlayarak kendisi tayin edecektir<sup>758</sup>.

Aynı şekilde, iki taraflı yatırım anlaşmasından kaynaklanan ve bu anlaşmada devletlerin ICSID tahkimine onay vermiş oldukları her uyuşmazlık da Konvansiyon kapsamında bir yatırım uyuşmazlığı olmayabilir. Örneğin, bazı anlaşmalarda uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin hükümlerde yatırımların tesisine ve kabulüne dair olan uyuşmazlıkların da ilgili uyuşmazlık çözüm yöntemine, ICSID'e tabi olduğu kararlaştırılmaktadır. Özellikle, yatırım başvurusunun reddine dair olan bir uyuşmazlıkta, uyuşmazlığın bir yatırımdan kaynaklandığını söylemek mümkün olamamaktadır<sup>759</sup>. Bu sebeple de, bu uyuşmazlık iki taraflı yatırım anlaşması kapsamında olabilmesine rağmen, ICSID Konvansiyonu'nun konu bakımından yetkisi dışına çıkmaktadır<sup>760</sup>. Taraflar ikili anlaşmaya dayanarak bunun bir yatırım uyuşmazlığı olduğunu ileri süremeyeceklerdir. Zira, yatırım olup olmadığına dair test Konvansiyon anlamında olumlu sonuçlanmamıştır. Bu hallerde, yani uyuşmazlığın bir yatırımdan kaynaklanmadığı durumlarda uyuşmazlık ICSID ek mekanizma kuralları dahilinde tahkim yoluyla çözümlenebilir.

İki taraflı anlaşmalardan örnek vermek gerekirse, bu konuda kapsamlı bir

---

<sup>757</sup> McCorquodale, **a.g.e.**, s. 311-312.

<sup>758</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 155.

<sup>759</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 155, 156.

<sup>760</sup> Antonio R. Parra, "Provisions on the Settlement of Investment Disputes in Modern Investment Laws, Bilateral Investment Treaties and Multilateral Instruments on Investment", **ICSID Review-Foreign Investment Law Journal**, Vol. XII, S. 2., 1997, s. 325-329.

tanım içeren Türkiye - ABD YKTK Anlaşmasına<sup>761</sup> göre yatırım;

“Bir tarafın vatandaşları veya şirketlerince dolaylı veya dolaysız malik olunan veya kontrol edilen ve mal varlığı, öz varlık, borç, alacak ve hizmet ve yatırım sözleşmeleri dahil, diğer tarafın ülkesindeki her türlü yatırımı ifade eder ve aşağıdakileri ihtiva eder:

i. ipotek, ihtiyati haciz ve rehin gibi haklar dahil olmak üzere maddi ve gayri maddi her türlü mameleki;

ii. bir şirketi veya hisse senetlerini veya bir şirketteki başka menfaatleri veya mal varlığından doğan diğer menfaatleri;

iii. bir para alacağını veya ekonomik değeri olan ve bir yatırımla ilişkili bulunan bir işlemin yapılması talebini;

iv. telif hakları, patentler, markalar, ticari unvanlar, endüstri tasarımları, ticari sırlar ve know how ve peştemaliye dahil, fikri ve sınai mülkiyet haklarını;

v. kanun veya sözleşme ile elde edilen her türlü hakkı ve kanuna uygun olarak sağlanan tüm lisans ve izinleri;

vi. hasılatın ve kredi anlaşmalarından doğan anapara ve faiz ödemelerinin yeniden yatırımı<sup>762</sup>

olarak tanımlanmıştır.

Söz konusu Anlaşma yatırımı bir tarafın vatandaşları veya şirketlerince dolaylı veya dolaysız malik olunan veya kontrol edilen ve mal varlığı, özvarlık, borç, alacak ve hizmet ve yatırım sözleşmeleri dahil, diğer tarafın ülkesindeki her türlü yatırımı şeklinde tanımlamış ve yine yatırımın neleri ihtiva ettiğini belirterek, bunlar arasında yer alan “bir şirketi veya hisse senetlerini veya bir şirketteki başka menfaatleri veya mal varlığından doğan diğer menfaatleri;” ifadesi ile menkul kıymet şeklindeki yatırımların da Anlaşma kapsamında bir yatırım olduğunu kabul etmiştir. Burada dikkat çeken diğer bir önemli husus da pay senedi şeklindeki menkul kıymetlerden açıkça bahsedilmişken tahvil şeklindeki menkul kıymetlerden “şirketteki başka menfaatler” dolaylı bahsedilmiş olmasıdır. Bununla birlikte Türkiye - Singapur

<sup>761</sup> 13.08.1989 tarih ve 20251 sayılı Resmi Gazete.

<sup>762</sup> Türkiye-ABD YKTK Anlaşması, m. 1/1 (c).

YKTK Anlaşması'nın<sup>763</sup> 1-2 (b) maddesinde yer alan "*hisseler ve hisse senetleri, tahviller ve şirketlerdeki benzer paylar*" şeklindeki hükümde yer aldığı gibi bazı YKTK anlaşmalarında tahvillerden bir yatırım olarak açıkça ifade edilmiştir.

Türkiye'nin imzalamış olduğu iki taraflı yatırım anlaşmalarında yatırımın tanımı konusunda benzer hükümler bulunmaktadır. Tanımlar sınırlayıcı olmadığından, bazı özel yatırım türlerinin belirtilmesi uygulamada kolaylık ve açıklık sağlaması bakımından önemlidir. Bu anlaşmalardan bazıları yukarıdaki hükümle benzerlik içinde olup<sup>764</sup>, çoğunluğu teşkil eden diğer bazı anlaşmalarda ise ilaveten yatırım olarak kabul edilebilme için işlemin ya da faaliyetlerin ev sahibi devletin kanun ve nizamlarına uygun olarak yapılmış olması da aranmaktadır<sup>765</sup>. Hatta, Danimarka ile akdedilmiş olan anlaşmanın 1/b maddesine göre, yatırım terimi "*yatırımların yapıldığı Akit Taraf ülkesindeki kanun ve mevzuata uygun şekilde yapılmış bütün doğrudan yatırımları*" ifade edeceği hükme bağlanmıştır<sup>766</sup>. Türkiye-Macaristan YKTK Anlaşmasında da, yatırımın genel olarak tanımını her türlü mal varlığı olarak yaparken, bu mal varlığının "doğrudan yatırımlarla" ilgili olmasını aramıştır<sup>767</sup>.

Diğer önemli bir örnek olarak, en son tarihli ve dolayısıyla da en güncel anlaşma olan Türkiye-Azerbaycan arasında yapılan YKTK Anlaşması'na<sup>768</sup> göre yatırımın tanımını ve hangi faaliyetlerden oluştuğunu incelememiz, menkul kıymet yatırımları konusunda farklı bir hüküm içermesi nedeniyle faydalı olacaktır. Söz konusu Anlaşmanın 1. maddesine göre yatırım;

*"... uzun süreli ekonomik ilişkiler kurma amaçlı faaliyetlerle bağlantılı olarak bir Akit Tarafın yatırımcısınca diğer Akit Tarafın ülkesinde bu Akit Tarafın ulusal*

<sup>763</sup> 19.02.2010 tarih ve 27498 sayılı Resmi Gazete

<sup>764</sup> Örneğin, Türkiye-İngiltere m. 1/a; Türkiye-İspanya Anlaşması m. 1/2/a.

<sup>765</sup> Örneğin, Türkiye-İsveç Anlaşması m. 1/1; Türkiye-Mısır Anlaşması m. 1/2; Türkiye-Arjantin Anlaşması m. 1/1; Türkiye-Kazakistan Anlaşması m. 1/2; Türkiye-Özbekistan Anlaşması m. 1/2; Türkiye-Kırgızistan Anlaşması m. 1/2; Türkiye-Macaristan Anlaşması m. 1/1; Türkiye-Malezya Anlaşması m. 1/2/a.

<sup>766</sup> Aynı hüküm için bakınız. Türkiye-İspanya Anlaşması m. 1/2/b; Türkiye- Bosna/Hersek Anlaşması m. 1/2/b (06.02.2000 tarih ve 23956 sayılı Resmi Gazete).

<sup>767</sup> Türkiye-Macaristan Anlaşması m. 1/1 (22.02.1995 tarih ve 22210 sayılı Resmi Gazete).

<sup>768</sup> 02.05.2013 tarih ve 28635 sayılı Resmi Gazete.

mevzuatına uygun olarak doğrudan kurulan veya edinilen her türlü mal varlığını ve bunlarla kısıtlı olmamakla beraber özellikle aşağıdakileri içerir:

(a) taşınır ve taşınmaz malların yanı sıra ipotek, rehin, kiralama, intifa hakkı, kefalet gibi diğer haklar ve malvarlığının bulunduğu Akit Tarafın kanun ve düzenlemelerine uygun olarak tanımlanan diğer benzer aynı haklar;

(b) yeniden yatırılan gelirler, para alacakları veya bir yatırımla ilgili mali değeri olan diğer haklar;

(c) hisseler, hisse senetleri ya da şirketlere iştirakin diğer her türlü şekli;

(d) telif hakları, patentler, sınai tasarımlar, teknik bilgi, ticari itibar gibi fikri mülkiyet haklarının yanısıra Akit Tarafların ulusal mevzuatına uygun diğer benzer haklar;

(e) doğal kaynakların aranması, geliştirilmesi, çıkarılması veya işletilmesine yönelik imtiyazlar da dahil olmak üzere, yetkili bir makam tarafından kanun veya bir sözleşme ile verilmiş iş imtiyazları.

Bununla birlikte; bir şirketin yüzde onundan (10) daha az hissesine veya oy hakkına tekabül eden ve borsa yoluyla edinilmiş yatırımlar işbu Anlaşma kapsamına girmeyecektir."

şeklinde ifade edilmektedir.

Bahse konu Anlaşma maddesinde pay ve pay senedi şeklindeki menkul kıymet edinimlerinden bir yatırım olarak 1-c maddesinde yer alan "hisseler, hisse senetleri ya da şirketlere iştirakin diğer her türlü şekli" biçiminde açıkça bahsetmesi Türkiye'nin taraf olduğu diğer birçok YKTK anlaşmaları için standart bir ifade olmasına karşın, Anlaşmanın aynı maddesinde yer alan ve menkul kıymetlere yapılan yatırımlarını DYYK'nun 2/b maddesi ile dolayısıyla da ulusal mevzuat hükümleriyle uyumlu hale getiren "bir şirketin yüzde onundan (10) daha az hissesine veya oy hakkına tekabül eden ve borsa yoluyla edinilmiş yatırımlar işbu Anlaşma kapsamına girmeyecektir" kuralı getirilmiştir. Bu kural Slovakya ve Avustralya gibi Türkiye'nin son zamanlarda imzaladığı YKTK Anlaşmaları'nda da standart bir hüküm olarak yer almaktadır.

## **b. Ulusal Mevzuat Yoluyla**

Merkezin tahkim yetkisine onayın kaynağı olarak üçüncü grup, ulusal

mevzuatlardaki hükümlerdir. Ulusal yatırım mevzuatlarındaki ICSID tahkimine ev sahibi devlet tarafından verilmiş onay, Konvansiyon anlamında konu bakımından yetkinin doğumu için ilgili mevzuattaki yatırımın tanımı kapsamında değerlendirilecektir<sup>769</sup>. Diğer bir deyişle, ulusal mevzuatlarda yatırımın tanımı aynı mevzuattaki Merkezin yetkisine onayın bir şartı olarak değerlendirilecektir. Bu değerlendirme, her olayda ilgili hükümlere atıfla yapılacaktır. Konvansiyon anlamında konu bakımından yetkinin tayininde bir “yatırım” olup olmadığı sorusu, Merkeze onayın yer aldığı yatırım mevzuatındaki yatırım tanımının değerlendirilmesi sonucunda cevaplandırılacaktır.

Ulusal yatırım mevzuatları, genel olarak nelerin yabancı yatırım olduğu konusunda bir tespit içerirler. Bu tanımlama esas itibarıyla iki taraflı yatırım anlaşmalarındaki klasik yatırım tanımlarına benzemektedir. Örneğin, bu hususu Türkiye açısından inceleyecek olursak, 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu'nun 2/b maddesinde "yabancı yatırım" şu şekilde tanımlanmıştır:

*“Doğrudan yabancı yatırım: Yabancı yatırımcı tarafından,*

*1) Yurt dışından getirilen;*

*- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na alım satımı yapılan konvertibl para şeklinde nakit sermaye,*

*- Şirket menkul kıymetleri (Devlet tahvilleri hariç),*

*- Makine ve teçhizat,*

*- Sınai ve fikri mülkiyet hakları,*

*2) Yurt içinden sağlanan;*

*- Yeniden yatırımda kullanılan kar, hasılat, para alacağı veya mali değeri olan yatırımla ilgili diğer haklar,*

*- Doğal kaynakların aranması ve çıkarılmasına ilişkin haklar,*

*gibi iktisadi kıymetler aracılığıyla;*

*i) Yeni şirket kurmayı veya şube açmayı,*

*ii) Menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi veya menkul kıymet*

---

<sup>769</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 173.

*borsalarından en az % 10 hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir şirkete ortak olmayı,"*

*ifade eder.*

DYYK'da yatırım uyuşmazlıklarının çözümü konusunda ICSID'e herhangi bir atıf olmadığından, Türk hukuku bakımından bu Kanunda yapılmış olan tanımın somut bir yatırım uyuşmazlığında doğrudan dikkate alınması ya da başka yollarla Merkezin tahkim yetkisine verilmiş olan onayın bir şartı olarak uygulanması söz konusu olmayacaktır. Ancak, Türkiye'nin imzalamış olduğu YKTK anlaşmalarında da benzer tanımın yapılmış olması itibariyle, pratikte YKTK anlaşmalarından kaynaklanan ICSID tahkimlerinde konu bakımından yetkinin tayini anlamında aynı tanıma itibar edilebileceği de unutulmamalıdır<sup>770</sup>. Çünkü Merkez hakem mahkemeleri bazı davalarda ilgili ulusal mevzuata göre bir yatırımın varlığı ve dolayısıyla Merkezin yetkisinin olup olmadığı sorusu ile karşı karşıya kalmışlardır<sup>771</sup>.

DYYK'nın yabancı yatırımı tanımladığı 2/b maddesini uluslararası menkul kıymet yatırımcıları açısından değerlendirecek olursak; hükümde de açıkça ifade edildiği üzere menkul kıymet borsaları dışındaki hisse edinimleri yabancı doğrudan yatırım sayılırken; borsalardan pay senedi ya da benzeri oy hakkı sağlayan menkul kıymetlere yapılan yatırımlar açısından ise en az %10'luk bir asgari hisse oranı ile mevcut bir şirkete ortak olma şartı getirilmiştir. Bu kural, yabancı yatırımcı açısından bir tür kontrol ilişkisini veya payı alınan şirketin yönetiminde etkinlik sağlayacak dereceye yükselmeyi amaçlamaktadır<sup>772</sup>. Söz konusu amacı gerçekleştirmek için sınır olarak neden % 10'un belirlendiği ise DYYK'nun 2. madde gerekçesinde "... %10 oranı, yabancı yatırımcıların uzun vadeli beklentilerini temsil ettiği uluslararası alanda kabul edilen orandır" şeklinde ifade edilmiştir. Dolayısıyla, söz konusu Kanun'a göre doğrudan yatırımların aksine, borsalar vasıtasıyla yapılan pay senedi yatırımlarında bir şirketin toplam paylarının %10'un altında yatırım yapan yabancı yatırımcı; bu payları ihraç eden kuruluşun yönetiminde etkin olmaması<sup>773</sup> ve -yukarıda

<sup>770</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 174.

<sup>771</sup> Örnek olarak, Tokios Tokelès v. Ukraine ICSID Case No. ARB/02/18.

<sup>772</sup> Çal, **a.g.e.**, s. 145.

<sup>773</sup> Uluslararası Yatırım Pozisyonu İstatistikleri, s. 6.



da ifade ettiğimiz üzere- doğrudan yatırımlarda yatırımcı, yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirirken, menkul kıymet yatırımlarında yabancı yatırımcının sermayeden başka bir katkısı bulunmaması gibi düşüncelerle dolaylı yabancı yatırımcı olarak kabul edilmemiştir. Borsalar dışında elde edilen pay edinimleri için ise bir oran öngörülmemiştir.

## **D. ICSID Tahkimine Konu Olan Uluslararası Menkul Kıymet Yatırım Uyuşmazlıklarına İlişkin Bazı Davalar**

### **1. Libananco v. Türkiye Davası**

Enerji Şartı Antlaşması'nın zaman bakımından uygulanması konusunun tartışıldığı ihtilâflardan birini oluşturan ve esasen pay devri şeklindeki bir yatırım iddiasına dayandığı için uluslararası bir menkul kıymet yatırımı özelliği gösteren davalardan biri de Libananco Holdings Co. Limited v. Republic of Turkey (Libananco v. Türkiye) davasıdır<sup>774</sup>. Davada “yatırımcının uyuşuğu” ve “yabancı kontrolü” sorunları vardır. Ayrıca Güney Kıbrıs Rum Yönetimi Türkiye tarafından tanınmadığı için “ICSID Konvansiyonu tarafı olma” sorunu da mevcuttur<sup>775</sup>. Dava konusu olayın safahatı şu şekilde gelişmiştir: Türkiye Cumhuriyeti tarafından 1988 ve 1989 yıllarında Çukurova Elektrik A.Ş. (ÇEAŞ) ve Kepez ve Antalya Havalisi Elektrik Santralleri T.A.Ş.'ye (KEPEZ); elektrik üretimi, iletimi, dağıtımı ve işletilmesi konularında yetmiş yıl süreyle imtiyaz verilmiştir. Türkiye Cumhuriyeti hükümetinin bahse konu imtiyazları kaldırması üzerine, ÇEAŞ ve KEPEZ tarafından Türkiye'de dava açılmıştır. Söz konusu davanın 2005 yılının Mayıs ayında idare lehine hükme bağlanması üzerine, Güney Kıbrıs Rum Yönetimi menşeli Libananco şirketi tarafından ICSID nezdinde tahkim süreci başlatılmıştır<sup>776</sup>.

---

<sup>774</sup> Libananco Holdings Co. Limited v. Republic of Turkey, ICSID Case No. ARB/06/8.

<sup>775</sup> Dost, **ICSID Tahkimi**, s. 212.

<sup>776</sup> Alper Çağrı Yılmaz, “Enerji Sektörüne İlişkin Türkiye Hakkında Verilen Bazı Uluslararası Tahkim Kararlarının İncelenmesi: Libananco, Cementownia, Europe Cement Kararları”, (Kıs. Uluslararası Tahkim Kararları), **Türk Akademisi Enerji Araştırmaları Merkezi, Değerlendirme No. 1**, Kasım 2012, s. 2-3.

Libananco, 2002 yılının Ekim ayı ile 2003 yılının Mayıs ayı arasındaki dönemde ÇEAŞ ve KEPEZ'deki Uzan ailesine ait hisseleri satın aldığını ve söz konusu işlemlerin taraflar arasında akdedilen 32 ayrı hisse devir sözleşmesine dayandığını ifade ederek 15.05.2003 tarihi itibarıyla ÇEAŞ'ın yüzde 65,2 ve KEPEZ'in ise yüzde 60 oranında hissedarı durumuna geldiğini ileri sürmüştür<sup>777</sup>. Türkiye'nin 12.06.2003 tarihinde bahse konu şirketleri kamulaştırmak suretiyle Enerji Şartı Antlaşması'nı ihlâl ettiğini<sup>778</sup> iddia eden Libananco, Türkiye'den 10,1 milyar ABD Doları<sup>779</sup> tutarında tazminat talep etmiştir.

Türkiye, ayrıca, dört farklı gerekçeden hareketle somut uyuşmazlıkta hakem heyetinin yargılama yetkisinin bulunmadığını iddia etmiştir<sup>780</sup>.

(i) Libananco, ÇEAŞ ve KEPEZ'deki hisseleri davacı iddiasına mesnet kamulaştırma tarihi olan 12.06.2003 tarihinden önce hisselerin iktisap edildiğini ileri sürerken, davalı Türkiye davacının bu hususa ilişkin ispat külfetini yerine getiremediği iddiasında bulunmuştur<sup>781</sup>.

(ii) Libananco'nun Uzan ailesinin güdümünde faaliyet gösteren paravan bir şirket olduğunu ileri sürmüş (*alter ego of the Uzan family*), bu şirkete ait tüzel kişilik perdesinin kaldırılması gerektiğini ifade ederek, yabancı yatırımcı olarak değerlendirilmesinin mümkün olmadığını ileri sürmüştür<sup>782</sup>.

(iii) Enerji Şartı Antlaşması'nın 26(3)(b)(i) maddesi gereği "EK ID" bölümünde ismi yer alan devletlerin, uyuşmazlığın çözümü noktasında iç hukuk yollarına müracaat edilmesi hâlinde uluslararası tahkime rıza göstermememe hakkını saklı tuttuğunu hatırlatan Türkiye, somut olayda Uzan ailesinin öncelikle Türk yargı mercilerine başvurmuş olmasının Türkiye'ye uluslararası tahkimden kaçınma hakkı bahşettiğini ileri sürmüştür. Buna karşılık davacı Libananco ise, Türk yargı mercilerine

<sup>777</sup> ICSID, Libananco v. Turkey, Award, Para.101.

<sup>778</sup> ICSID, Libananco v. Turkey, Award, Para.102.

<sup>779</sup> ICSID, Libananco v. Turkey, Award, Para.562(a). Hakem heyeti, söz konusu meblağın ICSID tahkiminde bugüne kadar talep edilen en yüksek tazminat talebi olduğunu beyan etmiştir.

<sup>780</sup> Yılmaz, **Uluslararası Tahkim Kararları**, s. 4-5.

<sup>781</sup> ICSID, Libananco v. Turkey, Award, Para.105.1, 127 ve 536.

<sup>782</sup> ICSID, Libananco v. Turkey, Award, Para.105.2, 537 ve 538.

müracaat edenin Uzan ailesi mensupları olduğunu (Rumeli Holding), kendileri tarafından böyle bir müracaatta bulunulmadığını savunmuştur<sup>783</sup>.

(iv) Türkiye, Enerji Şartı Antlaşması'nın 17(1) maddesi üçüncü bir devletin tâbiyetinde bulunan kişilerin sahip olduğu veya bu kişilerce kontrol edilen bir tüzel kişinin, örgütlendiği taraf devletin alanında esaslı bir işletme faaliyetinin bulunmaması durumunu düzenlemektedir. Aynı maddenin (2) no'lu bendinde ise yatırım faaliyetinin üçüncü bir devletin yatırımcısı tarafından gerçekleştirilmesi ihtimalinde, söz konusu üçüncü devlet ile Antlaşma tarafı ev sahibi devlet arasında diplomatik veya ticarî bir ilişki bulunmaması durumu ele alınmıştır. Antlaşma bu iki ihtimalden birinin gerçekleşmesi hâlinde ev sahibi devlete avantajların reddi imkânından faydalanma imkânı tanımaktadır. Türkiye Güney Kıbrıs Rum Yönetimi'nin üçüncü ülke olarak kabul edilmesi gerektiği fikrini savunurken, davacı Libananco adı geçen devletin Enerji Şartı Antlaşması'na taraf olduğundan bahisle ortada üçüncü bir devlet bulunmadığı görüşünü ortaya koymuştur<sup>784</sup>.

Hakem heyetine göre dava konusu uyuşmazlığın kilit noktasını, Libananco'nun ÇEAŞ ve KEPEZ'deki hisselerini, söz konusu şirketlere verilen imtiyazların kaldırılma tarihi olan 12.06.2003 tarihinden önce edinip edinmediği hususu oluşturmaktadır<sup>785</sup>. Zira hakem heyetinin yargılama yetkisi ile doğrudan bağlantılı olan bu soruya olumsuz cevap verildiği takdirde, ortada hukuken korunması gereken bir yatırımın ve dolayısıyla yatırımcının varlığından bahsedebilmek mümkün olmayacaktır. Keza böyle bir ihtimalde diğer soruların cevaplandırılmasına da ihtiyaç kalmayacaktır. Bu itibarla hakem heyeti, kararının büyük bölümünü bahsi geçen ilk sorunun cevabını aramaya vakfetmiştir. Heyet konuya ilişkin ilk değerlendirmesinde, emsal tahkim kararlarına atıfta bulunmak suretiyle<sup>786</sup> yargılama yetkisinin varlığı için

<sup>783</sup> ICSID, Libananco v. Turkey, Award, Para.105.3, 539-548.

<sup>784</sup> ICSID, Libananco v. Turkey, Award, Para.105.4, 549-556.

<sup>785</sup> ICSID, Libananco v. Turkey, Award, Para.105.1.

<sup>786</sup> Yılmaz, **Uluslararası Tahkim Kararları**, s. 6; Hakem heyetinin konuya ilişkin atıfta bulunduğu emsal tahkim kararlarını; ICSID, Aram Sabet et al v. Islamic Republic of Iran-Bonyad-E-Mostazafan, Iran-US Claims Tribunal Case No. 815-816-817, Award No. 593-815/816/817-2, 29.06.1999 ve ICSID, Saluka Investment BV (Netherlands) v. Czech Republic, UNCITRAL, Partial Award, 17.03.2006 kararları oluşturmaktadır (Yılmaz, **Uluslararası Tahkim Kararları**, s. 6, dn. 23).

ÇEAŞ ve KEPEZ'deki Uzan ailesine ait hisselerin, Libananco tarafından 12.06.2003 tarihinden önce edinilmesinin gerekli olduğunu tespit etmiş<sup>787</sup>, bahsi geçen hususu ispat yükünün ise davacı taraf üzerinde olduğunu beyan etmiştir<sup>788</sup>.

Hakem heyeti konunun esasına ilişkin değerlendirmesinde ise, davacı şirket iddiaları ile bu şirket lehine getirilen tanık ifadelerinin birbiriyle çelişki arz ettiğini tespit etmiş, davacı şirket tarafından sunulan delillerin de kendi içinde tutarsızlıklar içerdiğini belirlemiştir. Bunun yanında heyet, dava konusu işlemin yapısına ve büyüklüğüne rağmen, yatırımın varlığını tevsik eder mahiyette yeterli düzeyde yazılı kayıt bulunmadığını, üstelik bahse konu işlemlerin hukukî gereklilikleri karşılamaktan da uzak olduğunu tespit etmiştir. Somut olayda hisse senetlerinin davacı Libananco'ya teslim edildiğine ilişkin hiçbir belge bulunmadığını da dile getiren hakem heyeti, bu konudaki tek istisnayı oluşturan Uzan ailesinin avukatına ait envanterin ise imha edildiğini belirlemiştir. Diğer taraftan hakem heyeti, Libananco'nun yıllık malî rapor hazırlama yükümlülüğünü de ihlâl ettiğini saptamış ve davacı tarafın bu ihlâli gerekçelendirmeye yönelik ikna edici bir açıklama sunmadığını beyan etmiştir. Sayıların dışında hakem heyeti, 12.06.2003 tarihine kadar olan süreç içinde bahse konu şirketlerin çoğunluk hisselerinin adı geçen aile fertlerine ait olduğunun dolayısıyla da Libananco'ya ait olmadığını ortaya konulduğunu tespit etmiştir. Heyet ayrıca, davacının ÇEAŞ ve KEPEZ hisselerinin iktisabına ilişkin sunduğu delillere yönelik söylem değişikliğini de kafa karıştırıcı bulmuştur<sup>789</sup>.

Hakem heyeti tüm bu gerekçeler ışığında, ÇEAŞ ve KEPEZ'deki Uzan ailesine ait hisselerin Libananco tarafından 12.06.2003 tarihinden önce iktisap edildiğinin ispat edilemediğini tespit etmiştir. Netice itibarıyla, ev sahibi devlet müdahalesinden önceki dönemde gerçekleştirilen bir yatırımın varlığından bahsedebilmenin mümkün olmadığını ifade eden hakem heyeti, bu şartlar altında dava konusu olayda yargılama yetkisinin bulunmadığına karar vermiştir<sup>790</sup>.

---

<sup>787</sup> ICSID, Libananco v. Turkey, Award, Para.128, 129.

<sup>788</sup> ICSID, Libananco v. Turkey, Award, Para.124.

<sup>789</sup> Yılmaz, **Uluslararası Tahkim Kararları**, s. 6.

<sup>790</sup> Yılmaz, **Uluslararası Tahkim Kararları**, s. 7; ICSID, Libananco v. Turkey, Award, Operative Section, Para.570.1, 570.2.

## 2. Saba Fakes v. Türkiye Davası

Saba Fakes v. Republic of Turkey (Saba Fakes v. Türkiye) davasında<sup>791</sup> Hollanda vatandaşı olan Saba Fakes ile Türkiye arasındaki anlaşmazlığın altında yatan olay, Türkiye'nin tanınmış ailelerinden birisi olan Uzanlar aleyhinde başlatılan soruşturmalar ve açılan davalar ile söz konusu soruşturma ve davalar neticesinde, Türkiye'deki resmi makamlarca, doğrudan veya dolaylı olarak Uzanlar'a ait çeşitli varlıklara el konulması ve satılması ile ilgilidir. Uyuşmazlık esasen, yaklaşık 10 milyon abone ile Türkiye'nin en büyük ikinci cep telefonu şirketi haline gelmiş, 1993 yılında Türkiye Cumhuriyeti kanunlarına göre kurulmuş bir şirket olan Telsim Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.'ye ait varlıklara Türkiye'deki makamlarca el konulup satılmasına dayanmaktadır.

Davacı, 3 Temmuz 2003 tarihinde, Telsim hisselerinin %66,96'sının yasal maliki haline geldiğini ve bunun da Türkiye Cumhuriyeti'ndeki bir yatırımı olduğunu, 2003 Temmuz ayında Davalının yapmış olduğu bir dizi işlem neticesinde Telsim'deki hisselerine el konulduğunu ve sonradan da Telsim varlıklarının üçüncü bir şahsa satıldığını, Davalının Telsim'i kayyuma devrederek, Şubat 2004 ve Aralık 2005 yılları arasında Telsim'i kötü yönettiğini ve bu şekilde Davacının sahip olduğu hisselerin değerinin önemli ölçüde düşmesine sebebiyet verdiğini<sup>792</sup>, 2005 Aralık ayında Davalının, Telsim varlıklarını, rekabetçi koşullardan yoksun bir şekilde yapılmış bir açık arttırmayla, Telsim'in gerçek değerinin çok altında bir fiyata sattığını ve bunun da Türkiye'nin satışa kadarki zayıf yönetiminin bir göstergesi olduğunu<sup>793</sup>, Telsim'in Türkiye'deki makamlarca üçüncü bir şahsa satışından doğan zararının tazmin edilmediğini iddia etmektedir.

Davacı Saba Fakes söz konusu davayı, Türkiye Cumhuriyetince yapılan işlemlerin, Hollanda ve Türkiye arasındaki YKTK Anlaşması kapsamındaki yükümlülüklerin ihlali anlamına geldiği iddiasıyla bir yatırım uyuşmazlığı kapsamında ICSID'de açmıştır. Davacı, Davalının Hollanda ve Türkiye arasındaki YKTK

<sup>791</sup> Saba Fakes v. Republic of Turkey, ICSID Case No. ARB/07/20.

<sup>792</sup> Davacının 6 Haziran 2007 tarihli Tahkim Talebi, paragraflar 21 ve 35.

<sup>793</sup> Davacının 6 Haziran 2007 tarihli Tahkim Talebi, paragraf 23.

Anlaşması madde 5 hükmünden doğan, adil miktarda bir tazminat ödemeksizin Davacıyı yatırımından mahrum bırakmama yükümlülüğünü; madde 4 hükmünden doğan, kar, temettü, sermaye kazançları ve benzeri ödemeler de dahil Davacının yatırımından sağlanan kazançları ve Davacıya ait yatırımın tümünün veya bir kısmının satışından veya tasfiyesinden elde edilen geliri, makul bir süre içinde Davacıya verme yükümlülüğünü; madde 3 (1) hükmünden doğan, Davacıya ait yatırımının adil ve eşit muamele görmesini sağlama yükümlülüğünü; madde 3(1) hükmünden doğan, Davacının yatırımını işletebilmesini, yönetebilmesini, idame ettirebilmesini, kullanabilmesini, yararlanabilmesini, satabilmesini veya elden çıkarabilmesini keyfi veya ayrımcı tedbirlerle engellememe yükümlülüğünü madde 3(2) hükmünden doğan, Davacının yatırımına gerekli güvence ve koruma sağlama yükümlülüğünü ve madde 2(1) hükmünden doğan, Davacının Türkiye’deki yatırımının korunması ile ekonomik işbirliğini teşvik etme yükümlülüğünü yerine getirmediğini iddia etmektedir.

Davalı Türkiye ise, Saba Fakes tarafından ifade edilen aleyhindeki iddiaların kötü niyetle ve yersiz yapılan iddialar olduğunu, Davacının Türkiye Cumhuriyeti’nde “yatırım” yapmış bir “yatırımcının” sahip olması gereken nitelikleri taşımadığını, Davacının Telsim hisselerinin mülkiyetine ilişkin yeterli kanıtları sunamamış olduğunu, Davacı tarafından sunulan delillerin, dava konusu işlemle aynı tarihte düzenlenmediğini, hisse ilmühaberleri üzerinde, Türkiye’deki kanunlar gereğince iki imzanın bulunması gerekirken sadece tek bir imzanın bulunduğunu iddia etmiştir. Davalı aynı zamanda Saba Fakes tarafından iddia olunan pay sahipliğinin, Telsim kayıtlarına hiçbir zaman girilmemiş olduğunu aksine 2003 Ağustos ayında, yani dava konusu olan hisselerin Davacı tarafından devralındığının iddia edildiği tarihten sonra, söz konusu hisselerin, Standard Telekom ve Uzan ailesi fertleri adına kayıtlı kaldığını bu nedenle de Türkiye Cumhuriyeti’ndeki varlıklarına el konulmuş ve Türk vatandaşları olarak Türkiye Cumhuriyeti aleyhinde ICSID nezdinde dava açma hakları bulunmayan Uzan Ailesinin, ICSID yetkisinden yararlanmak için Saba Fakes’i paravan olarak kullandıklarını belirtmiştir.

Yargılama neticesinde ICSID hakem heyeti, Davacının ifadeleri, Uzan ve Fakes arasındaki işlemin taraflarının, Telsim hisseleri ile ilgili olarak Davacıya hiçbir

hak devretme niyeti içinde bulunmadıkları gibi gerçekte söz konusu hakları devretmedikleri kanaatine ulaşmışlardır. Hakem Heyeti, Davacının, Telsim'in, hisselerin %66.96'sının Davacıya devrini teyit ettiğine ve yeni hissedarlık yapısının pay defterine kaydı için gerekli iş ve işlemlerin yapılacağını taahhüt ettiğine dair iddiasını inandırıcı bulmamıştır.

Hakem Heyeti, Uzan ve Fakes arasındaki “yapının” taraflarının, Saba Fakes'e yapıldığı iddia edilen hisse devrini hiçbir zaman gerçekte yapma niyetlerinin olmadığı aksine Telsim hisse senetlerinin kanuni mülkiyetinin dahi Saba Fakes'e devretmeyen bir anlaşmanın uygulanması üzerinde mutabakat sağladıkları sonucuna ulaşmıştır. Bu şekilde, Hakem Heyeti, Uzan ve Fakes arasındaki yapı ile Davacıya fiilen hiçbir hak devredilmemiş olması nedeniyle Saba Fakes tarafından iddia olunan yapının, katkı şartının yanı sıra süre ve risk şartlarını da yerine getirmemiş olduğuna kanaatine varmıştır. Diğer bir ifade ile Saba Fakes, ICSID Konvansiyonu madde 25(1) hükmü anlamında bir yatırımın mevcut olduğunun kabul edilebilmesi için gerekli olan üç kriterden herhangi birisini yerine getiren bir yatırımda bulunmamıştır.

Sonuç olarak, Saba Fakes'in bu davada bir yatırıma sahip olmadığı göz önüne alındığında, bu işlemin, Türkiye'deki yatırımların kabulüne ilişkin kanun ve düzenlemelere uygun olarak yapılıp yapılmadığının ve dolayısıyla hukuki korumadan yararlanma hakkına sahip bir yatırım olarak kabul edilebilmesi için YKTK Anlaşması ile getirilmiş yasallık şartını yerine getirip getirmediğinin Hakem Heyetince incelemesine gerek bulunmayarak açılan davayı görmekle yetkili olmadığına karar verilmiştir.

### **3. Postova Banka and Istrokapital v. Yunanistan Davası**

Postova Banka and Istrokapital v. Yunanistan davasında<sup>794</sup> bir Slovak bankası olan Postova Banka ve banka pay sahiplerinden biri olan Istrokapital SE, uluslararası sözleşmeleri ihlal eden düzenlemelerin kabul edildiği, bunun da 2012'de Yunan tahvillerine yapmış oldukları yatırımın değerini düşürdüğü iddiasıyla özel sektör

---

<sup>794</sup> Poštová Banka, A.S. and Istrokapital SE v. The Hellenic Republic ICSID Case No. ARB/13/8, Award Date 9 April 2015.

katılım programı uygulayan Yunanistan aleyhine uluslararası tahkim başvurusunda bulunmuşlardır. ICSID 9 Nisan 2015'te aldığı kararla, Yunanistan'daki 2012 özel sektör katılım tahvillerinde yapılan kesintiye ilişkin olarak açılan söz konusu toplu davayı reddetmiştir.

Davanın temeline ilişkin olarak, Yunanistan 2008 ekonomik krizi sebebiyle büyük bir ekonomik çöküş yaşaması kritik bir önem arz etmektedir. Postova Banka, Yunan hükümetinin yükümlülükleri çerçevesinde beş seri halinde çıkarılan devlet tahvillerini birçok kez edinmiştir. Bu tahviller, Yunanistan'ın borcun yeniden yapılandırılması sistemini devreye sokmak için kabul etmesi gereken "Yunan Tahvil Sahipleri Kanunu'nun yürürlüğe girmesiyle 2012 yılındaki kesintiye tabi tutulmuşlardır. Dolayısıyla, iddia sahipleri Yunanistan-Slovakya İkili Yatırım Sözleşmesi uyarınca zararlarının tazminini talep etmişlerdir.

Buradaki temel nokta, bir taraftan Istrokapital'in Postova bank nezdindeki paylarının, diğer taraftan Postova bank tarafından edinilen tahvillerin Yunanistan-Slovakya YKTK Anlaşması kapsamında "korunan yatırım" olarak değerlendirilip değerlendirilmeyeceğidir. Eğer yatırımın koruma kapsamında olduğu düşünülürse, o halde ICSID'in tazmin talebine ilişkin olarak davanın esasını inceleme konusunda yetkili olduğu sonucuna varmak gerekir<sup>795</sup>.

Tahkim kurulu ilk olarak, Istrocapital'in Postova Banka'daki paylarının yatırım kapsamındaki koruma ve tazminden yararlanıp yararlanmayacağını anlamak amacıyla, bir şirketin kendine özgü varlık, hak ve yükümlülüklerine tabi olarak pay sahiplerinden bağımsız ve ayrı tüzel kişiliği olduğuna işaret eden ve tüm yargılama sistemlerinde geçerli olan genel ticaret hukuku doktrinini değerlendirmiştir. Bu kapsamda hakem heyeti, Yunan tahvillerinin tek sahibi Postova Banka'nın olduğu, bu nedenle de Postova Banka'nın Yunan tahvillerini elinde bulundurması ve Yunanistan'da yatırım yapmasının Istrocapital'in sahip olduğu payların otomatik olarak yatırım olarak kabulünü sağlamayacağı görüşündedir. Bu kapsamda, Istrocapital'in iddiası yargılamaya ilişkin ön koşullar bakımından reddedilmiştir.

---

<sup>795</sup> Epameinondas Stylopouloson "The ICSID Recent Decision on Greek PSI: Can Sovereign Bonds Be Protected as Investments?", **Kluwer Arbitration Blog**, s. 1, (Çevrimiçi), <http://kluwarbitrationblog.com/2015/07/02/the-icsid-recent-decision-on-greek-psi-can-sovereign-bonds-be-protected-as-investments/>, 2 Temmuz 2015.



İkinci olarak, tahkim kurulu Postova Banka'nın tahvil edinimi konusunu, Yunanistan-Slovakya YKTK Anlaşması ve ICSID Konvansiyonu ışığında ele almıştır. Yunanistan-Slovakya YKTK Anlaşması'nın 1. maddesi uyarınca yatırım, “*ödünçleri, ekonomik değeri olan ve sözleşme ile kurulmuş olan bir işe veya paraya ilişkin iddiaları*” kapsar ve bu liste sınırlı sayma ile belirlenmemiştir.

Bu durumda, Postova Banka tarafından edinilen tahvillerin yatırım tanımı kapsamında değerlendirilip değerlendirilmeyeceğinin belirlenmesi gerekmektedir. Şu hususu önemle belirtmek gerekir ki, iki taraflı yatırım sözleşmelerinin her biri yatırıma ilişkin farklı bir tanım içermekte olup, sözleşme kapsamındaki korumadan yararlanmak için yatırıma genişletici ve farklı bir anlam yüklenmesi mümkün değildir<sup>796</sup>. Somut olayda, tahkim heyeti ödünç ve tahvil senedi arasındaki farkları incelemiş olup, tahvillerin genellikle kimliği belli olmayan alacaklılar tarafından edinilmiş olduğu, burada senedin ülke borcundan kaynaklandığı ve değer değişimine uğramaya müsait olduğu sonuçlarına varmıştır. Sonuç olarak, tahviller korumaya tabi olsa da, ülke borcu koruma kapsamında değildir, bu nedenle Postova Banka'nın tahvilleri sözleşme kapsamında yatırım olarak korunamaz. Istrocapital'in payları da korumaya tabi değildir. Bu karardan sonra, tahkim kurulu bu davaya ICSID Konvansiyonu kurallarının uygulanmasının gereksiz olduğu ve karara önemli bir katkı sağlamadığı sonucuna varmıştır.

Söz konusu karar, özellikle özel sektör katılım tahvillerinin iç hukuk ve Avrupa hukuk sistemindeki meşruiyetini ortaya koyan Yunanistan Devlet Konseyi'nin 21.03.2014 tarih ve 1116-1117/2014 sayılı kararı sonrasında özel sektör katılım sözleşmelerinin uluslararası hukuk sistemindeki yerini güçlendirmiştir. Yakın gelecekte, özel sektör katılımlarına ilişkin kararlar Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesi perspektifi ile verilecek, özel sektör yatırımcıları, kamu sektörü ve ülke vatandaşları arasında yasal tedbirlerin meşruiyetine ilişkin olarak ortaya çıkabilecek çatışmaları alevlendiren hususlar Avrupa ekonomik krizi kapsamında çözülecektir<sup>797</sup>.

---

<sup>796</sup> Stylopouloson, **a.g.e.**, s.1.

<sup>797</sup> Stylopouloson, **a.g.e.**, s.1.

#### 4. Fedax v. Venezuela Davası

Fedax N.V. v. Republic of Venezuela (Fedax v. Venezuela) davasının<sup>798</sup> konusu, Venezuela'nın IMVD adlı bir şirket lehine daha önce imzalanmış olan sözleşmeden doğan borçları için keşide ettiği 6 adet bonoya ilişkindir. Bonoların lehdarı şirket ise bonoları Fedax'a ciro edip devretmiştir. Bonoların Venezuela tarafından ödenmesinin reddedilmesi üzerine çıkan uyuşmazlıkta, Fedax, kendisine ciro yoluyla geçen bonoların Venezuela hükümeti tarafından ödenmediği iddiasıyla, Hollanda ve Venezuela arasındaki iki taraflı yatırım anlaşmasına dayanarak ICSID tahkimine başvurmuştur<sup>799</sup>. Venezuela devleti de, bonoların ne ikili yatırım anlaşmasına ne de Konvansiyona göre yatırım teşkil etmediğini bu yüzden de merkezin uyuşmazlığın çözümünde konu bakımından yetkisinin bulunmadığını ileri sürmüştür. Ayrıca Venezuela'nın iddiasına göre yatırım, gelir ya da hasılat elde etmek için ekonomik anlamda ticari bir işe yatırılan para ya da maldır. Bu nedenle, bonoların Fedax tarafından satın alınması, ne doğrudan bir yatırımdır, ne de borsa yoluyla yapılan onaylanmış bir portföy yatırımdır. Dolayısıyla, Venezuela söz konusu işlemin "doğrudan yabancı yatırım" olmaması sebebiyle Konvansiyon anlamında bir yatırım olmadığını iddia etmiştir.

Bununla birlikte, ICSID hakem mahkemesi maddedeki "doğrudan" terimini "yatırıma" değil "uyuşmazlığa" atıf yaptığını ifade etmiştir. Böylece uyuşmazlığa konu yatırım doğrudan bir yatırım olmasa da uyuşmazlık doğrudan ilgili yatırım işleminden doğması kaydıyla merkezin yetkisi söz konusu olacaktır<sup>800</sup>. Bu çerçevede hakem heyeti, iki taraflı yatırım anlaşması bakımından, bonolar kredi aracı olduğundan anlaşmada yer alan "her türlü değer" ve "para talebi" şeklinde belirtilen yatırım tanımına girmekte olduğuna ve bu yüzden de heyetin yetkili olduğuna karar vermiştir<sup>801</sup>.

<sup>798</sup> Fedax N.V. v. Republic of Venezuela, ICSID Case No. ARB/96/3, Award, March 9, 1998.

<sup>799</sup> UNCTAD, Dispute Settlement; International Centre for Settlement of Investment Disputes; 2.5. Requirements Ratione Materiae, (Ratione Materiae), New York and Geneva, 2003, s. 22, 23.

<sup>800</sup> Decision on Objections to Jurisdiction 11 July 1997 YCA Vol. XXIV, 1999, s. 23. P. 10.; Yılmaz, **ICSID**, s. 138.

<sup>801</sup> Yılmaz, **ICSID**, 158-159.

Hakem mahkemesi, davanın esasına ilişkin olarak ise, Venezuela'nın savunmasını haklı bulmayarak, bononun bir kredi aracı ya da ödünç aracı olduğunu belirterek, yatırım için ev sahibi ülke sınırları içerisinde fiziksel geçişin zorunlu olmadığını, yatırım konusu fonların ev sahibi ülkenin ekonomik kalkınmasına katkı sağlaması ögesinin yeterli ölçütü oluşturduğunu vurgulamıştır. Bonolar bir ödünçün delili ve dahası tipik bir finansal kredi aracı olduğuna göre, bonoların satın alınmasının Konvansiyon anlamında yatırım olmasını engelleyecek herhangi bir neden yoktur. İki taraflı yatırım anlaşması bakımından da, bonolar kredi aracı olarak anlaşmadaki “her türlü değer” ve özellikle “para talebi” şeklindeki yatırım tanımlarına girmektedir. Hakem mahkemesi, bonolara yatırılan sermayenin nispi olarak önemli olduğunu, belli bir süre için taahhüt edilmiş olduğunu, faiz ödemeleri şeklinde belli sürelerde düzenli getiriler öngördüğünü ve ödemelerin hala yapılmamış olması sebebiyle de bir risk içerdiğini tespit etmiştir. Bu sebeple, bonoların bir yatırım sayılması gerektiğine karar vermiştir<sup>802</sup>.

Fedax v. Venezuela kararı, liberilizasyon ve olabildiğince çok tipte yatırım bakımından tahkime başvurmayı öngören genişlemeci yaklaşımlar kapsamında verilen tahkim kararları ile aynı bakış açısına sahip ilk karar olma özelliğine sahiptir<sup>803</sup>. Bu durum, en azından Latin Amerika’da, yatırıma ilişkin tahkim sistemine zarar verecek bir yaklaşıma yol açabilir. Bu genişlemeci yaklaşım, liberilizasyon döneminde devlet şirketlerinin özelleştirilmesinden sonra yaygın hale gelmiştir. Yabancı iştirakler tarafından satın alınan kamu kurumlarınca ihraç edilen mevcut paylar “korunan yatırım” olarak adlandırılmıştır. Paylar ekonomik kriz sebebiyle değer kaybettiğinde, bu payların yatırım sözleşmeleri kapsamında korunmaya değer olduğuna yönelik birçok hakem kararı verilmiştir. Bu yöndeki kararlar, portföy yatırımlarının ICSID tahkimi ve yatırım sözleşmeleriyle korunduğu algısının da artmasına sebep olmuştur<sup>804</sup>.

---

<sup>802</sup> Yılmaz, **ICSID**, 159.

<sup>803</sup> M. Sornarajah, “**The International Law on Foreign Investment**”, (Kısa Foreign Investment), Third Edition, New York, Cambridge University Press, 2010, s. 315.

<sup>804</sup> Sornarajah, **Foreign Investment**, s. 315.

## 5. Enron v. Arjantin Davası

Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P. v. The Argentine Republic (Enron v Arjantin) davası<sup>805</sup>, gaz dağıtım özelleştirmesini alan şirkette, iştirak şirketleri aracılığıyla toplam %35.263 oranında azınlık hisselerine sahip olan yabancı yatırımcıların Arjantin aleyhine açtığı bir davadır<sup>806</sup>. Uyuşmazlık, bazı Arjantin bölgesel idareleri tarafından özelleştirilen söz konusu gaz dağıtım şirketinin işlemleri üzerinde uygulanan damga vergisi, faiz ve cezalarından doğmuştur. Davacılar, söz konusu vergi uygulamalarının ABD-Arjantin İkili Yatırım Anlaşmasına aykırı olduğu iddiasıyla söz konusu anlaşmaya dayanarak ICSID tahkiminde dava açmıştır.

Davada Arjantin, davacıların ilgili Arjantin şirketinde dolaylı olarak yatırımcı olduklarını; azınlık hisseye sahip olmaları ve ilgili şirketin kontrolünün kendilerinde olmadığından bahisle, ilgili şirketlerin bir yatırım, davacıların da bir yabancı yatırımcı olarak değerlendirilemeyeceğini ve uyuşmazlığın yalnızca bu şirketin vergi borçlarını ilgilendirdiğini, bu nedenle de yatırımcıların azınlık hisseleri yatırım olarak kabul edilse dahi, uyuşmazlığın Konvansiyonun gereği olarak bu yatırımlardan doğrudan kaynaklanmadığını ileri sürmüştür<sup>807</sup>. Arjantin, şirket paylarının ikili yatırım antlaşmasında yatırım olarak değerlendirildiğini kabul ederken, böyle bir halde ancak payları doğrudan etkileyen işlemlerin (kamulaştırma gibi) dava edilebileceğini iddia etmiştir. Davacılar ise, kendilerinin ilgili gaz şirketi adına değil, kendi paylarının anlaşma kapsamında yatırım olması sebebiyle, kendi adlarına yatırımcı sıfatı ile davayı açtıklarını söylemişlerdir.

Hakem mahkemesi kararında, azınlık hissedarların da gerek uluslararası hukuk gerek ICSID Konvansiyonu bakımından ilgili şirketlerden ayrı olarak haklarını talep edebilmelerine bir engel olmadığını tespit etmiştir. Daha sonra, ilgili yatırım anlaşmasının 1/1 maddesindeki yatırım tanımına atıf yaparak, maddedeki tanımın geniş bir şekilde bir akit taraf yatırımcısı tarafından diğer akit taraf ülkesinde

---

<sup>805</sup> Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P. v. The Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/01/3.

<sup>806</sup> Investment-Treaty-Arbitration, (Çevrimiçi), <http://www.italaw.com/cases/401>, 22 Eylül 2014.

<sup>807</sup> Yılmaz, **ICSID**, 143.

doğrudan ya da dolaylı olarak yapılan pay, alacak, borç, hizmet ve yatırım sözleşmeleri gibi her türlü yatırımı kapsadığını ifade etmiştir. Buna göre, söz konusu tanım azınlık ya da kontrol edici olmayan payları hariç tutmamıştır. Hakem mahkemesine göre, bu şekilde bir tanım Konvansiyonun amacına da aykırı olmayacaktır. Bu sebeple, anlaşma kapsamında yatırım olarak kabul edilen azınlık pay sahipleri de, ilgili anlaşma hükümlerinin ihlali sonucu bu yatırımlarının zarar görmesi halinde anlaşmadaki ICSID klotuna göre Merkeze tahkim için başvurabilecektir. Sonuç olarak, hakem mahkemesi, söz konusu hissedarların haklarının yatırım olarak ilgili yatırım antlaşması kapsamında korunduğunu ve yatırımın belli şirketler aracılığıyla yapılmış olmasının bu sonucu değiştirmeyeceğini ifade etmiştir<sup>808</sup>.

## 6. CMS v. Arjantin Davası

CMS Gas Transmission Company v. The Republic of Argentina (CMS v. Arjantin) davası<sup>809</sup> 1990 yılların sonunda Arjantin'in yaşamış olduğu büyük ekonomik kriz nedeniyle Arjantin hükümeti tarafından uygulamaya konulan acil önlem paketinden olumsuz etkilenen TGN isimli bir enerji şirketinde pay sahibi olan Amerikan şirketi CMS tarafından ABD-Arjantin İkili Yatırım Anlaşmasına dayanarak Arjantin aleyhine açılan bir davadır<sup>810</sup>.

CMS, Arjantin hükümeti tarafından ekonomik kriz nedeniyle uygulamaya konulan acil önlem paketi ile ikili yatırım anlaşmasının kamulaştırma ve adil ve eşit muameleye ilişkin maddelerini ihlal ettiğini iddia etmiştir. Mahkeme kamulaştırmaya ilişkin CMS iddialarını reddetmiş ancak, Arjantin'in adil ve eşit muamele ile lisans stabilizasyon maddelerine ilişkin şemsiye hükümleri ihlal ettiğine karar vermiştir. Mahkeme ayrıca 2000 yılında Arjantin'de meydana gelen ciddi ekonomik, sosyal ve

---

<sup>808</sup> Yılmaz, **ICSID**, 157,158.

<sup>809</sup> CMS Gas Transmission Company v. The Republic of Argentina, ICSID Case No. ARB/01/8.

<sup>810</sup> Natalie Bernasconi-Osterwalder, Lise Johnson, **International Investment Law and Sustainable Development, Key Cases From 2000–2010**, International Institute for Sustainable Development Yayını, 2011, s. 43.

siyasi krize ilişkin Arjantin'in zorunluluk ve acil durum savunmalarını da reddederek davayı kabul etmiştir.

Arjantin, CMS ile arasındaki uyuşmazlığın ICSID Konvansiyonu'nun 25/1. maddesinde yer alan "*bir doğrudan yatırımdan kaynaklanan herhangi bir hukuki uyuşmazlık*" olmadığı gerekçesiyle CMS'nin ICSID'de dava açma yetkisinin olmadığını da iddia etmiştir. Arjantin ayrıca alınan acil önlem paketi sonrası TGN şirketinin lisansında ortaya çıkan sorun ve buna bağlı olarak şirketin uğramış olduğu zarardan CMS'nin doğrudan etkilenmediğini, CMS'nin uğradığını iddia ettiği zararın şirket azınlık hissedarlarının zarara uğraması şeklinde dolaylı olarak ortaya çıktığını ve bu nedenle de CMS'nin herhangi bir zarar iddiasıyla dava açma hakkının bulunmadığını ileri sürdü. Bu bağlamda, Arjantin'in itirazları esas olarak iki nokta üzerinde yoğunlaştığı söylenebilir. Bunlardan birincisi, bir pay sahibinin diğer pay sahiplerinden bağımsız olarak yabancı bir şirkette hak iddiasında bulunup bulunamayacağı, eğer bulunabiliyorsa bu hakların yalnızca pay sahibi statüsü sebebiyle doğan hakları mı yoksa buna ek olarak yatırımının ekonomik ve hukuki performansına bağlı maddi hakları da mı kapsayacağıdır. İkinci olarak ise davacının Konvansiyon ve ABD–Arjantin arasındaki ikili yatırım anlaşmasında yer alan hukuki yetki gerekliliklerini yerine getirip getirmediği, özellikle iddia edilen uyuşmazlığın direkt olarak yatırımdan doğup doğmadığı sorunudur<sup>811</sup>.

Mahkeme ilk soruyu Arjantin kanunları, uluslararası genel hukuk, ICSID Konvansiyonu ve ABD–Arjantin ikili yatırım anlaşması kapsamında incelemiş ve Arjantin kanunlarının konuyla ilgili olmadığına karar vermiştir. Mevcut uluslararası hukukta ise pay sahiplerinin şirket ile ilişkili diğer pay sahiplerinden bağımsız olarak itirazda bulunmalarına veya dava açmalarına engel teşkil edecek bir yasağa rastlanmamıştır. Aynı tespit ICSID Konvansiyonu için de geçerlidir. Sonuç olarak, hakem mahkemesi, CMS'nin pay sahibi olarak ikili yatırım anlaşması kapsamında "doğrudan dava açma hakkının" bulunduğu karar vermiştir<sup>812</sup>.

<sup>811</sup> Decision of The Ad Hoc Committee on the Application for Annulment of The Argentine Republic, (Kıs: Annulment Proceeding), s. 13, 14, para. 58; Investment-Treaty-Arbitration, (Çevrimiçi), <http://www.italaw.com/sites/default/files/case-documents/italaw3044.pdf>, 22 Eylül 2014.

<sup>812</sup> Annulment Proceeding, s. 14, para. 59.

İkinci noktaya gelince, hakem mahkemesi davacının haklarının TGN'nin haklarından ve şirket lisansı ile ilgili diğer haklardan bağımsız olarak savunulabileceğini teyit etmiştir. Ayrıca, davacının korunmuş yatırımı ile ilişkili olarak ikili yatırım anlaşması kapsamında ayrı bir dava nedenine sahip olduğunu da belirleyerek, uyuşmazlığın doğrudan yatırımdan doğduğu sonucuna ulaşmıştır<sup>813</sup>.

Sonuç olarak, hakem mahkemesi Arjantin'in söz konusu bu itirazlarını reddederek, Arjantin-Amerika YKTK Anlaşmasında "*her türlü yatırım... doğrudan veya dolaylı sahip olunan ya da kontrol edilen... özsermaye borç gibi...*" ifadelerle yer verilen yatırım tanımını "çok geniş" olarak belirlemiş ve benzer vakalarda ICSID uyuşmazlık mahkemelerinin de kabul ettiği gibi, tanımın gerçek lafzının azınlık hissedarlar tarafından yapılan yatırımları kapsadığını da teyit ederek, CMS'nin dava açma yetkisine sahip olduğu sonucuna varmıştır.<sup>814</sup> Bu çerçevede, ABD-Arjantin arasındaki ikili yatırım anlaşmasının yatırım olarak "paylar"ı da açık bir şekilde içerdiğinden pay sahibi olan yabancı yatırımcının geçerli bir sözleşme kapsamında pay sahipliğine ilişkin zararlar için iddiada bulunabileceğine karar vermiştir. Kaldı ki, yine hakem mahkemesinin kararına göre, talep sahibinin bağlı şirketteki paylarının kontrol payları olması da gerekmemekte olup, azınlık payları için de bu durum geçerlidir.

## **7. Abaclat v. Arjantin Davası**

Abaclat and Others v The Argentine Republic (Abaclat v. Arjantin) davasında<sup>815</sup> ICSID hakem mahkemesi, 60.000 İtalyan tahvil sahibi tarafından açılan toplu davaya bakma yetkisi olduğuna oy çokluğu ile karar vermiştir. Kararda, bir devletin borç ödeme talebinin haksız olarak reddedilmesinin ikili yatırım anlaşmaları şartlarını ihlal edebileceğine ve yatırımcılara ICSID nezdinde uluslararası tahkim davası açma hakkı vereceğine hükmedilmiştir. Bunun yanında, kararın yerine

---

<sup>813</sup> Annulment Proceeding, s. 14, para. 60.

<sup>814</sup> Annulment Proceeding, s. 14, para. 61.

<sup>815</sup> Abaclat and Others v The Argentine Republic (Formerly Giovanna A Beccara and Others v The Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/07/5.

getirilmesi halinde bireysel tahvil sahiplerinin de toplu dava açmaları mümkün olacaktır<sup>816</sup>.

2001 yılında Arjantin borcunu ödemede temerrüde düşmüş ve tahvil ödemelerini askıya almıştır. 2005 yılında revize edilen hükümler kapsamında, mevcut tahviller ile yeni ihraç olunacak tahvillerin takası için gönüllü takas başlatılmıştır. Kısa bir süre sonra da tahvile ilişkin ödeme yükümlülüklerini tek taraflı olarak değiştiren bir yasa yürürlüğe girmiştir.

Başlangıçta 180.000 adet olan davacı tahvil sahipleri takas teklifine katılmayı reddetmiş ve 2006'da ICSID nezdinde tahkim talebinde bulunmuşlardır. 2010 yılında Arjantin değiştirilen hükümler üzerinden ikinci bir takas teklifinde bulunmuştur. Birçok davacı tahkim sürecinden vazgeçerek 2010 yılı takas talebini kabul etmiş, böylece davacı sayısı azalarak 60.000 olmuştur.

Arjantin'in yargılamaya ilişkin itirazları şu iki önemli husustadır: (a) Toplu davaların ICSID kapsamında geçerli olup olmadığı, (b) Tahvillerin ICSID Konvansiyonu kapsamında yatırım olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceği. Bu davadaki hakem mahkemesi çoğunluk kararı, davalı tarafından atanan hakem kararı ile çelişmiştir.

Somut olayda, ICSID mahkemesi toplu dava hususunu ilk kez ele almıştır. Karar, ICSID'in geniş kapsamlı yetkisini teyit etmiş ve davacılara benzer nitelikteki davalarını hakem önüne getirme yolu açmıştır. Ancak, bu tür iddiaların belirlenmesine ilişkin yöntemlerin tanımlanması zaman alacak olup, bunun kolektif bir temelde başarıya ulaşip ulaşmayacağını zaman gösterecektir<sup>817</sup>.

---

<sup>816</sup> Abaclat and Others v The Argentine Republic (Formerly Giovanna A Beccara and Others v The Argentine Republic), Allen & Overy, (Çevrimiçi) [http://www.allenoverly.com/publications/en-gb/Pages/Abaclat-and-Others-v-The-Argentine-Republic-\(Formerly-Giovanna-A-Beccara-and-Others-v-The-Argentine-Republic\).aspx](http://www.allenoverly.com/publications/en-gb/Pages/Abaclat-and-Others-v-The-Argentine-Republic-(Formerly-Giovanna-A-Beccara-and-Others-v-The-Argentine-Republic).aspx), 22 Eylül 2014.

<sup>817</sup> Abaclat and Others v The Argentine Republic (Formerly Giovanna A Beccara and Others v The Argentine Republic),(Çevrimiçi) [http://www.allenoverly.com/publications/en-gb/Pages/Abaclat-and-Others-v-The-Argentine-Republic-\(Formerly-Giovanna-A-Beccara-and-Others-v-The-Argentine-Republic\).aspx](http://www.allenoverly.com/publications/en-gb/Pages/Abaclat-and-Others-v-The-Argentine-Republic-(Formerly-Giovanna-A-Beccara-and-Others-v-The-Argentine-Republic).aspx) 22 Eylül 2014.



Karar, "yatırım" tanımına yaklaşım bakımından da dikkat çekicidir. "Salini" kriterinin somut olaya uygulanmasının çoğunlukça reddi, aslında çoğunluğun kapsamlı red kararının belirleyici özelliğini temsil etmekte ve onların, tamamen finansal nitelikteki yatırımları ICSID yetkisi kapsama dâhil etme yönündeki isteklerini ortaya koymaktadır.

Arjantin, tahkim iddiasının, İtalya-Arjantin YKTK Anlaşmasında ifade edildiği üzere, toplu davalardan kaynaklanan tahkimleri kapsamadığını ileri sürmüştür. Buna ek olarak, ICSID Konvansiyonu'nun toplu dava konusunda sessiz kaldığını ve böylece toplu tahkimin hakem mahkemesinin yargı yetkisinin ötesinde ve kabul edilemez olduğunu iddia etmiştir.

Hakem heyetinin çoğunluğu bu itirazları reddetmiştir. Çoğunluk kararına göre İtalya Arjantin YKTK Anlaşması, iki ülkenin, birbirlerinin topraklarında bireyler ve şirketler tarafından yapılan özel yatırımlarının korunması ve geliştirilmesine ilişkin karşılıklı taahhütlerde buldukları bir anlaşmadır. Bu çerçevede çoğunluğun görüşü, hakem mahkemesinin birkaç davacının iddiasına ilişkin yargı yetkisi varsa, davacı sayısının belirli bir eşiği geçmesi halinde yargı yetkisini kaybetmesinin mantıklı bir nedeni olmadığı yönündedir. Ayrıca, yine çoğunluğa göre, ICSID Konvansiyonu'nun bu konuda sessiz kalmasının toplu davayı açmaya engel olduğu şeklinde yorumlanması YKTK anlaşmalarının ve ICSID'in amaçlarına aykırıdır.

Çoğunluk, somut olayda bir yatırım olup olmadığını değerlendiren kriterler belirleyen "Salini Costruttori S.p.A. and Italstrade S.p.A. v. Morocco" davası hükmünü inceleyerek bir değerlendirme yapmıştır. Yalnızca bir yatırıma ilişkin iddialar ICSID nezdindeki yargılamaya konu edilebilir. Yatırımların hangi kriterleri taşımaları gerektiğinin belirlenmesi yararlı olsa da, çoğunluk, kriterin ICSID Konvansiyonu'nun anlamını veya tarafların niyetlerini engelleyecek şekilde uygulanmaması gerektiği sonucuna varmıştır. Bunun yerine, gerekli olan tek şart, farazi yatırımların Konvansiyon ile korunan değeri yaratmasıdır ki, somut olayda bu durum tahvil, anapara ve faizlerinin geri ödenmesini Arjantin'den talep etme hakkı olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tahvillerin yatırım olduğunun kabulü halinde, Arjantin bu yatırımların ilgili YKTK anlaşmasının öngördüğü şekilde kendi topraklarında yapılmadığı yönünde itirazda bulunmuştur. Nitekim, Arjantin'e göre, yalnızca taahhüt edenlerce yapılan maktu ödemeler Arjantin topraklarında yapılmış sayılmakta iken, ikincil piyasada gerçekleştirilen tahvil alım haklarına ilişkin ödemeler bu kapsamda değildir.

Bu hususa ilişkin çoğunluk görüşü ise, yatırımların tamamen finansal nitelikte olması halinde uygulanacak kriterin, iş faaliyetlerinden oluşan veya insan gücü veya gayrimenkulle ilişkili olan yatırımlara uygulanan kriterle aynı olamayacağı yönündedir. İlk durum için uygun olan kriter, fonların ödenmesi veya transferi işlemlerinde değil, fonların kimin yararına kullanıldığı hususunda aranmalıdır. Bu nedenle, tahviller Arjantin'de yapılmış bir yatırım olarak değerlendirilmektedir.

Ancak, Arjantin tarafından atanan hakem yukarıda ifade edilen çoğunluk kararına katılmamıştır. Söz konusu hakeme göre, toplu davada hem yetki, hem de kabul edilebilirlik sorunu vardır. ICSID Konvansiyonu'nun bu husustaki sessizliği ise Arjantin lehine yorumlanmalıdır, zira temsili usullerin Konvansiyonu hazırlayanlar tarafından öngörülmesi mümkün olmadığı gibi, somut olayda böyle bir öngörünün olduğuna ilişkin bir varsayımda bulunulmasını gerektiren bir temel de bulunmamaktadır. Ayrıca, yine bu hakeme göre çok sayıdaki davanın, mevcut usullerin çok taraflı tahkim ile karşılaştırılmasını mantıksız kılmaktadır ve bu nedenle de, bir mahkeme bireysel olarak az sayıda ve münferit taraflarla ilgilenebilirken, çok sayıda davacının iddialarını yeterli şekilde inceleyemeyecektir.

Arjantin tarafından atanan hakem, çoğunluğun "yatırım" terimini geniş bir biçimde yorumlamasına da karşı çıkmıştır. "Yatırım" terimi, YKTK Anlaşmasının taraflarınca üzerinde anlaşılması halinde dahi feragat edilemeyecek bir esasa sahip olup, tamamen finansal yatırımlar bundan müstesnadır. Yatırımın yapıldığı yere ilişkin çoğunluk görüşünü de kabul etmemiş ve ikincil piyasadaki fon akışlarının, Arjantin'in

taahhüt edenlerden aldığı maktu ödemeler ile gözle görünür bir bağlantısı olmadığı da yine bu hakem tarafından ifade edilmiştir<sup>818</sup>.

## 8. Philippe Gruslin v. Malezya Davası

Belçika vatandaşı Philippe Gruslin tarafından Malezya'ya karşı açılan Philippe Gruslin v. The State of Malaysia (Philippe Gruslin v. Malezya) davası<sup>819</sup> Belçika-Luxemburg Ekonomik Birliği (Belgium–Luxembourg Economic Union: IGA) arasındaki 1979 Devletlerarası Anlaşmasına dayanılarak açılmıştır<sup>820</sup>.

Gruslin, 1996 yılında Citiportfolios SA tarafından yönetilen "Citiportfolio - Gelişen Asya Piyasaları Pay Senetleri" olarak bilinen tüzel kişilik aracılığıyla Kuala Lumpur Menkul Kıymetler Borsası (KLSE)'na kote menkul kıymetlere 2,3 milyon ABD Doları tutarında yatırım yaptığını iddia etmiştir. Anlaşmazlık, Malezya hükümeti'nin 1998'de gerçekleşen para ticaretiyle ilişkili döviz kontrollerine ilişkin yaptırımlarından kaynaklanmakta olup, Gruslin, IGA ihlali nedeniyle KLSE yatırımlarının tamamında zarara uğratıldığını iddia ederek, IGA'da yer alan ICSID Sözleşmesi nezdindeki tahkim usulleri kapsamında ICSID tahkim sürecini başlatmıştır.

Bu davada Malezya'nın savunması, Gruslin'in yatırımının onaylanmış bir proje olmadığı gibi, IGA'nın gerektirdiği Malezya topraklarında gerçekleştirilmiş olma şartını da taşımadığı yönündedir. Hakem mahkemesi, Malezya'nın "sadece pay senetleri piyasasındaki paylara, herkes tarafından yapılabilen ve onaylanmış bir projenin geliştirilmesi ile bağlantısı olmayan yatırımların korunmadığı" yönündeki iddiasını onaylamış ve bir şirketin sadece belirli bir zaman dilimindeki genel iş faaliyetlerinin onaylanmasının değil, projenin düzenleyici onayının gerekli olduğu yönünde karar vermiştir<sup>821</sup>.

<sup>818</sup> Investment-Treaty-Arbitration, (Çevrimiçi), <http://www.italaw.com/cases/35>, 22 Eylül 2014.

<sup>819</sup> Philippe Gruslin v. The State of Malaysia, ICSID Case No. ARB/99/3..

<sup>820</sup> Philippe Gruslin v. The State of Malaysia, Introductory Note, (Kıs. Introductory Note), s.1, (Çevrimiçi) <http://cil.nus.edu.sg/rp/id/arbcases/introductorynotes/1%20Gruslin%20v%20Malaysia%20Introductory%20Note.pdf> 22 Eylül 2014,

<sup>821</sup> Introductory Note, s.1.

Gruslin, yatırımın "Malezya toprakları" ile sınırlanmasının, ICSID Konvansiyonu'nun 25 (1) maddesi kapsamında böyle bir şart olmaması nedeniyle yasal olmadığını da ileri sürmüştür. Hakem mahkemesi, anılan maddenin belirli yatırımları tanımlamak amacını taşımadığını, bu hususun IGA hükümleri ile belirlenmesi gerektiği sonucuna varmıştır. Nitekim IGA hükümleri yatırımın kapsamını, taraf devletlerden birinin vatandaşı tarafından diğer taraf devlet topraklarında gerçekleştirilen yatırımlar ile sınırlandırmaktadır. IGA hükümleri sadece taraf devletlerin topraklarında gerçekleştirilen yatırımlara uygulansa da, somut olayda yatırımın fiili olarak Malezya topraklarında gerçekleştirilmiş olması şartının gerçekleşip gerçekleşmediği yönünde bir incelemeye hakem mahkemesi gerek görmemiştir. Çünkü, iddia zaten yatırımın onaylanmış bir proje olmadığı noktasında mesnetsiz kalmıştır. Bu nedenle hakem mahkemesi Malezya'nın ICSID yargılamasına gidilemeyeceği iddiası yönünde karar vererek, Gruslin'in iddiasını reddetmiştir<sup>822</sup>.

## 9. AMT v. Zaire Davası

American Manufacturing & Trading, Inc. v. Republic of Zaire (AMT v. Zaire) davasında<sup>823</sup> ise, Zaire kanunlarına göre kurulmuş olan SINZA şirketinin %94 hissesi AMT adlı bir ABD şirket tarafından satın alınmıştı. Şirket Zaire'deki faaliyetleri sırasında iki kez Zaire ordusu tarafından basılmış ve yağmalanmıştı. Bunun üzerine AMT, ABD-Zaire arasındaki YKTK Anlaşmasına dayanarak ICSID tahkimine başvurmuştu. Tahkimde Zaire hükümeti, AMT'nin herhangi bir doğrudan yatırımı olmadığı sebebiyle Merkezin yetkisine itiraz etti. Zaire'ye göre, AMT'nin durumu yalnızca SINZA adlı Zaire şirketinde bir hissedarlıktı. Yatırım ise SINZA tarafından yapılmıştı. Bu sebeple, ortada bir uyuşmazlık varsa o da SINZA ile Zaire arasında olup, bu konuda da Zaire mahkemeleri yetkiliydi.

Hakem mahkemesi, iki taraflı yatırım antlaşmasındaki "yatırım" tanımına müracaat ederek, anlaşmadaki tanımın "*pay dahil, doğrudan ya da dolaylı olarak sahiplenilen ya da kontrol edilen her türlü yatırım*" ı içermesinden dolayı, SINZA'nın AMT'nin bir yatırımı olduğuna karar vermiştir. Bu sebeple, AMT'nin SINZA'daki

---

<sup>822</sup> Introductory Note, s.1-2.

<sup>823</sup> American Manufacturing & Trading, Inc. v. Republic of Zaire, ICSID Case No. ARB/93/1.

hisselerinin gerek iki taraflı antlaşma bakımından, gerek Konvansiyon bakımından yatırım teşkil ettiğini tespit etmiştir<sup>824</sup>.

## 10. CSOB v. Slovakya Davası

Tam olarak bir menkul kıymet yatırımı olmasa da dolaylı bir yatırım türü niteliğinde olan ödünç sözleşmesi uyuşmazlığından kaynaklanan ve hakem mahkemesi de bu konudaki kararında yukarıda ifade edilen menkul kıymet yatırımından kaynaklanan uyuşmazlıklarına ilişkin bazı davalara atıf yaparak karar verdiği diğer bir dava da Ceskoslovenska Obchodni Banka, A.S. v. The Slovak Republic (CSOB v. Slovakya) davasıdır<sup>825</sup>. Ödünçün Konvansiyon ve ilgili iki taraflı yatırım anlaşmasında yatırım teşkil edip etmediği sorunu CSOB v. Slovakya davasında tartışılmıştır. Taraflar borçların konsolidasyonu sözleşmesinde, ilgili iki taraflı yatırım anlaşmasına ve oradaki ICSID tahkim klotuna atıf yapmışlardır. Hakem mahkemesine göre, bu atıfla taraflar, aralarındaki ilişkinin yatırım karakterini tanımışlardır. Ancak, Slovakya'nın belirttiği gibi, tarafların anlaşması bu anlamda Konvansiyon anlamında yatırımın kabulü için nihai değildir. Konvansiyonun 25/1. maddesindeki yatırım objektif bir kıstas olup, taraflar Merkezin yetkisini tayin ederken yatırım tanımını daha kesin hale getirebilirler ve hatta sınırlandırabilirler. Bu sebeple, hakem mahkemesi kendisinin yetkisi ve görevi bakımından, yatırımın tanımı için iki test yapmayı zorunlu görmüştür. Birincisi, uyuşmazlık ikili yatırım anlaşmasına göre bir yatırımdan doğmakta mıdır? İkincisi, uyuşmazlık ICSID Konvansiyonu anlamında bir yatırımdan mı doğmaktadır?

CSOB'un talebi, Slovak hükümetinin ilgili konsolidasyon anlaşmasına göre Slovak tahsil şirketinin zararlarını karşılamayı reddetmesine dayanmaktadır. CSOB'a göre, Slovak tahsil şirketine CSOB tarafından verilmiş olan ödünç bir yatırımdır ve bu anlamda uyuşmazlık Merkezin yetkisi dâhilindedir. Slovakya ise, ödünçün bir yatırım olmadığını ve uyuşmazlığın Konsolidasyon sözleşmesi yanında akdedilen ödünç sözleşmesinden doğrudan kaynaklanmadığını iddia etmiştir<sup>826</sup>.

---

<sup>824</sup> Çalışkan, **a.g.e.**, s. 114.

<sup>825</sup> Ceskoslovenska Obchodni Banka, A.S. v. The Slovak Republic, ICSID Case No. ARB/97/4.

<sup>826</sup> Yılmaz, **ICSID**, 159-160.

Hakem mahkemesi, Fedax v. Venezuela davasına atıfla, bir yatırımın çoğunlukla karmaşık bir operasyon olduğunu ve birden fazla işlemde oluşabileceğini tespit ederek, bu her işlemin bazen kendi başına bir yatırım olmayabileceğini ancak, tamamı düşünüldüğünde Konvansiyon anlamında bir yatırım olabileceğini ifade etmiştir. Nitekim, Konsolidasyon sözleşmesinin ana amacı CSOB'un gerek Çek Cumhuriyetinde gerek Slovak Cumhuriyetinde faaliyetlerine devam ve bu faaliyetleri geliştirmedir. Bu anlamda CSOB'un faaliyetlerini Slovakya'da geliştirme taahhüdü aynı zamanda bu ülkede çeşitli harcamalar yapmayı ya da kaynak aktarımını da içerdiğinden, Konvansiyon anlamında yatırım olarak değerlendirilmelidir. Sonuçta, hakem mahkemesine göre, CSOB'un talebi ve Slovak tahsil şirketine vermiş olduğu ilgili ödünç, CSOB'un Slovakya'daki bankacılık faaliyetlerinin gelişimine sıkı sıkıya bağlı olduğundan, söz konusu ödünçler gerek Konvansiyon gerek ikili yatırım anlaşmasına göre yatırım olarak kabul edilmelidir.<sup>827</sup>

---

<sup>827</sup> Yılmaz, **ICSID**, s. 160.

## SONUÇ

1970'lerden itibaren birçok ülke tarafından uluslararası sermayenin önündeki engelleri kaldırılarak bir finansal küreselleşme süreci başlatılmıştır. Finansal serbestleşme, finansal küreselleşme, uluslararası finansal bütünleşme, sermayenin serbest dolaşımı gibi adlarla anılan bu uygulamalar; 1990'lı yıllarda ise artarak yoğunlaşmıştır. Bu sürecin başlamasıyla sermaye zengini yatırımcılar ülke sınırlarını aşarak yüksek kar potansiyeli gördükleri piyasalarda yatırım yapmaya başlamışlardır. Uluslararası sermaye akımları sayesinde sermaye ulusal özelliğinden sıyrılarak uluslararası bir boyut kazanmış ve bu durum özellikle kar potansiyellerinin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırımcılar tarafından yapılan hem doğrudan hem de dolaylı yatırımların artmasını sağlamıştır.

Finans piyasalarında gözlemlenen küreselleşme olgusunun önemli yansımalarından biri de, dolaylı yabancı yatırım niteliğinde olan uluslararası portföy yatırımlarının hacmindeki belirgin artıştır. Dünya genelinde finansal piyasalar alanında çok önemli değişimlerin meydana geldiği bu yeni dönem ile birlikte, ulusal finans piyasaları üzerindeki kontroller yavaş yavaş kaldırılmaya başlanmış, sermayenin ülkeler arasında serbestçe dolaşımına izin verilmiş, döviz kurları dalgalanmaya bırakılarak, uluslararası fonların hem miktarı hem de ülke ekonomileri üzerindeki etkilerinde artış yaşanmıştır. Bu durumun bir sonucu olarak bugünkü sermaye piyasaları küresel bir pazar haline gelmiş, piyasalar arası etkileşim tarih boyunca görülmemiş seviyelere ulaşmış ve bu durumun etkisiyle piyasalar arası işbirlikleri ve entegrasyonlar gerek aynı ülke içindeki piyasalar nezdinde gerekse değişik ülkelerde bulunan piyasalar bazında son derece artmıştır.

Finansal serbestleşme ile birlikte devletlerin ülke ekonomilerinde ve ekonomik yapıların işleyişindeki yeri, zaman içerisinde baş aktörlükten denetleyici ve düzenleyici olmaya doğru hızlı bir değişim göstermektedir. Bu durum ülkelerin etkili ekonomik finansman ve yatırım kaynağı haline gelen sermaye piyasalarında da geçerlidir. Bunun yanı sıra, iletişim teknolojilerinin sermaye piyasalarında etkin şekilde kullanılması sayesinde bilgiye erişim olanakları yatırımcıların hizmetine sunulmuş ve bunun etkisiyle sermaye piyasalarındaki serbestleşme giderek küresel bir

hal almıştır. Küreselleşen piyasaların üzerinde devletin denetim ve düzenleme alanı kısmen gönüllü, kısmen de mecburi olarak daralmaktadır. Bu itibarla, sermaye piyasası faaliyetlerinde ve yatırımlarında küreselleşme sürecinin ortaya çıkmasının diğer iki önemli sebebi olan sermaye piyasalarının ülkesel kimliklerinden sıyrılan bir seyir izlemesi ve teknolojik olanaklardaki gelişmelerin bu alanda etkin şekilde kullanılması gösterilebilir. Artan uluslararası sermaye piyasası işlemleri yabancıların vatandaşı olmadıkları yahut vatandaşı olsalar dahi yerleşik durumda bulunmadıkları ülkelerdeki menkul kıymet yatırımlarına yönelmelerini sağlamaktadır. Bu açıdan bakıldığında mali piyasaların bir alt kümesi konumundaki sermaye piyasalarında birincil ve ikincil piyasa işlemlerinin yabancılara yaygın bir şekilde açık hale getirildiği görülmektedir.

Uluslararası menkul kıymet yatırımlarının tarafları olan yatırımcılar, ihraççılar, piyasa kurumları ve devletler son derece karmaşık bir görünüm arz edebilen ve uluslararası olma vasfından ötürü birden çok hukuk sistemi ile temas halinde bulunan uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin olarak öngörülebilirlik ve güven unsuruna ihtiyaç duymaktadırlar. Ayrıca bu alandaki uyuşmazlıkların yoğun bir şekilde ihtiyaç duyduğu uzmanlık bilgisi ve hızlı çözüm üretme gereksinimi de önem arz etmektedir. Nevi şahsına münhasır özelliklere haiz olan menkul kıymet yatırım uyuşmazlıkları, finansal serbestleşme sürecinin yasalarda meydana getirdiği yatırım serbestisine ilişkin yeni düzenleme ve eğilimlerin etkisiyle gün geçtikçe daha sık ve uluslararası bir şekilde ortaya çıkmaktadır.

Giderek dikkat çeken bir hacme kavuşan uluslararası menkul kıymet yatırımları; beraberinde bu alandaki uyuşmazlıkların çözümünde uygulanacak alternatif uyuşmazlık çözüm yolları meselesini ve dolayısıyla da bu yollardan en başta geleni tahkim müessesesinin uygunluğunun, yeterliliğinin ve ne şekilde organize edilebileceğinin sorgulanması lüzumunu da beraberinde getirmektedir. Bu durumun bir sonucu olarak menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının çözüm yöntemi olarak tahkimin giderek daha fazla ülkede tartışmaya açıldığı ve önemli ölçüde ön plana çıkmaya başladığı görülmektedir. Özellikle birçok gelişmiş ülkede finansal araçlar ile yatırımcıların arasında akdedilen neredeyse her sözleşmede tahkim şartına yer verilmekte olması bu durumun açık bir göstergesidir.



Menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarını tarafları; piyasa kurumları, yerli veya yabancı yatırımcı, ihraççılar ve devletlerden oluşmaktadır. Nitekim sermaye piyasası uyuşmazlıklarının uluslararası hale gelmesinde de aynı aktörler söz sahibidir. Sınır ötesi halka arz ve aracılık faaliyetleri anılan sebeplerle bugün dünyanın pek çok ülkesindeki piyasa tarafından müsaade edilen işlemler konumundadır. Sermayenin serbest dolaşımı yaygın olarak sanıldığı gibi aksine doğrudan yatırımlara konu edilen sermayeden daha ziyade olmak üzere portföy yatırımlarına yani menkul kıymet yatırımlarına hareketlilik kazandırmıştır. Sermayenin serbest dolaşımı konusunda Avrupa Birliği nezdindeki gelişmeler ülkemizi de doğrudan etkilemiş ve menkul kıymet yatırımları bakımından ülkemiz de diğer pek çok ülke gibi yabancı yatırımlara açık bir hale gelmiştir.

Menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarında önem arz eden önemli bir konu ise bu uyuşmazlıkların tahkim usulüyle çözülüp çözülemeyeceği noktasında toplanmaktadır. Sanıldığı gibi aksine bu alanda tahkimin uygulanması çok eskilere dayanmaktadır. Çalışmamızda detaylı olarak yapmış olduğumuz incelemelerin de gösterdiği üzere çeşitli ülkelerde giderek yaygın bir şekilde tahkim kurumu menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının çözümünde kullanılmaktadır. Pek çok piyasa kendi tahkim kurallarını geliştirmiş ve uygulamaktadır. Piyasaların kendi özelliklerine ve dinamiklerine uygun kurullarla oluşturdukları tahkim mekanizmalarını piyasa kurumları ve yatırımcılarının hizmetine sunmaktadırlar. Zira bu sayede piyasa unsurları, piyasadaki faaliyetlerinden kaynaklanacak olan uyuşmazlıkların çözümü noktasındaki tereddütlerinden de arındırılabilir. Mahkemelerin sıklıkla sermaye piyasası işlem ve araçlarına olan yabancılığı tahkim kurumuna olan gereksinimi kuvvetlendiren önemli bir argümandır. Yine somut veriler ışığında sermaye piyasasında tahkim uygulamasının objektif bir şekilde uyuşmazlıkların çok daha kısa sürede ve daha düşük maliyetli olarak halledildiğini ortaya koymaktadır. ABD, İngiltere, Almanya, Fransa, Rusya ve daha pek çok diğer ülkede sermaye piyasası alanındaki uyuşmazlıkların tahkim usulüyle çözülmesine dair dikkat çekici gelişmeler ve bu yöndeki talepler de bu durumun bir göstergesidir.

Ülkemizde ise yatırımcılar ile yatırım kuruluşları arasındaki uyuşmazlıkların

hızlı, etkili ve daha az maliyetli bir şekilde, mahkeme dışı yöntemlerle çözülmesine imkân veren uyuşmazlık çözüm sistemlerinin geliştirilmesinin sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcılara belirli düzeyde koruma sağlayan mekanizmalardan biri olduğu nazara alınarak, 6362 sayılı SPKn'nda uyuşmazlık çözümüne ilişkin düzenlemelere yer verilmiş ve anılan yöntem ilk kez borsa mevzuatı dışında SPKn kapsamında düzenlemeye kavuşturulmuştur. Kanun'da, borsaların anonim şirket olarak yapılandırılacağına düzenlenmiş olduğu göz önüne alınarak piyasaların daha etkin ve adil işleyebilmesini teminen, ihtilafların çözümü de Kanun'un 70. maddesinin birinci fıkrasında hükme bağlanmıştır. Söz konusu düzenleme uyarınca, yatırım kuruluşlarının kendi aralarında veya müşterileriyle 67. maddenin birinci fıkrasının (b) ve (c) bentlerinde yer alan borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümlenmesine ilişkin usul ve esaslar borsa yönetim kurullarınca belirlenecektir. Anılan yönetim kurulu kararlarının ilişkin olduğu tutarın 84. maddenin 5. fıkrasında yer alan tutardan fazla olması hâlinde bu karara karşı SPK'ya itirazda bulunulabilecektir. Yatırımcıların tazmini kapsamında tazminin azami sınırına yönelik 84. maddenin 5. fıkrası uyarınca, hak sahibi her bir yatırımcıya ödenecek azami tazmin tutarı Kanun'un yürürlüğe girdiği 2016 yılı için 120,823 Türk Lirasıdır ve her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır.

Anılan düzenleme göz önünde bulundurulduğunda, uyuşmazlıkların çözümünde yetkili merci bakımından Kanun bir değişiklik getirmemiştir. Buna göre, yatırım kuruluşları ile müşterileri arasındaki uyuşmazlıklar esas itibariyle borsa yönetim kurulları tarafından çözülmeye devam edecek, borsa yönetim kurulu kararlarına yapılan itirazları ise SPK karara bağlayacaktır. Konuya uyuşmazlık çözüme yetkisinin kapsamı açısından bakıldığında, 2499 sayılı Kanun döneminde borsa işlemleri olarak belirlenmiş olan kapsamın, 6362 sayılı Kanun'un 70. maddesinde 67. maddenin 1. fıkrasının (b) ve (c) bentlerine yapılan atıflar dolayısıyla, yine aynı sonuca varacak şekilde, emirlerin iletilmesi ve eşleştirilmesi ile gerçekleştirilen işlemlere ilişkin yükümlülüklerin zamanında yerine getirilmemesinden kaynaklanan uyuşmazlıklar olarak belirlendiği görülmektedir. 2499 sayılı Kanun döneminde, ilgili borsa düzenlemeleri uyarınca borsanın ancak borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümüne yetkili olduğunun düzenlenmiş olması, borsa işleminin ise

mevzuatta yer alan değişik hükümlerin yorumlanması suretiyle uyuşmazlık çözüme yetkisinin kapsamının belirlendiği nazara alındığında, 6362 sayılı Kanun ile açık bir şekilde uyuşmazlık çözüme yetkisinin kapsamının belirlenmiş olması yerinde görölmektedir.

Bu çerçevede, her ne kadar Kanun'da uyuşmazlık çözümüne yönelik düzenleme yapılması ve konunun yasal zemine kavuşturulması olumlu bir gelişme olarak görülse de söz konusu düzenleme bazı yönleriyle eleştiriye açıktır. Öncelikle, borsa yönetim kurullarınca idari yolla uyuşmazlık çözümünün sadece borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklarla sınırlı tutulması uygun olmamıştır. Yatırımcılar ile yatırım kuruluşları ve diğer sermaye piyasası kurumları arasında borsa işlemleri dışındaki işlem ve hizmetler nedeniyle de uyuşmazlıkların ortaya çıkması mümkün olup, bu tür uyuşmazlıklara da alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemi sunulması yatırımcıların korunmasının bir gereğidir. Esas olan, yatırımcıların sermaye piyasası kurumları ile olan ilişkilerden kaynaklanan tüm uyuşmazlıklarının çözümüne olanak sağlayan bir sistemin geliştirilmesidir. Ayrıca, SPK nezdinde itiraz yoluna başvurulabilecek borsa kararlarını, 2013 yılı için belirlenen yüz bin Türk Liralık tutar çoğu kez küçük miktartlı işlemler nedeniyle bireysel yatırımcıların zararlarının çok üzerinde kalabilecek bir miktardır. Anılan sınır, uyuşmazlığın bir noktada sonlandırılması bakımından faydalı olabilir, ancak piyasalardaki küçük yatırımcıların yapmış olduğu işlemler dikkate alınarak söz konusu sınırın daha düşük bir düzeyde belirlenmesi maksada uygun olacaktır. Bu noktada, 6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu'nda temyiz yoluna başvurulabilecek kararlara ilişkin olarak belirlenen miktarların esas alınmasının daha makul bir çözüm olduğunu düşünüyöruz. Öte yandan, yine 6362 sayılı Kanunda, İstanbul Finans merkezi Stratejisi ve Eylem Planı ile İstanbul Tahkim Merkezi Kanunu'nun sağladığı imkanlar dikkate alınarak yatırımcı uyuşmazlıklarının ayrı ve bağımsız bir merkezce çözümü yoluna gidilmesinin değerlendirmeye alınmamış olması da Kanun'un bir eksikliği olarak değerlendirilmelidir. Nitekim, sermaye piyasalarında yatırımcı uyuşmazlıklarının çözümü ile yetkilendirilen otoritelerin, uyuşmazlığın taraflarını oluşturan kişilerden ve piyasanın diğer aktörlerinden bağımsız olması gerektiği uluslararası otoritelerce de vurgulanmaktadır.

Ülkemizde menkul kıymet yatırım uyuşmazlıkları en çok uyuşmazlıkların halinde idari bir yol olan ve borsa yönetim kurullarını yetkilendiren sistemle çözülmektedir. Borsa yönetim kurullarını yetkili kılan bu yola başvuru için ise uyuşmazlığın, 6362 sayılı SPK'nın 70. maddesi ile “emirlerin iletilmesi ve eşleştirilmesi” ve “gerçekleşen işlemlere ilişkin yükümlülüklerin zamanında yerine getirilmemesi” şeklindeki borsa işlemlerinden kaynaklanması şartına bağlanmıştır. Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği'nin 47 ila 50. maddelerinde, uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin usul ve esaslar daha detaylı düzenleme altına alınmıştır. Yönetmelik'in 47. maddesi uyarınca, işlem yapma yetkisi verilenlerin kendi aralarındaki uyuşmazlıkların taraflardan birinin, işlem yapma yetkisi verilenler ile müşteriler arasından uyuşmazlıkların ise müşterilerin başvurusu halinde, Borsa yönetim kurulu tarafından çözümleneceği, tarafların anılan uyuşmazlığa ilişkin olarak yargı mercilerine başvurmalarına engel bulunmadığı hükme bağlanmıştır. İtiraz mercii SPK olup burada verilen karara karşı da idari yargıda iptal davası açılması mümkündür. Bu çerçevede özel hukuk alanındaki bir uyuşmazlığın idari yargıya konu edilmesi düşünülemeyeceğine göre borsa ve SPK incelemesi sadece işlemin idari boyutuyla sınırlı olacaktır. İdari yargıdaki denetim de ancak bu kararların idari yönüne ilişkindir. Özellikle borsanın yönetim kurulunun kararlarına karşı SPK'ya başvurulması ve nihayetinde bu inceleme sonucunda verilen kararın idari yargıda iptal davasına konu edilmesi sebebiyle bu şekildeki bir uyuşmazlık çözümü için tahkimden söz edilemez.

Ülkemizde menkul kıymet yatırım uyuşmazlıklarının tahkim yoluyla çözümüne ilişkin olarak ise, sermaye piyasasında, aracı kuruluşlar arasında ya da aracı kuruluşlar ile müşterileri arasında borsa dışı işlemlerden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde TSPB bünyesinde oluşturulan tahkim uygulamasına ilişkin ilk somut düzenleme, 2003 yılında yürürlüğe girmesine rağmen sermaye piyasası uyuşmazlıklarının tahkim yoluyla çözümüne ilişkin bugüne kadar herhangi bir başvuru olmamıştır. Birlik bünyesinde oluşturulan tahkim müessesesinin işlerlik kazanamamış olmasına ilişkin sebepler arasında en önemlisi olarak, TSPB Tahkim Kuralları çerçevesinde, üyeler arasında ya da üyeler ile müşterileri arasında sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan ve tahkim yolu ile çözülebileceğine hükmedilen

uyuşmazlıkların “borsa dışı işlemlerden” kaynaklanması gerekliliğidir. Genel olarak borsa dışı uyuşmazlıklar, komisyon ücretleri, EFT ve hesap ekstresi ücreti, komisyon iadesi, portföy yönetimi, hisse senedine ilişkin rüçhan haklarının kullanılmaması, temettü bedelinin tahsil edilmemesi, hisse senedi saklama komisyonu vb. konulara ilişkin olmaktadır. Söz konusu uyuşmazlıklarda, genellikle uyuşmazlık konusu meblağın düşük olması ve uyuşmazlığın tahkim yolu ile çözülmesi durumunda tahkim masraflarının uyuşmazlık konusu tutara yakın olması, tahkimin ülkemizde uygulanabilirliği açısından olumsuz bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır. Nitekim 6362 sayılı SPKn 74. maddesi ile TSPB’ne; üyelerinin Kanun kapsamındaki faaliyetlerden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümüne ilişkin gerekli altyapıyı kurmak ve yönetmek yetkisi vererek tahkime başvuru için borsa işlemleri ve borsa işlemleri dışındaki işlemler ayrımını ortadan kaldırmıştır. Yeni TSPB Statüsü’nde de bu husus Kanuna uygun şekilde değiştirilerek hem borsa işlemleri hem de borsa dışı işlemlere ilişkin uyuşmazlıklarda tahkime başvuru olanaklı hale getirilmiştir.

6362 sayılı YSPKn. TSPB’den, “yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunmaya yetkili kılınmış kuruluşlar” ve “sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kurumlar”dan SPK tarafından uygun görülenlerin oluşturduğu bir kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşu olarak bahsetmesi de sermaye piyasalarında tahkimin uygulama alanının genişletilmesi açısından olumlu bir gelişme olmuştur. Bu sayede, Birlik tarafından sunulan tahkim hizmetinin, ABD başta olmak üzere tahkimi sermaye piyasası uyuşmazlıklarından etkin bir uyuşmazlık çözüm yolu olarak kullanan diğer ülkelerdeki örneklerine paralel bir şekilde sadece aracı kuruluşları değil bütün sermaye piyasası kurumlarını kapsayacak biçimde genişletilmiş ve bu noktadaki ihtiyaca cevap vermesi açısından uygun olmuştur. Henüz bir uygulaması olmasa da, söz konusu düzenlemelerin zaman içerisinde Türk sermaye piyasalarında tahkimin tanınması, uygulanması ve geliştirilmesi konularında önemli katkılarının olacağını düşünmekteyiz.

Sermaye piyasalarında menkul kıymet yatırımlarına ilişkin yatırım kuruluşları ile yatırımcılar arasında imzalanan çerçeve sözleşmeler, bu sözleşmelerde yatırım kuruluşu ile yatırımcılar arasında çıkabilecek uyuşmazlıkların ne şekilde

çözömleneceğine ilişkin hükümler açısından örnekleme yoluyla incelenmiş ve konumuz kapsamında değerlendirilmiştir. İncelenen sözleşmelerin büyük bir kısmı uyuşmazlık çözüm yolu olarak adli yargı yolunu gösterirken az da olsa bazı sözleşmelerde tahkime de yer verildiği tespit edilmiştir. Uyuşmazlıkların çözümünde tahkim şartının yer aldığı sözleşmelerin büyük bir kısmı ise yabancı yatırımcılar tarafından imzalanan sözleşmeler olduğu görölmüş ve özellikle son zamanlarda yabancı yatırımcılarca tahkimin tercih edilmesinin oldukça yaygın olduğu sektör temsilcileri tarafından da ifade edilmiştir. Bununla birlikte tahkimin bir uyuşmazlık çözüm yolu olarak kabul edildiği bazı sözleşmelerde ise tahkime alternatif başka çözüm yollarına da yer verilirken, yine bu sözleşmelerin bazılarında adli yargı yerinin de aynı sözleşme kapsamında çıkacak uyuşmazlıklarda bir çözüm yolu olarak kabul edilmesinin uyuşmazlıkların tahkim usulü ile çözölmüne ilişkin madde hükümlerinden kaynaklanan ihtilaflarda ve hakem kararlarının infazında tahkim usulüne ilişkin maddelerin geçersizliği sonucunu doğurmayacağı ve bu hükmün hakem sözleşmesinin geçerli olmadığı şeklinde yorumlanamayacağı ek bir hüküm olarak sözleşmeye dahil edilmiştir. Bununla birlikte, tahkim sözleşmesinde yer alan bu şekilde bir ifadenin tahkim sözleşmesinin en önemli kurucu unsurlarından biri olan tahkim iradesi bakımından sorun oluşturabileceği kanaatindeyiz.

Tahkim sözleşmesinin kurucu unsuru, uyuşmazlıkların tahkim yolu ile çözömlenmesine ilişkin irade açıklamasıdır ve bu husus tahkim sözleşmesinin ana ve kurucu unsuru niteliğindedir. Tahkim anlaşmasının geçerliliği tarafların tahkim iradelerinin şüpheye ve karışıklığa yer vermeyecek şekilde açık olması ile doğru orantılıdır. Açık ve kesin irade açıklaması, tahkim anlaşması ister bağımsız bir tahkim sözleşmesi şeklinde isterse tahkim şartı şeklinde yapılsın, akdın geçerliliği için aranan esaslı şartlardandır. Çeşitli Yargıtay kararlarında, tahkimden ve geçerli bir tahkim şartının varlığından söz edebilmek için, uyuşmazlığın mutlak olarak hakemde çözömleneceği hususunun taraflarca kararlaştırılması şartı aranmakta, aksi halde tahkim sözleşmesinin geçersiz sayılacağı vurgulanmaktadır. Tahkime konu uyuşmazlıkların tereddüde yer vermeyecek şekilde sözleşmede belirtilmesi hakemlerin yetki sınırları bakımından da önem taşımaktadır. Ayrıca yine Yargıtay kararlarında vurgulandığı üzere, hakem yoluyla halledilemeyen uyuşmazlıkların

mahkemece çözümleneceğine dair konulan kayıtların tahkim anlaşmasını hükümsüz kılacağı kabul edilmektedir.

Tahkim şartının yer aldığı sözleşmeler kapsamında uyuşmazlığın ticari ve yatırım tahkimine sunulmasını menkul kıymet yatırımı yapan yerli ve yabancı yatırımcılar açısından değerlendirdiğimizde ise özellikle yatırım tahkimine başvuru hakkına ilişkin bir fark ortaya çıkmaktadır. Yabancı yatırımcı açısından, sözleşmede tahkim hükmüne yer verilmese dahi YKTK veya ilgili anlaşmalar çerçevesinde yatırım tahkimine dolayısıyla da ICSID'e başvuru imkanı söz konusudur. Yerli statüdeki bir menkul kıymet yatırımcısının vatandaşı olduğu devlet aleyhine ICSID yatırım tahkimine başvurması ise mümkün değildir. Gerek yerli gerekse yabancı menkul kıymet yatırımcıları açısından, yatırım kuruluşu veya yatırım yaptığı devlet aleyhine ticari tahkime başvuru hakkı ise, taraflar arasında sözleşmesel bir ilişkinin mevcudiyetine ve bu sözleşmede de uyuşmazlıkların çözümü için tahkim yolunun öngörülmüş olmasına bağlıdır.

ICSID tahkimine başvuru açısından, Konvansiyonun ICSID'in yargılama yetkisini düzenleyen 25. maddesine göre "*Merkezin yargılama yetkisi ...bir yatırımdan doğrudan kaynaklanan herhangi bir hukuki uyuşmazlığı kapsayacaktır...*". İlgili maddede ICSID'in konu bakımından yetkisini işaret eden bu tanımlama üç unsur içermektedir. İlki, ortada hukuki bir uyuşmazlık bulunmalıdır. İkincisi, söz konusu hukuki uyuşmazlık ilgili işlemde doğrudan kaynaklanmalıdır. Üçüncü olarak, söz konusu uyuşmazlığın doğrudan kaynaklandığı işlem bir yatırım olmalıdır. Konvansiyonun hazırlık çalışmalarında bu unsurların tanımı konusunda yoğun tartışmalar yaşanmasına rağmen, kabul edilen nihai metin ne yatırımı ne de hukuki uyuşmazlığı tanımlamaktadır. İşte bu nokta da önemli bir potansiyel zorluğu bir dolaylı yatırım türü olan portföy yatırımlarının ICSID tahkime konu olma bakımından bir yatırım olarak değerlendirilip değerlendirilmeyeceği sorunu oluşturmaktadır.

Yatırımın ne anlama geldiğini belirleme niyetleri ve yatırımın Konvansiyon'da tanımlanmamış olması, yatırım tanımına ilişkin süregelen bir tartışmaya neden olmuş ve bu nedenle de, ICSID tahkim kurulları yatırım tanımı için objektif veya subjektif bir standart belirleme konusunda önemli uğraşlar vermişlerdir. Bu hususu konumuz

açısından incelediğimizde de menkul kıymet yatırımlarının “yatırımcıyı koruma” sistemine dahil edilmesi ihtimali, “korunan yatırım” tanımını etkileyen unsurlara paralellik arz ettiği görülmektedir. Bu tür yatırımlara ilişkin olarak son 10 yılda ileri sürülen farklı nitelikteki görüşlerin lafızdaki farklılıklardan kaynaklandığı söylenebilirse de, sebep aslında biraz daha esastır. Bu ayrılıklar, farklı hakemlerin, baktıkları davalara ilişkin olarak takındıkları farklı tutumlarla da yakından ilgilidir. Bazı hakemler tarafların esas iradesinin de ötesine geçerek Konvansiyon’un maddelerini geniş yorumlarken, diğerleri hukukun “yatırımın korunması” için bir araç olarak kullanılmasının tahkimin görev tanımı içinde yer almadığı görüşündedirler.

Menkul kıymet yatırımlarının yatırım tanımı kapsamı içinde mi dışında mı yer aldığına yönelik tartışmalar çeşitli gerekçelere dayanmaktadır. Bu tür yatırımların yatırım tanımı kapsamında yer aldığı tezi, yatırım sözleşmesinin amacının, yatırımların korunarak artırılması olduğunu, bu amacın da portföy yatırımlarının korunmasıyla gerçekleştirilebileceğini savunur. Yatırım sözleşmelerinin ve tahkimin amacının ekonomik gelişme olduğunu savunanlar ise, bu amacın, yabancı yatırımların kendi doğaları gereği ekonomik gelişmeyi sağlayan karakteristiğe sahip oldukları anda hasıl olduğunu ileri sürerler. Hakemler kendi eğilimlerine göre bu görüşlerden birini benimseyebilirler. Bu noktada esas olan şudur ki, 1990’lı yıllarda ortaya çıkan neoliberal çevrede, yatırımın korunmasının yabancı yatırımın temel amacı olduğu yönündeki eğilimin gittikçe güçleniyor olması gerçeğidir.

Uluslararası menkul kıymet yatırımlarının bir yatırım olarak kabulü dolayısıyla da ICSID tahkimine konu olması; uyuşmazlık tarafları arasındaki anlaşmalar, çok ve iki taraflı anlaşmalar (YKTK Anlaşmaları) ile ulusal mevzuat açısından ayrı ayrı değerlendirildiğinde mümkün gözükmektedir. Bu çerçevede, Uluslararası hukukta geleneksel olarak yatırım tabiriyle fiziksel ve doğrudan kontrol içeren yatırımların kastedildiği görülmekle beraber, son yıllarda sayıları giderek aratan özellikle iki ve çok taraflı yatırım anlaşmaları ile yatırım tahkiminde bu kapsamın geniş tutulduğu, böylece azınlık payları da dahil olmak üzere her türlü pay sahipliği üzerinden dolaylı sahipliğin kapsama alınabildiği gözlenmektedir. Bu çerçevede portföy yatırımı olarak da bilinen menkul kıymet yatırımları dahi söz konusu kapsama girebilmektedir.



Giderek, bunun da ötesine geçilmekte ve borsadaki bir şirketin paylarının halka arz edilmesi veya borsaya kote bir şirketin paylarının ikinci el piyasadan yabancı bir yatırımcı tarafından satın alınması durumunda dahi yabancı yatırımcının yatırım tahkimine gidebileceği bir “yatırımdan doğan hakların ihlali uyuşmazlığı”ndan bahsedilebileceğine yönelik görüşler de bulunmaktadır. Yine, yatırım kavramının sermaye akımlarını içerebildiği görüşüne benzer biçimde, devletlerin diğer ülkelerin sermaye piyasalarında ihraç ettiği tahviller dolayısıyla dış devlet borçlarının da yatırım tahkimine konu edilebildiği gözlenmektedir.

Konuya ilişkin tartışmalar göz önünde bulundurulduğunda sonuç olarak, uluslararası menkul kıymet yatırımlarının ICSID Konvansiyonu çerçevesinde bir yatırım olarak korunup korunmadığı hususu, bu konudaki bir uyuşmazlığı inceleyen tahkim kurulunun kararına bağlı olduğu söylenebilir. Tahkim kurulu üyelerinin yatırıma ilişkin yaklaşımları, bu konudaki kararları belirlemede etkili olacaktır. Bu açıdan bakıldığında, yatırımın tanımına ilişkin ICSID kuralları incelendiğinde, ICSID tahkim kurullarının Konvansiyon’u yazan kişilerle aynı görüşte oldukları, zira onların da yatırımı tanımlamadıkları sonucuna varılabilir. Bu noktada, tarafların niyeti ve Konvansiyon’un kriterleri arasında bir denge olmalıdır. Çözüm ise ICSID Konvansiyonu’nun amacına uygun olmalıdır. Tahkim kurulları yatırım kavramı içeren Konvansiyon’un 25. maddesinin yorumu için sözleşmenin yorumuna ilişkin temel kuralı takip etmelidirler. Bu temel kuralın en geçerli ve temel tanımı “*Viyana Anlaşmalar Hukuku Konvansiyonu*”nun 31. maddesinin ilgili kısmında “*bir sözleşme, iyiniyet kuralları çerçevesinde, sözleşmedeki terimlerin kendi anlamlarını koruyarak uyum içinde ve sözleşmenin amaç ve konusu doğrultusunda yorumlanır.*” olarak yer almaktadır.

Yatırım kavramına yönelik önemli bir gelişme, hakem heyetlerinin kararlarında ağırlık kazanmaya başladığı görülen ve ICSID’in Salini v Fas kararında oluşturduğu “Salini testi” çerçevesinde gözlemlenmektedir. Söz konusu teste göre, ICSID tahkimi kapsamında yatırım olarak sayılabilmek için şu dört unsur aranacaktır: (i) önemli bir miktarda para harcanması ya da parasal katılım (ii) belirli bir süre, (iii) genellikle her iki tarafın da risk üstlendiği bir ilişki ve (iv) ev sahibi ülkenin ekonomik

kalkınmasına katkı sağlama. Ne var ki, hem öğretide hem de ICSID hakem heyetlerinin vermiş olduğu kararlarda bu unsurların yerindeliği üzerindeki tartışmalar halen de yoğun biçimde devam etmektedir. Salini testinin anılan unsurları dikkatle incelendiğinde bu unsurların oldukça kalıplaşmış ve dar bir kapsamda olduğu bu nedenle de, yalnızca doğrudan yatırımların genel özelliklerini kapsayacak şekilde tanımlandığı görülmektedir. Salini testine göre yapılan bir yatırım, yatırımcı ile ve ev sahibi ülke arasındaki ilişkilerin kalıcı olması ve yatırımın harcama ile üretim fonksiyonlarını kontrol etmek amacıyla yapılmış olması gerekmektedir. Bu nedenle de, Salini testinin tanımı, sadece doğrudan yatırımları kapsamakta, söz konusu tanımın şartlarına uymayan diğer türden yatırımları ise testin kriterlerine tam olarak uymaması nedeniyle bir yatırım olarak kabul etmemektedir. Salini testinin unsurlarının yerindeliği üzerindeki tartışmalar öğretide olduğu kadar ICSID hakem heyetlerinin vermiş olduğu kararlarda da halen yoğun biçimde devam etmektedir. Bununla birlikte, bazı ICSID tahkim kurullarının Salini testini uygulamayı reddettiği, bazı kurulların yatırım tanımı yapmak için bu testin zorunlu bir unsur olmadığı görüşünde olduğu, bazılarının da Salini testine ilave kriterler eklediği görülmektedir.

## BİBLİYOGRAFYA

- AGRON, Adam J.: "Securities Arbitration", **Denver Uni. Law Review**, Vol. LXXIV, 1996-1997, s. 505-518
- AKBULAK Sevinç/  
AKBULAK, Yavuz: Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul, Beta, 2004.
- AKINCI, Ziya: **Milletlerarası Tahkim**, (Kıs. Tahkim) Ankara, 2007.
- AKINCI, Ziya: "Yeni Milletlerarası Tahkim Kanunu ve Görev Belgesi" (Kıs. Görev Belgesi), **Bilgi Toplumunda Hukuk, Prof. Dr. Ünal Tekinalp'e Armağan**, C. II, İstanbul, 2003.
- AKIŞOĞLU, Berkay: Portföy Yatırım İstatistiklerinin Derlenmesi ve Türkiye Uygulaması, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Ocak 2013.
- AKYÜZ, Abdullah: "The Organization, Operation and Efficiency of Secondary Markets in Turkey", Current Issues in Turkish Capital Markets - Proceedings of the OECD- CMB Conference, Capital Market Board Publications, No: 14, September 3-8, 1989, Antalya.
- ALANGOYA, Yavuz: "UNCITRAL Tahkim Yönetmeliği Hakkında", **Prof. Dr. İlhan E. Postacıoğlu'na Armağan**, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, 1990.

- ALGAN, Neşe "Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler”, İstanbul, Yased, Yayın No: 33, 1988.
- Allen & Overy: (Çevrimiçi)  
[http://www.allenoverly.com/publications/en-gb/Pages/Abaclat-and-Others-v-The-Argentine-Republic-\(Formerly-Giovanna-A-Beccara-and-Others-v-The-Argentine-Republic\).aspx](http://www.allenoverly.com/publications/en-gb/Pages/Abaclat-and-Others-v-The-Argentine-Republic-(Formerly-Giovanna-A-Beccara-and-Others-v-The-Argentine-Republic).aspx), 22 Eylül 2014.
- ALTAŞ, Gökmen: “Finansal Piyasalarda Düzenleyici Otoriteler”, **Gösterge Dergisi**, TSPB Yayınları, Kış 2015, s. 36-63.
- ALTAŞ, Gökben: “Yurtdışında Aracı Kuruluş Birlikleri”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, İstanbul, TSPAKB Yayınları, Mart 2009, S. 79, s. 6-15.
- ALTINTAŞ, M. Ayhan: Uluslararası Yatırımların Korunması, Temel Uyuşmazlıklar ve Tahkim Kurulları, Hazine Dergisi, S. 10, Nisan 1998.
- AMF Ombudsman's Report 2014: (Çevrimiçi), [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)  
“Ombudsman” section, 9 Kasım 2015.
- ARAT, Tuğrul: **Ticaret Şirketlerinin Tabiiyeti**, Ankara, 1970.
- ASHER, Bernard: “The Development of a Global Securities Market”, **The Future of Global Securities Market, Legal Regulatory Aspects**, Ed. by Fidelis ODITAH, Oxford, 1996.
- ATAMAN-FİGANMEŞE, İnci: "Milletlerarası Ticarî Tahkim ile Yatırım Tahkimi Arasındaki Farklar", **İstanbul Üniversitesi**

- Milletlerarası Hukuk Bülteni (MHB)**, Y. 31, S. 1, 2011, s. 91-152.
- AYDIN, Sema: **Borsa İşlemlerinden Doğan Uyuşmazlıklar**, Ankara, Vedat Kitapçılık, 2009.
- Bafin Annual Report 2013: (Çevrimiçi),  
[http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Jahresbericht/dl\\_annualreport\\_2013.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Jahresbericht/dl_annualreport_2013.pdf?__blob=publicationFile), 22 Eylül 2014.
- BAGHERI, Mahmood: **International Contracts and National Economic Regulation**, La Haye, 2000.
- BALTAG, Crina: "Territoriality Under the ICSID Convention: Two Cases", **Transnational Dispute Management: Provisional Issue**, March 2007.
- BAŞAK, Levent: "4875 Sayılı Kanuna Göre Menkul Kıymet Yatırımlarının Doğrudan Yabancı Yatırım Niteliği ve Doğrudan Yatırım Kapsamında Değerlendirilmesi Gereken Diğer Yatırım Türleri", **Legal Mali Hukuk Dergisi**, Y. 2, S. 23, Kasım 2006, s. 2735-2740.
- BAUM, Harald: "Globalization of Capital Markets in Perspective", **Legal Aspects of Globalization**, Ed. by BASEDOW, Jurgen - KONO, Toshiyuku, The Hague, London, Boston, 2000.
- BEENHAKKER, Henri L.: **The Global Economy and International Financing**, Westport, 2001.
- BERNASCONI-OSTERWALDER, Natalie/

- JOHNSON, Lise: International Investment Law and Sustainable Development, Key Cases From 2000–2010, International Institute for Sustainable Development Yayını, 2011, (Çevrimiçi), <http://www.iisd.org/publications/international-investment-law-and-sustainable-development-key-cases-2000-2010>, 12 Aralık 2014.
- BİLGİLİ, Fatih: **Şirketler Hukuku**, Bursa, Dora Basım, 2013.
- BJERRE, Carl S./
- ROCKS, Sandra M.: **The ABCs of The UCC, Article 8: Investment Securities**, USA, American Bar Association Publishing, 2004.
- BLACK, Henry Campbell: **Black's Law Dictionary**, 6. Bası, West Publishing, 1990.
- BLACKABY, Nigel: **International Commercial Arbitration: Important Contemporary Questions**, International Council for Commercial Arbitration Congress Series No. 11, The Hague, London, New York, Kluwer Law International, 2003.
- BODDICKER, Joseph M.: "Whose Dictionary Controls?: Recent Challenges to Term "Investment" in ICSID Arbitration", **American University International Law Review**, Vol. 25, Issue 5, 2010, s. 1030-1071.
- BODEN, Değer: "Enerji Uyuşmazlıkları ve Yatırım Anlaşması Tahkimi", **14. Uluslararası Enerji ve Çevre Teknoloji Sistemleri Fuar ve Konferansı Bildiriler Kitabı**, 2008.

- BORN, Gary: **International Commercial Arbitration**, New York, Hague, 2001.
- Borsa İstanbul A.Ş. (Çevrimiçi)  
<http://www.borsaistanbul.com/duyurular/2013/12/31/borsa-istanbul-ve-nasdaq-omx-ten-çığır-açacak-anlaşma>, 12 Aralık 2014
- Borsa Uyuşmazlıkları: Uygulama,  
Örnek Kararlar ve Mevzuat: İstanbul, İMKB Yayınları, 1997.
- BROCHES, Aron: "The Convention on the Settlement of Investment Disputes Between States and Nationals of Other States", **Recueil de Cours**, 1972/II, C. CXXXVI, Leiden, 1973.
- BROCHES, Aron: "The Convention on the Settlement of Investment Disputes: Some Observations on Jurisdiction", **Columbia Journal of Transnational Law**, Vol. V, 1966, s. 263-280.
- BUKHMANN, Emil: "The Limits of Arbitrability of Securities Industry Disputes Under the Arbitration Rules of Regulatory Organizations" (Notes), **Brooklyn Law Review**, Vol. LXI, 1995, s. 143-197.
- CARTY, Sean M.: "Securities - Validity of Arbitration Agreements" (Casenotes), **Detroit Law Review**, Vol. LXVII, 1989-1990, s. 465-474.
- CROSS, Karen Halverson: "Arbitration As A Means of Resolving Sovereign Debt Disputes", **The American Review of International Arbitration**, C. XVII, S. 3, 2006, s. 335-382.

- CVM: (Çevrimiçi)  
<http://www.cvm.gov.br/ingl/Inter/mercosul/coloni-e.asp>, 22 Eylül 2014.
- ÇAL, Sedat: **Uluslararası Yatırım Tahkimi ve Kamu Hukuku İlişkisi**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2009.
- ÇALIŞKAN, Yusuf: “Dispute Settlement in Investment Law”, ed. Yusuf Aksar, **Implementing International Economic Law Though Dispute Settlement Mechanisms**, Martinus Nijhoff Publishers, 2011.
- ÇALIŞKAN, Zeynep: “Türkiye’nin Taraf Olduğu İkili ve Çok Taraflı Anlaşmalarda Yatırım Kavramı”, **Milletlerarası Hukuk Bülteni**, C. XXIX, S. 1–2, 2009, s. 85-118.
- ÇAPRAZ, İlkay/  
DEMİRCİOĞLU, İpek: "Türkiye'den Yurtdışına Doğrudan Sermaye Yatırımları ve Türk Yatırımcılar", İstanbul, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 2003-14.
- ÇELİK, Kübra: **Sermaye Piyasalarında Alternatif Uyuşmazlık Çözümü Olarak Uzlaşma Kurumu, Yurtdışı Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneriler**, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul, Kasım 2011.
- ÇETİN, Muhammet Şükrü: "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin gelişmekte Olan Ülkelere olası Etkileri: Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, Isparta, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2008.
- ÇETİN, Nusret: “Sermaye Piyasalarında Yatırımcı Uyuşmazlıklarının Çözümüne Yönelik Türk ve İngiliz Modellerinin Karşılaştırılması”, **Gazi**



**Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XIII, Y. 2009, S. 1-2, s. 21-41.

ÇETİN, Nusret/

TÖREMİŞ, H. Ebru:

“Menkul Kıymet Borsalarında Alım Satıma Aracılık Faaliyeti Kapsamında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XII, Y. 2008, S. 1-2, s. 77-102

ÇETİN, Nusret/

TÖREMİŞ, Hatice Ebru/

CANTİMUR, Zeynep:

**6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Sistematik Analizi**, Ankara, Yetkin, 2014.

ÇİKOT, Özcan:

“Yabancı Piyasalarda Menkul Kıymet Kotasyonu ve Depo Sertifikaları”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, S. 103, Mart 2011, s. 16-31.

DAĞLI, M. Kubilay/

ÇAKIR, Yasemin:

“Türk Sermaye Piyasasında Tahkim Uygulaması ve Etkinleştirilmesine Yönelik Öneriler”, (Kıs. Sermaye Piyasasında Tahkim) **Sayıştay Dergisi**, S. 72, s. 27-50.

DAĞLI, M. Kubilay:

"6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetler" (Kıs. Yatırım Faaliyetleri) **Sermaye Piyasası Dergisi**, Y. 2013, S. 13, s. 82 – 91.

DEİK:

Çakmak Avukatlık Bürosu 10 Soruda YKTK Anlaşmaları, İstanbul, DEİK Yayınları, İstanbul, 2012.

- DELLETT, Stephen: "Arbitration, Forum Selection, and Choice of Law Agreements in International Securities Transactions" **Washington and Lee Law Review**, Vol. XLII, 1985, s. 1069-1097.
- DETORO, Antony: "Waiver of the Right to Compel Arbitration of Investor-Broker Disputes", **Cumb., Law Review**, Vol. XXI, 1990-1991, s. 615-627.
- DI FIORE, John: "Problems in Alternative Dispute Resolution: Arbitration Agreements As Contracts of Adhesion in Consumer Securities", **Commercial Law Journal**, Vol. XCIII, 1988, s. 259-278.
- DIETL, Helmut M.: **Capital Markets and Corporate Governance in Japan, Germany and the United States: Organizational Response to Market Inefficiencies**, New York, 2003.
- DOĞUKANLI, Hatice: **Uluslararası Finans**, 3. Bası, Adana, Karahan Kitabevi, 2012.
- DOLZER, Rudolf/  
SCHREUER, Christoph: **Principles of International Investment Law**, Oxford University Press, 2008.
- DOST, Süleyman: **Yabancı Yatırım Uyuşmazlıkları ve ICSID Tahkimi**, (Kıs. ICSID Tahkimi), Ankara, Asil Yayın, 2006.
- DOST, Süleyman: "Uluslararası Nitelikli Yatırım Uyuşmazlıklarının Tahkim (ICSID Tahkimi) Yoluyla Çözümü ve Türkiye" (Kıs. Uluslararası Nitelikli Yatırım Uyuşmazlıkları), Yayınlanmış Doktora Tezi, Isparta, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005.

- EKŞİ, Nuray: “Kanunlar İhtilâfı Alanında ‘Incorporation’”, **MHB, Prof. Dr. Aysel ÇELİKEL’E Armağan**, 1999–2000, S.1–2.
- EKŞİ, Nuray: **Milletlerarası Deniz Ticaret Alanında “Incorporation” Yoluyla Yapılan Tahkim Anlaşmaları**, (Kıs: Tahkim Anlaşmaları) İstanbul, 2004.
- Ekonomi Bakanlığı: (Çevrimiçi) <http://www.ydy.gov.tr/detay.cfm?MID=267>, 5 Kasım 2015.
- EMEK, Uğur: Kamu Hizmeti İmtiyazı Sözleşmeleri ve Uluslararası Ticari Tahkim", Perşembe Konferansları, Ankara, Rekabet Kurumu Yayınları, 1999.
- Energy Charter: (Çevrimiçi), <http://www.encharter.org>, 22 Eylül 2014.
- ERATALAY, Süleyman: **Öz Düzenleyici Kuruluşlar ve Uyuşmazlıkların Çözümünde Öz Düzenleyici Kuruluşların Rolü: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği İçin Bir Örnek Statü**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara, 1998.
- ERTEN, Rifat: “ICSID Tahkimi”, BATİDER, C. XIX, S.4, Ankara, 1998.
- ESEN, Emre: **Uluslararası Ticari Tahkimde Tahkim Anlaşmasının Üçüncü Kişilere Teşmili**, İstanbul, Beta, 2008.

- European Commission: Directorate General Internal Market and Services, FIN-NET Activity Report, 2012, Brussels, September 2013.
- European Union Law (Çevrimiçi), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2004L0039:20070921:EN:PDF>, 22 Eylül 2014.
- EVANS, Kimberly: "Foreign Portfolio and Direct Investment", Global Forum on International Investment, Shanghai, China, December 2002.
- FERRAN, Eilis: **Dispute Resolution Mechanisms in the UK Financial Sector**, University of Cambridge, 2001.
- FINRA: (Çevrimiçi) <http://apps.finra.org/ArbitrationMediation/ArbFeeCalc/1/Default.aspx>, 15 Ekim 2015.
- FINRA: (Çevrimiçi) <http://www.finra.org/ArbitrationMediation/Parties/ArbitrationProcess/index.htm>, 15 Ekim 2015.
- FINRA: (Çevrimiçi) <http://www.finra.org/ArbitrationAndMediation/FINRADisputeResolution/AdditionalResources/Statistics/>, 15 Ekim 2015..
- FINRA: (Çevrimiçi), <http://www.finra.org/arbitration-and-mediation/why-mediate-through-finra#overlay-context=arbitration-and-mediation/information-for-mediators> , 5 Kasım 2015.
- FINRA: (Çevrimiçi), <http://www.finra.org/arbitration-and-mediation/learn-about-mediation>, 5 Kasım 2015.

- FINRA: (Çevrimiçi), <http://www.finra.org/arbitration-and-mediation/mediation-fees> , 5 Kasım 2015.
- Financial Ombudsman Service: Ombudsman - Annual Review of Consumer Complaints About insurance, Credit, Banking, Savings, Investments, Financial Year 2013/2014, s. 1, (Çevrimiçi), <http://www.financial-ombudsman.org.uk/publications/ar14/ar14.pdf>, 12 Aralık 2014.
- GARNER, Bryan A. **Black's Law Dictionary**, 3. Pocket Edition, USA, Thompson&West, 2006.
- GEMALMAZ, Burak: "Uluslararası Yatırım Tahkimi Hukuku ve İnsan Hakları Hukuku Üzerine Başlangıç Notları - Türkiye'nin Taraf Olduğu Uluslararası Tahkim Davalarına Konu Uyuşmazlıkların Ayrıca AIHM'e Götürülmesi", **Uluslararası Tahkim Kongresi Tebliğ Kitabı**, Ankara, Adalet, 2013.
- GİRAY, Faruk Kerem: "Türkiye'nin Taraf Olduğu İki Taraflı Yatırımların Karşılıklı, Korunması ve Teşviki Anlaşmalarında Öngörülen İhtilafların Çözüm Yolları", **Prof. Dr. Yılmaz Altuğ'a Armağan, MHB**, C. XVII, S. 1-2, İstanbul, 1997-1998, s. 217-228.
- GİRGİN, Arzu: "Borsa Üyeleri ile Menkul Kıymet Yatırımcıları Arasındaki Uyuşmazlıklar", Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 1996.
- GÖZLER, Kemal: **İdare Hukuku**, C. II, Bursa, Ekin Kitapevi, 2003.
- GRABOWSKI, Alex: "The Definition of Investment Under the ICSID Convention: A Defense of Salini", **Chicago**

- Journal of International Law**, Vol. 15, No. 1  
2014, s. 287-309.
- GRANT, J. Kirkland: **Securities Arbitration for Brokers, Attorney and Investors**, Westport, Connecticut, London 1994.
- GREGORY, Robert: **Arbitration: It's Mandatory But It Ain't Fair**, Securities Regulation Law Journal, Vol. XIX, 1991.
- GÜNAL, Vural: **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara, 1986.
- HARTEN, Gus van: **Investment Treaty Arbitration and Public Law**, New York, Oxford University Press, 2007.
- HAUSLER, Gerd/  
MATHIESON, Donald J./  
ROLDOS, Jorge: "Trends in Developing-Country Capital Markets Around World", **The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries**, Ed. by, Robert E. LITAN, Michael POMERLEANO, V. SUNDARARAJAN, Washington, DC, The Brookings Institution, 2003.
- HAZEN, Thomas Lee: **The Law of Securities Regulation**, St. Paul, Minnesota, 1996.
- HERMANN, William C.: "Arbitration of Securities Disputes: Rodrigues and New Arbitration Rules Leave Investor Holding a Mixed Bag", **Indiana Law Journal**, Vol. LXV, S. 3, 1990, s. 696-722.
- HILLMAN, Arye L., "Trade Liberalization and Globalization", **The Encyclopedia of Public Choice**, Ed. by, Charles Kershaw ROWLEY, Friedrich SCHNEIDER, New York, Boston, Dordrecht, London, Boston, 2004.

- HIRSCH, Moshe: **The Arbitration Mechanism of the International Centre Centre for the Settlement of Investment Disputes**, the Netherlands, 1993.
- HOEKMAN, Bernard M./  
KOSTECKI, Michel M.: **The Political Economy of the World Trading System: The WTO and Beyond**, 3. Bası, Oxford University Press, 2008.
- HORN, Norbert: "The Development of Arbitration in International Financial Transactions", **Arbitration International**, Vol. XVI, S. 3, 2000, s.
- HOUTTE, Hans van: "Arbitration Involving Securities Transactions" (Kıs: Securities Arbitration), **Arbitration International**, Vol. 12, No. 4 LCIA 1996, International Bar Association Section on Business Law, Committee D&Committee E, 12th Biennial Conference, Paris, September 1995.
- HOUTTE, Hans van: "Misrepresentation in Securities Transactions in Europe: Jurisdiction and Applicable Law" (Kıs. Applicable Law), **The Law of Cross Border Transactions**, London, 1999.
- HOUTTE, Hans van: "The Law Applicable to Securities Transactions: Choice of Law Issues", (Kıs. Choice of Law), **The Future of Global Securities Market: Legal and Regulatory Aspects**, Ed. by, Fidelis ODITAH, Oxford, 1996.
- HURST, Thomas R., "The Impact of Globalization on Securities Markets", **Commercial Law in a Global Context: Some Perspectives in Anglo-Japanese Law**", Ed.

by Barry A. K. Rider B. A. K.- Tajima, Y.-  
Macmillan, Y., Cambridge, 1998.

ICSID: (Çevrimiçi),  
<https://icsid.worldbank.org/ICSID/FrontServlet?requestType=GenCaseDtlsRH&actionVal=ListConcluded>, 22 Eylül 2014.

ICSID: (Çevrimiçi),  
<https://icsid.worldbank.org/ICSID/FrontServlet?requestType=GenCaseDtlsRH&actionVal=ListPending>, 22 Eylül 2014.

ICSID: (Çevrimiçi),  
<https://icsid.worldbank.org/apps/ICSIDWEB/cases/Pages/AdvancedSearch.aspx>, 9 Kasım 2015.

ICSID: (Çevrimiçi),  
<https://icsid.worldbank.org/ICSID/StaticFiles/model-clauses-en/8.htm#b>, 22 Eylül 2014.

ICSID: 2015 Annual Report, Washington DC, 2015.

IMF: Balance of Payments and International Investment  
Position Manual, Sixth Edition, Washington, DC,  
2009.

IMF: (Çevrimiçi)  
<http://www.imf.org/external/np/sta/di/index.htm>,  
18 Eylül 2014.

International Bank for Reconstruction

and Development: Report of the Executive Directors on the  
Convention on the Settlement of Investment  
Disputes between States and Nationals of Other  
States, 18 March 1965, (Kıs. Report of the



- Executive Directors on the Convention),  
(Çevrimiçi),  
[http://icsid.worldbank.org/ICSID/StaticFiles/basicdoc/CRR\\_English-final.pdf](http://icsid.worldbank.org/ICSID/StaticFiles/basicdoc/CRR_English-final.pdf), 10 Aralık 2015.
- Investment-Treaty-Arbitration: (Çevrimiçi) <http://www.italaw.com/cases/35>, 22 Eylül 2014.
- Investment-Treaty-Arbitration: (Çevrimiçi), <http://www.italaw.com/cases/401>, 22 Eylül 2014.
- Investment-Treaty-Arbitration: (Çevrimiçi),  
<http://www.italaw.com/sites/default/files/case-documents/italaw3044.pdf>, 22 Eylül 2014
- IOSCO: IOSCO, International Organization of Securities Commissions, Objectives and Principles of Securities Regulation, 2003,
- İŞİK, Olcay: "Uluslararası Hukukta Yatırım Kavramı: Antlaşmalar Temelinde Bir Değerlendirme" **Uluslararası Hukuk ve Politika**, C. VII, S. 28 2011, s. 125-145.
- İBİŞ, Cemal/  
AKARÇAY, Ayça: "IOSCO Deklarasyonu ve Menkul Kıymet Borsalarında IAS'ın Uygulanması Süreci, (Çevrimiçi),  
<http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/06Sempozyum/4Oturum/CemalIbis.pdf>, 22 Temmuz 2014.
- İLERİ, Hüseyin: Ülke Riski Analizi, (Çevrimiçi)  
<http://dergipark.ulakbim.gov.tr/selcuksbmyd/article/viewFile/5000084365/5000078460> ,5 Kasım 2015.

- İMKB: Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu (Kıs. Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu), İstanbul, İMKB Yayınları, 2011.
- İNCEOĞLU, M. Murat: **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Ankara, 2004.
- İŞERİ, Müge/  
AKTAŞ, Zeynep: "İMKB'de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997-2005 Dönemi)" (Çevrimiçi) [www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/muge1.doc](http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/muge1.doc), 22 Eylül 2014.
- JAMES, Laurence: "Securities Law United Kingdom", **International Securities Law Handbook**, Ed. by, Karl-Eduard von der HEYDT, Stanley KELLER, Hague, 2004.
- JAMS: (Çevrimiçi), <http://www.jamsadr.com/>, 22 Eylül 2014.
- JENNINGS, Robert/  
WATTS, Arthur: **Oppenheim's International Law**, UK, Pearson Education Limited -Longman-, C. I, 9. Bası, 1996.
- KALPSÜZ, Turgut: "Tahkim Anlaşması", **Bilgi Toplumunda Hukuk: Prof. Dr. Ünal Tekinalp'e Armağan**, C. II, İstanbul, 2003.
- KANDA, Hideki: **Globalization of Capital Markets: A Perspective From Japan - Legal Aspects of Globalization**, Ed. by, Jürgen BASEDOW, Toshiyuki KONO, Hague, London, Boston, 2000.
- KAPLAN, Yavuz: "Milletlerarası Ticari Tahkimde Hakemlerin Seçilmesi ve Sonuçları", **MHB Prof. Dr. Aysel**

- Çelikel'e Armağan**, Y. 19-20, S. 1-2, İstanbul, 2001, s. 473-504.
- KARABABA, Serdar: **Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması**, Ankara, Seçkin Yayınları, 2001.
- KARACAN, Ali İhsan: "Sermaye Piyasası Kanunu'nda Yeni Bir Uzlaşma Sistemi Gereksinimi", (Çevrimiçi) <http://www.thelira.com/yazar/26/ali-ihsan-karacan/2874/sermaye-piyasasi-kanunu> , Çevrimiçi, 30 Haziran 2014.
- KARLUK, Rıdvan: **Uluslararası Ekonomi**, İstanbul 2002.
- KARLUK, Rıdvan: **Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları**, İstanbul, İTO Yayınları, No: 13, 1983.
- KARLUK, Rıdvan: "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı", (Kıs. Yabancı Sermaye) TCMB Eğitim Müdürlüğü, Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye Semineri, 8-12 Mayıs 2000, Ankara, 2001.
- KARSLI, Muharrem: **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, 5. Baskı, İstanbul, Alfa, 2003
- KATSORIS, Constantine N.: "The Resolution of Securities Disputes" (Kıs. Securities Disputes), **Fordham Journal of Corporate&Financial Law**, Vol. VI, S. 2, 2001, s. 306-419.
- KATSORIS, Constantine N.: "The Arbitration of a Public Securities Dispute" (Kıs. Arbitration), **Fordham Law Review**, Vol. LIII, S. 2, 1984, s. 278-314.

- KATSORIS, Constantine N.: "Securities Arbitration: A Clinical Experiment", (Kıs. Clinical Experiment), **Fordham Urban Law Journal**, Vol. XXV, S. 2, 1997, s. 192-208.
- KATSORIS, Constantine N.: "Securities Arbitration After McMahon" (Kıs. McMahon), **Fordham Urban Law Journal**, Vol. XVI, S. 3, 1987, s. 361-387.
- KERR Jr., John J.: "Court Jurisdiction and Arbitration Over Misrepresentation in US Securities Transactions" (Kıs. Arbitration), **The Law of Cross-Border Securities Transactions**, Ed. by, Hans van HOUTTE, London, 1999.
- KILAVUZ, Ali Kemal: "Enerji Şartı Anlaşması Çerçevesinde Uyuşmazlıkların Çözümü", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XIII, Y. 2009, S. 1-2, s. 179-215.
- KILIÇ, Saim: "Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları", (Kıs. Güvence Fonları), Ankara, SPK Yayınları, Yayın No 95, 1997.
- KILIÇ, Saim/ ALP, Ali/  
ŞAHİN, Adem: "Türk Sermaye Piyasalarında Uzlaşma Yetkisi Önerisi", **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, C. III, S. 1., 2009, s. 37-62.
- KOEHLER, Thomas J.: "Securities Law Enforcement of Arbitration Agreements", **Washburn Law Journal**, Vol. XVII, 1977-1978, s. 680-689.
- KONURALP, Haluk/  
KONURALP, Aynur: "Borsa Uyuşmazlıkları" **Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan**, Ankara, 1998.

- KRISHAN, Devashish: "A Notion of ICSID Investment", **Transnational Dispute Management**, May 2008, (Çevrimiçi) <http://www.transnational-dispute-management.com/article.asp?key=1348> 15 Ocak 2016, s. 1-27.
- KRONKE, Herbert: "Capital Markets and Conflict of Laws", **Recueil Des Cours: Collected Courses of The Hague Academy of International Law**, Maubeuge, 2001.
- KULA ÇAKIR, Yasemin/  
DAĞLI, Mahir Kubilay: Türk Sermaye Piyasasında Tahkim Uygulamasının İşlerlik Kazanamamasının Muhtemel Sebepleri ve Çözüm Önerileri, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Haziran 2008.
- KUPERSMITH, Karen: "A Review of the Securities Arbitration System, Committee on Financial Services, Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises, United States House of Representatives", 17.04.2005, (Çevrimiçi), [www.house.gov/financialservices/media/pdf/031705kk.pdf](http://www.house.gov/financialservices/media/pdf/031705kk.pdf), 14 Temmuz 2014.
- KÜÇÜKSÖZEN, Cemal: **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi**, Ankara, SPK Yayınları, 1999.
- LOWE, Vaughan: "Changing Dimensions of International Investment Law", **University of Oxford Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series**, Working Paper, 2007.

- MALCOLM, John G./  
SEGALL, Eric J.: “The Arbitrability of Claims Arising Under Section 10(b) of the Securities Exchange Act: Should Wilko Be Extended?”, **Alb. Law Review**, Vol. L, 1986, s. 725-761.
- MANAVGAT, Çağlar: **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**, Ankara, 1991.
- MANN, Howard/  
MOLTKE, Konrad van: "A Southern Agenda on Investment?: Promoting Development with Balanced Rights and Obligations for Investors, Host States and Home States", **International Institute for Sustainable Development Yayını**, 2005.
- MASUCCI, Deborah: “Securities Arbitration - A Success Story: What Does the Future Hold?”, **Wake Forest Law Review**, Vol. CXXXVI, 1996, s. 183-202.
- MCCORQUODALE, Robert: **The Individual and the International Legal System: International Law**, Ed. by, Malcolm D. EVANS, Oxford University Press, 2003.
- MCGHIE, Teresa: **Aspects of Foreign Direct Investment: Bilateral and Multilateral Investment Treaties**, Kluwer Law International, 1999.
- MCLACHLAN, Campbell/  
SHORE, Laurence/  
WEINIGER, Matthew: **International Investment Arbitration: Substantive Principles**, Oxford International Arbitration Series, New York, 2008.
- MCVEA, Harry: **Financial Conglomerates And The Chinese Wall**, Oxford, Clarendon Press, 1993.

- Merkez Bankası: Uluslararası Yatırım Pozisyonu İstatistiklerine İlişkin Yöntemsel Açıklama, Merkez Bankası, İstatistik Genel Müdürlüğü, Ödemeler Dengesi Müdürlüğü, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/uyp/uypmet.pdf>, 22 Eylül 2014.
- MIGA: (Çevrimiçi), <http://www.gwb.com.au/gwb/news/mai/miga.html>, 22 Eylül 2014.
- MIGA: Investment Guarantee Guide: (Çevrimiçi), <http://www.miga.org/documents/IGG06+pa.pdf>, 22 Eylül 2014.
- MKK: MKK A.Ş., Günlük Bülten, 04.11.2015.
- NAFTA: (Çevrimiçi), <https://www.nafta-sec-alena.org/Default.aspx?tabid=97&ctl=SectionView&mid=1588&sid=539c50ef-51c1-489b-808b-9e20c9872d25&language=en-US#A1139>, 22 Eylül 2014.
- NARİN, Gökhan: "Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Özellikleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Olası Etkileri", Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007.
- NATHAN, K.V.S.K.: **ICSID Convention, The Law of the International Centre for Settlement of Investment Disputes**, New York, 2000.
- NELSON, David C.: "The Arbitrability of Securities Disputes Between Brokers and Customers - Phillips v. Merrill Lynch,

Pierce, Fenner & Simith, Inc", **Creighton Law Review**, Vol. XX, 1986-1987, s. 1009-1032.

NOMER, Ergin/ EKŞİ, Nuray/  
GELGEL, Günseli:

**Milletlerarası Tahkim**, 2. Baskı, İstanbul, 2003.

NOMER, Ergin/ EKŞİ, Nuray/  
ÖZTEKİN GELGEL, Günseli:

**Milletlerarası Tahkim Hukuku**, (Kıs. Tahkim Hukuku) 3. Bası, İstanbul, Beta Basım, 2008.

OLIVER, Deborah B:

"Arbitration of Securities Claim: Policy Considerations for Keeping Investor-Broker Disputes Out of Court", **Colum. Bussines Law Review**, 1987, s. 527-553.

OVERDAHL, James/  
BUCKBERG, Elaine/  
LARSEN, Jan:

**SEC Settlements Trends: 1H11 Update, , Company Settlements Jump in Number; Individuals Make Top Payments**, Nera Economic Consulting, USA, 2011, (Çevrimiçi), [http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/archive2/PUB\\_SEC\\_Settlements\\_Trends\\_1H11\\_0611.pdf](http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/archive2/PUB_SEC_Settlements_Trends_1H11_0611.pdf), 22 Eylül 2014.

Ombudsman:

Our Plans and Budget for 2015 / 2016, A Consultation Paper, January 2015 s. 8, (Çevrimiçi) <http://www.financial-ombudsman.org.uk/publications/our-plans-2015-16.pdf>, 1 Aralık 2015

ÖZBAY, Çiğdem:

**Aracı Kurumlar Tarafından Hazırlanan Standart Sözleşmeler Karşısında Yatırımcının Korunması**, Ankara, 1999.



- ÖZDEMİR-KOCASAKAL, Hatice: “Milletlerarası Tahkim Kanunu’nun Uygulama Alanının Belirlenmesi”, **Prof. Dr. Özer Selçi’ye Armağan**, Ankara, 2006.
- ÖZEL, Sibel: **Milletlerarası Ticari Tahkimde Kanunlar İhtilafı Meseleleri**" (Kıs. Kanunlar İhtilafı), İstanbul, Legal Yayınları, 2008.
- ÖZEL, Sibel: Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu Üzerine Bir Değerlendirme (Kıs. Yabancı Yatırım), **MHB Prof. Dr. Gülören Tekinalp’e Armağan**, Y. 23, S. 1-2, 2003, s. 599-617.
- ÖZER, Ayça: **Aracı Kuruluşlar ile Yatırımcılar Arasında Sermaye Piyasası Faaliyetlerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıkların Çözümünde Arabuluculuk Yöntemi**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2002.
- ÖZKAN, Aslı: “Mahkeme Dışı Uyuşmazlık Çözüm Yöntemleri”, **TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem**, S. 53, Ocak 2007, s. 20-33.
- ÖZSUNAY, Ergun: **Tahkim Yargılamasında Mahremiyet, Uluslararası Ticari Uyuşmazlıklarda Kurumsal Tahkimin Güncel Sorunları**, İstanbul, İTO Yayın No: 2004-16, 2004.
- ÖZTÜRK, Neva Övünç: “ICSID Tahkiminde Esasa Uygulanacak Hukuk”, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006.
- PARRA, Antonio R.: “Provisions on the Settlement of Investment Disputes in Modern Investment Laws, Bilateral Investment Treaties and Multilateral Instruments on Investment”, **ICSID Review—Foreign**

- Investment Law Journal**, Vol. XII, S. 2, 1997, s. 287-364.
- PASLI, Ali: "Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı", **Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan**, C. II, İstanbul, 2007.
- PAULSSON, Jan: "ICSID's Achievements and Prospects", **ICSID Review- Foreign Investment Law Journal**, Vol. VI, S. 2, 1991, s. 380-400.
- PENEZOĞLU, Yusuf Gökhan: **Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, İstanbul, 2004.
- Philippe Gruslin v. Malaysia,  
Introductory Note (Çevrimiçi)  
<http://cil.nus.edu.sg/rp/id/arbcases/introdnote/1%20Gruslin%20v%20Malaysia%20Introducor%20Note.pdf>, 22 Eylül 2014.
- POSER, Norman S.: "When ADR Eclipses Litigation: The Brave New World of Securities Arbitration" (Kıs. ADR), **Brooklyn Law Review**, Vol. LIX, 1993 - 1994, s. 1095-1111.
- POSER, Norman S.: "Arbitrability of International Securities Disputes" (Kıs. Arbitrability), **Brooklyn Journal of International Law**, Vol. XII, S. 3, 1986, s. 675-692.
- POSER, Norman S.: "Securities Arbitration: A Decade After McMahon" (Kıs: Arbitration), **Brooklyn Law Review**, Vol. 62, 1996, s. 1329-1334.

- REUBEN, Richard C.: "Public Justice: Toward a State Action Theory of Alternative Dispute Resolution", **California Law Review**, Vol. LXXXV, 1997, s, 577-641.
- RUBINO-SAMMARTANO, Mauro: **International Arbitration Law and Practice**, Hague, 2001.
- Russian National Association of Securities Market Participants: (Çevrimiçi), <http://www.naufor.ru/default.eng.asp>, 25 Temmuz 2014.
- SAĞLAMER, Erdem: "Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasına Çekilmesi", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir, DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003.
- SANCAK, Ethem: **Bireysel Tasarruf ve Yatırımları Koruma Rehberi**, Ankara, Gazi, Kitapevi, 2012, s. 245.
- SANCAK, Ethem: **Sermaye Piyasası Sözlüğü**, İstanbul, Scala Yayıncılık, 2014.
- SANDERS, Pieter: **Quo Vadis Arbitration?: Sixty Years of Arbitration Practice - A Comparative Study**, Hague, Kluwer Law International, 1999.
- SCHUSTER, Gunnar: "Securities Transactions On or Off- Exchange", **The Law of Cross-Border Securities Transactions**, Ed. by, Hans van HOUTTE, London, 1999.
- SEYİDOĞLU, Halil: **Uluslararası İktisat Teorisi: Politika ve Uygulamalar**, İstanbul, Güzem Yayıncılık, 1990.
- SHIHATA, Ibrahim. F. I: "Towards a Greater Depoliticization of Investment Disputes: The Roles of ICSID and MIGA", **ICSID**

- Review- Foreign Investment Law Journal**, Vol. I, 1986.
- SOLIN, Daniel R.: **Does Your Broker Owe You Money?**, New York, 2004.
- SORNARAJAH, M.: "Portfolio Investments and the Definition of Investment" (Kıs. Portfolio Investment), **ICSID Review – Foreign Investment Law Journal**, Vol. 24, No, 2, Fall 2009, s. 516-520.
- SORNARAJAH, M.: "**The International Law on Foreign Investment**", (Kıs. Foreign Investment), Third Edition, New York, Cambridge University Press, 2010.
- SPK: SPK 2012 Yılı Faaliyet Raporu, Ankara, 2013.
- STEINBERG, Marc I.: "Securities Arbitration: Better for Investors Than the Courts?", **Brooklyn Law Review**, Vol. LXII, 1996, s. 1503-1532.
- STRANEY, Louis L.: **Investor's Guide to Loss Recovery, Rights, Mediation, Arbitration, and Other Strategies**, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2011.
- STYLOPOULOSON, Epameinondas: "The ICSID Recent Decision on Greek PSI: Can Sovereign Bonds Be Protected as Investments?", **Kluwer Arbitration Blog**, (Çevrimiçi), <http://kluwerarbitrationblog.com/2015/07/02/the-icsid-recent-decision-on-greek-psi-can-sovereign-bonds-be-protected-as-investments/>, 2 Temmuz 2015.

- SUBEDI, Surya P.: **International Investment Law: Reconciling Policy and Principle**, Oxford, Hart Publishing, 2008.
- ŞANLI, Cemal: **Uluslararası Ticari Akitlerin Hazırlanması ve Uyuşmazlıkların Çözüm Yolları**, (Kıs. Çözüm Yolları), 5. Bası, İstanbul, Beta, 2013.
- ŞANLI, Cemal: "Kanişmentonun Devri, Alacağın Temliki ve Perdeyi Kaldırma Teorisi Uygulamasında Sözleşmede Yer Alan Tahkim Şartının Kanişmentoyu Devralan, Alacağı Temellük Eden ve Perdenin Arkasında Kalan Bakımından Geçerliliği Sorunu" (Kıs. Tahkim Şartı), **MHB Prof. Dr. Ergin Nomer'e Armağan**, Y. 22, S.2, 2002, s. 770-790.
- ŞANLI, Cemal: "21 Nisan 1961 Tarihli Avrupa Anlaşması ve Türk Tahkim Hukuku" (Kıs. Avrupa Anlaşması), Avrupa (Cenevre)-New York Sözleşmeleri ve Türk Tahkim Hukuku Sempozyumu-BTHAE, Ankara 1990.
- ŞANLI, Cemal: **Milletlerarası Ticari Tahkimde Esasa Uygulanacak Hukuk**, (Kıs. Esasa Uygulanacak Hukuk), İstanbul, 1986.
- ŞANLI, Cemal: "İdari Sözleşmeler ve Uluslararası Tahkim", Türkiye Barolar Birliği, Panel, Ankara, 19 Temmuz 1999.
- TANÖR, Reha: **Türk Sermaye Piyasası: Halka Arz**, C. II, İstanbul, 2000.
- TDK **Türk Dil Kurumu Sözlüğü**, İstanbul, 1998.

- TEKEREK, Esra: “Menkul Kıymet Borsalarında Borsa İşlemi Kavramı ve Bu Kavramın Borsa Uyuşmazlıklarına Olan Etkisi”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002.
- TEKİNALP, Ünal: **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul, 1982.
- TEVETOĞLU, Mete: **Sermaye Piyasasında Uygulanacak Hukuk ve Uyuşmazlıkların Çözümünde Tahkim**, Ankara, Adalet, 2010.
- TEZCANLI, Meral Varış: **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1994.
- TİRYAKİOĞLU, Bilgin: “Doğrudan Yabancı Yatırımlara İlişkin Uluslararası Düzenlemeler”, (Kıs. Doğrudan Yabancı Yatırımlar), Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye Semineri, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2001.
- TİRYAKİOĞLU, Bilgin: **Doğrudan Yatırımların Uluslararası Hukukta Korunması**, (Kıs. Doğrudan Yatırımlar), Ankara 2005.
- TİRYAKİOĞLU, Bilgin: “Yatırımlar ve Uluslararası Tahkim Arasındaki İlişki: ICSID Tahkimi”, (Kıs: ICSID Tahkimi), **Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları** 1 (2), 2007, s. 169-184.
- TSPAKB: Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları, İstanbul, TSPAKB Yayınları, 2002.

- TSPB: TSPB Uyuşmazlık Dosyaları Tablosu, (Çevrimiçi), <http://www.tspb.org.tr/tr/LinkClick.aspx?fileticket=ZhfPeeaHsI4%3d&tabid=128&mid=777>, 9 Kasım 2015.
- TURAN, Gökçen: "Sermaye Piyasasında Bir Uyuşmazlık Çözüm Yöntemi Olarak Tahkimin Uygulanabilirliği ve ABD Sermaye Piyasasında Tahkimin Uygulanış Şekline Örnek Olarak NYSE ve NASD Düzenlemeleri", SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2002.
- TURANLI, Hüsnü: "Doğrudan Yabancı Yatırımların Hukuki Çerçevesi", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, 2008.
- ULUÇ, Didem: "Rekabet Hukukunda Tahkim Uygulamaları", Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezleri Serisi, Ankara, No 132, 2012.
- UNCTAD: **Course on Dispute Settlement International Centre For Settlement of Investment Disputes, - 2.5. Requirements Ratione Materiae-**, (K1s. Course on Dispute Settlement ICSID) United Nations, New York and Geneva, 2003.
- UNCTAD: **Investor-State Dispute Settlement and Impact on Investment Rulemaking**, (K1s. Investor-State Dispute Settlement), New York and Geneva, 2007.
- United Nations: "Foreign Portfolio Investment & Foreign Direct Investment: Characteristics, Similarities, Complementarities and Differences, Policy

Implications and Development Impact”, United Nations, June 1999.

URAS, Güngör:

**Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, İktisadi Yayınlar, İstanbul, 1979.

USMANI, Farah Z.:

"Inequities in the Resolution of Securities Disputes: Individual or Class Action; Arbitration or Litigation", **Fordham Journal of Corporate&Financial Law**, Vol. VII, S. 1, 2001, s. 192-234.

UYGUR, Ercan:

”Türkiye’nin Yürürlüğe Koyduğu İstikrar Programlarının Başarısında Yabancı Sermaye Girişlerinin Yeri ve Önemi”, TCMB Eğitim Müdürlüğü, Ankara, 2001.

ÜLGEN, Hüseyin v.d.:

**Kıymetli Evrak Hukuku**, 8. Bası, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2013.

ÜNAL, Mücahit:

**Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi**, (Kıs. Kaydileştirme), Ankara, Adalet, 2011.

ÜNAL, Oğuz Kürşat:

**Menkul Kıymetler: Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler**, (Kıs. Menkul Kıymetler), Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1988.

ÜNAL, Oğuz Kürşat:

**Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı Sermaye Piyasası Araçları- Halka Arz ve Satış- Halka Açık Anonim Ortaklıklar- Aracı Kurum ve Diğer Sermaye Piyasası Kurumları ile İlgili Mevzuat**, (Kıs. Mevzuat), Ankara, 2005.



- ÜNAL, Oğuz Kürşat: **Türk ve ABD Hukukunda Aracı Kurumlar** (Kııs. Aracı Kurumlar), Ankara, Yaklaşım, 1997.
- ÜSTÜNDAĞ, Saim: "Global Muhasebe Standartlarına Doğru", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Y. 5, S. 28, Ocak-Şubat 2003, s. 6-16.
- VURAL, Aslı: "Türk Hukuk Sistemi Çerçevesinde Menkul Kıymetlerin Kaydileştirilmesi", **SPK Yeterlilik Etüdü**, Ankara, 1999.
- WALDE, Thomas W./  
HAMIDA, Walid Ben: "Investment Protection and The Energy Charter Treaty Investment Protection and The Energy Charter Treaty", **The Energy Charter Treaty Corporate Acquisition**, Edited by, COOP, Graham/ RIBERIO, Clarisse, Jurisnet, LLC, 2008.
- WALKER, George: "Financial Services Authority", **Financial Services Law**, Oxford - New York, 2006.
- WINHAM, Gilbert R.: "International Trade Policy in a Globalizing Economy", *International Journal*, Vol. LI, No. 4, Autumn 1996.
- Wikipedia: (Çevrimiçi),  
[http://en.wikipedia.org/wiki/George\\_Akerlof](http://en.wikipedia.org/wiki/George_Akerlof), 12 Aralık 2014.
- Wikipedia: (Çevrimiçi),  
[http://en.wikipedia.org/wiki/NYSE\\_Euronext](http://en.wikipedia.org/wiki/NYSE_Euronext), 12 Aralık 2014.

- Wikipedia: (Çevrimiçi)  
[http://tr.wikipedia.org/wiki/ABD\\_Y%C3%BCce\\_Mahkemesi](http://tr.wikipedia.org/wiki/ABD_Y%C3%BCce_Mahkemesi), 12 Aralık 2014.
- Wikipedia: (Çevrimiçi)  
[http://tr.wikipedia.org/wiki/Asimetrik\\_enformasyon](http://tr.wikipedia.org/wiki/Asimetrik_enformasyon), 12 Aralık 2014.
- World Bank: 2003 Turkey Non-Bank Financial Institutions and Capital Market Report, Washington DC, World Bank (Report No. 25467-TU).
- World Federation of Exchanges: (Çevrimiçi) <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool>, 18 Eylül 2014.
- YACKEE, Jason Webb: "Do We Really Need BITs? Toward A Return to Contract in International Investment Law", **Asian Journal of WTO & International Health Law and Policy (AJWH)**, C. III, 2008, s. 121-146.
- YALÇINER, Barbaros: **Tezgaüstü Hisse Senedi Piyasaları, ABD ve Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirilmesi**, Ankara, SPK Yayını No: 34, 1996.
- YANLI, Veliye: **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul, 2005.
- Yargıtay **Yargıtay Kararları Dergisi**, Ankara, Kasım-2003.
- YASAMAN, Hamdi: **Menkul Kıymet Borsası Hukuku**, İstanbul, 1992.

- YAVUZ, Cevdet: "Türk Hukukunda Tahkim Sözleşmesi ve Tabii Olduğu Hükümler", (Çevrimiçi), [http://dosya.marmara.edu.tr/huk/Sempozyumyay%C4%B1nlar%C4%B1/1l.%20Uluslararası%C4%B1%20%20C3%96zel%20Hukuk%20Sempozyumu/3prof.dr.cevdet\\_yavuz.pdf](http://dosya.marmara.edu.tr/huk/Sempozyumyay%C4%B1nlar%C4%B1/1l.%20Uluslararası%C4%B1%20%20C3%96zel%20Hukuk%20Sempozyumu/3prof.dr.cevdet_yavuz.pdf) , 19 Ocak 2015.
- YILDIRIR, Hilal: "Yabancı Sermaye ve ABD'ye Yönelik Portföy Yatırımları", **Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi**, C. V, S. 2, Bursa, 2003, s. 5, (Çevrimiçi) <http://www.isgucdergi.org/?p=article&id=157&cilt=5&sayi=2&yil=2003> , 22 Eylül 2014.
- YILMAZ, Alper Çağrı: "Enerji Sektörüne İlişkin Türkiye Hakkında Verilen Bazı Uluslararası Tahkim Kararlarının İncelenmesi: Libananco, Cementownia, Europe Cement Kararları", (Kıs. Uluslararası Tahkim Kararları), **Türk Akademisi Enerji Araştırmaları Merkezi, Değerlendirme No. 1**, Kasım 2012.
- YILMAZ, Ejder: **Hukuk Sözlüğü**, Ankara, Yetkin, 1996.
- YILMAZ, Ejder: "Tahkim Hukukuna Genel Giriş ve Ülkemizdeki Durum", Yargı Reformu-2000 Sempozyum, İzmir, 2000.
- YILMAZ, İlhan: **Uluslararası Yatırım Uyuşmazlıklarının Tahkim Yoluyla Çözümü ve ICSID**, (Kıs. ICSID), İstanbul, Beta, 2004.
- YILMAZ, Lerzan: "4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu'nun Getirdiği Yenilikler", **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Y.5, S.10, Güz 2006/2, s.173-190.

ZEPFEL, Robert J.: "Arbitration of Investor - Broker Disputes", **California Law Review**, Vol. LXV, S. 1, 1977, s. 119-149.

ZUMBUSCH, Ludwig von: "Arbitrability of Anti Trust Claims Under the U.S. German and EEC Law: The International Transaction Criterion and Public Policy" **Texas International Law Journal**, Vol. XXII, 1987, s. 291-329.



## ÖZGEÇMİŞ

1973 yılında Aksaray'da doğdum. İlkokulu Mersin Kuvayi Milliye İlkokulu'nda, ortaokulu Mersin Atatürk Lisesi'nde, liseyi de Ankara Keçiören Çevre Sağlık Meslek Lisesi'nde tamamladım. 1992 yılında mecburi hizmet nedeniyle Sağlık Bakanlığı'nda memur olarak çalışmaya başladım ve aynı yıl kaydolduğum Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nden 1996'da mezun oldum. Ankara Barosu'nda avukatlık stajımı tamamladım. 2001 - 2003 yılları arasında Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.'de hukuk işleri bölümünde çalıştım. 2009 yılında ABD Washington, DC,'de bulunan American Üniversitesi Washington College of Law'dan Hukuk ve Devlet (Law and Government) dalında yüksek lisansımı tamamladım. 2005-2015 yılları arasında Sermaye Piyasası Kurulu'nda meslek personeli olarak çeşitli kademelerde çalıştım. Halen Başbakanlık'da Raportör unvanıyla danışman olarak görev yapmaktayım. Evli ve iki çocuk babasıyım.