

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

DOKTORA TEZİ

**MİLLETLERARASI ÖZEL HUKUKTA
MENKUL KIYMETLERE İLİŞKİN
HAK SAHİPLİĞİ İHTİLAFLARINA
UYGULANACAK HUKUK**

Ayşe Elif ULUSU

2502070207

Tez Danışman

Prof. Dr. Cemal ŞANLI

İstanbul/2014



DOKTORA

TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : AYŞE ELİF ULUSU

Numarası : 2502070207

Anabilim/Bilim Dalı : ÖZEL HUKUK

Danışman : PROF.DR. CEMAL ŞANLI

Tez Savunma Tarihi : 20.01.2014

Tez Savunma Saati : 11:00

Tez Başlığı : MİLLETLERARASI ÖZEL HUKUKTA MENKUL KIYMETLERDE
HAKSAHIPLIĞI İHTİLAFLARINA UYGULANACAK HUKUK

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

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATI (KABUL / RED / DÜZELTME)
1.PROF.DR. CEMAL ŞANLI		KABUL
2. PROF.DR. GÜNSELİ ÖZTEKİN GELGEL		KABUL
3. PROF.DR. HAMDİ YASAMAN		KABUL
4. PROF.DR. B.BAHADIR ERDEM		KABUL
5. PROF.DR. HALUK NAMİ NOMER		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATI (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-PROF.DR. HASAN ERMAN		
2- YRD.DOÇ.DR. İNCİ ATAMAN FİGANMEŞE		

Milletlerarası Özel Hukukta Menkul Kıymetlere İlişkin Hak Sahipliği İhtilaflarına
Uygulanacak Hukuk
Ayşe Elif Ulusu

ÖZ

Menkul kıymet piyasalarında modern elde tutma sistemi olan aracılaştırılmış elde tutma sistemi uygulaması ile menkul kıymet sahibi yatırımcıların haklarının hukuki niteliği değişmiştir. Kıymetli evrak niteliğinde taşınır eşya kurallarına tabi olarak işlem gören menkul kıymetler bu vasıflarını kaybederek gayri maddi varlığı değerleri haline dönüşmüşlerdir. Bu dönüşüm aracılaştırılmış elde tutma sisteminde hesap sahiplerinin menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğinin iktisabı, saklanması ve tasarruf işlemlerine uygulanacak hukukun belirlenmesine kullanılan var olan kanunlar ihtilafı kurallarının da yeni sisteme uyumlaştırılması ihtiyacını doğurmuştur. Aracılaştırılmış sistemde elde tutulan aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin işlemlerden doğan aynı meselelere *lex rei sitae* kuralı yerine, PRIMA yaklaşımını ve taraf menfaatini esas alan sınırlı hukuk seçimi imkanı getirilmesi en uygun çözüm olarak ileri sürülmüştür.

Anahtar kelimeler: Menkul kıymetler, aracılaştırılmış sistem, aracılaştırılmış menkul kıymetler, kaydi menkul kıymetler, merkezi kayıt sistemi, aynı haklar, hak sahipliği ihtilafları, kanunlar ihtilafı, *lex rei sitae*, *lex cartae sitae*, *lex societatis*, ilgili aracı kurumun bulunduğu yer hukuku, hukuk seçimi, sınırlı hukuk seçimi, Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu.

Law Applicable to Proprietary Matters in Respect of Securities Held with an
Intermediary
Ayşe Elif Ulusu

ABSTRACT

Establishment of intermediated holding systems in securities markets led to the change of the legal nature of interests of investors relating to their holdings. Securities certificates has lost their negotiability and tangibility. This evolution regarding the legal nature of securities entailed to the reconsideration of the traditional conflict of law rules adopted for the acquisition, custody and disposition of securities. Consequently moving beyond the traditional *lex rei sitae* rule a new approach has adopted, namely PRIMA. Among the different formulations of PRIMA principle, limited party autonomy has been asserted as the most appropriate solution.

Anahtar kelimeler: Securities, intermediated securities, intermediated system, dematerialised securities, central registration system, property rights, proprietary issues, conflict of laws, *lex rei sitae*, *lex cartae sitae*, *lex societatis*, place of relevant intermediary, choice of law, limited party autonomy, Hague Securities Convention.

ÖNSÖZ

Bu tezin konusunu aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlere uygulanacak hukuk teşkil etmektedir. Global sermaye piyasalarında sıklıkla karşılaşılan kanunlar ihtilafi sorunlarının Türk hukukunda henüz hiç ele alınmamış olması konunun seçilmesine en önemli etkenlerden birisi olmuştur. Bu çalışmanın amacı, bu alandaki kanunlar ihtilafi sorunlarını ortaya koymak ve Türk hukukunda benimsenebilir bir bağlama kuralı önermektir.

Tez danışmanlığımı üstlenerek, çalışmayı titiz bir şekilde inceleyip değerli görüşleriyle bana yol gösteren, yüksek lisans aşamasından bu yana bilimsel ve manevi her türlü destekte bulunan Hocam Prof. Dr. Cemal Şanlı'ya içten teşekkürlerimi sunarım.

Tezin hazırlanması aşamasında tez izleme komitesinde yer alan ve çalışmayı titiz bir şekilde inceleyip görüşleriyle katkıda bulunan ve sabrını ve manevi desteğini hiçbir zaman eksik etmeyen kürsü Hocam Prof. Dr. Günseli Öztekin Gelgel'e minnetlerimi sunarım.

Bana her zaman güvenen ve manevi desteğini her zaman yanımda hissettiğim ve çalışmayı inceleyip değerli görüşlerini sunan kürsü Hocam Prof. Dr. B. Bahadır Erdem'e minnetlerimi sunarım.

Tezin hazırlanması aşamasında tez izleme komitesine yer alarak beni onurlandıran Hocam Prof. Dr. Hamdi Yasaman'a teşekkürlerimi sunarım.

Teze ilişkin görüşlerini benimle paylaşan ve tez jürümde yer alarak beni onurlandıran Hocam Prof. Dr. Haluk Nami Nomer'e şükranlarımı sunarım.

Çalışmalarım sırasında yakın ilgisini ve manevi desteğini eksik etmeyen kürsü hocalarım, Yard. Doç. Dr. İnci Ataman Fıganmeşe'ye, Doç. Dr. F. Kerem Giray'a, Doç. Dr. Emre Esen'e ve Dr. Mina Tan Dehmen'e ve kürsüde iş yükümü paylaşan Araş. Gör. H. Zeynep Nalçacıoğlu Erden'e, Araş. Gör. Cemre Tüysüz'e, Araş. Gör. Yasemin Aydoğmuş'a, Araş. Gör. İlyas Arslan'a ve Araş. Gör. Ahsen Türkmen'e teşekkür ederim.

Tez çalışmalarım sırasında her türlü kolaylığı gösteren ve sınırlı imkanlara rağmen büyük bir özveriyle görevlerini yerine getiren İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Kütüphanesi'nin değerli çalışanlarına da sonsuz teşekkürler.

Tez çalışmalarını sırasında bir yıl süreyle Hamburg Max Planck Enstitüsü'nde Yükseköğretim Kurulu'ndan hak kazanmış olduğum yurt dışı doktora araştırma bursu ile çalışma imkanı buldum. Söz konusu araştırmayı mümkün kılan Yükseköğretim Kurulu'na, yine yurt dışı araştırmama destek sağlayan Tinçel Vakfı'na, bu süreçte sunduğu eşsiz olanaklar ve rahat çalışma ortamı nedeniyle Max Planck Enstitüsü'ne ve çalışanlarına teşekkürü bir borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	i
ABSTRACT	ii
ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER	v
KISALTMALAR LİSTESİ.....	x
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLER,

ARACILAŞTIRILMIŞ MENKUL KIYMET

ve ARACILAŞTIRILMIŞ ELDE TUTMA SİSTEMİ

I. MENKUL KIYMET ve ARACILAŞTIRILMIŞ MENKUL KIYMET	10
A. Menkul Kıymetler.....	10
B. Aracılaştırılmış Menkul Kıymet.....	18
II. ARACILAŞTIRILMIŞ ELDE TUTMA SİSTEMİ	24
A. Genel Bilgi	24
B. Aracılaştırılmış Sistemin Ortaya Çıkışı.....	25
C. Aracılaştırılmış Sistemin Özellikleri.....	30
1. Genel Bilgi.....	30
2. Hareketsizleştirme veya Kaydileştirme Yoluyla Kağıt Dolaşımının Bertaraf Edilmesi	32
a. Genel Bilgi	32
b. Hareketsizleştirme.....	33
c. Kaydileştirme	34
d. Hareketsizleştirme ve Kaydileştirme Arasındaki Farklar	35
3. Merkezi Saklama	36
a. Toplu Saklama Esasına Dayalı Şeffaf Olmayan Sistemler	39
b. Müşteri İsmine Göre Saklama Esasına Dayalı Şeffaf Sistemler.....	41
4. Aracı Kurumların Dâhil Olmasıyla Kademelenmiş Yapı.....	44
5. Menkul Kıymetlere İlişkin İşlemlerin Kayden Gerçekleştirilmesi.....	46

D. Aracılaştırılmış Sistemde Milletlerarası Menkul Kıymet Ticareti 49

İKİNCİ BÖLÜM

**ARACILAŞTIRILMIŞ SİSTEMDE MENKUL KIYMETLERE
İLİŞKİN HAK SAHİPLİĞİ VE
HAKKIN HUKUKİ NİTELİĞİ**

I. GENEL BİLGİ.....	53
II. ARACILAŞTIRILMIŞ SİSTEMDE MENKUL KIYMETLER ÜZERİNDEKİ HAK SAHİPLİĞİ KONUSUNDA YAKLAŞIMLAR.....	58
A. Dolaylı Hak Sahipliği Yaklaşımı	60
B. Doğrudan Haksahipliği Yaklaşımı.....	61
III. ARACILAŞTIRILMIŞ SİSTEMDE HESAP SAHİBİNİN HAKKININ HUKUKİ NİTELİĞİ	63
A. Hesap Sahibinin Geleneksel Kıymetli Evrak ve Eşya Hukuku Kuralları Çerçevesindeki Hukuki Durumu	63
1. Aracılaştırılmış Sistemde Menkul Kıymetler ve Kıymetli Evrak.....	64
2. Aracılaştırılmış Sistemde Menkul Kıymetlerin Toplu Saklanması ve Aynı Haklarda Belirlilik İlkesi	70
B. Aracılaştırılmış Sistemde Hesap Sahibinin Hakkının Hukuki Niteliği Konusundaki Yaklaşımlar.....	74
1. Aracılaştırılmış Sistemde Hesap Sahibinin Hakkının Hukuki Niteliğine İlişkin Geleneksel Yaklaşım	75
2. Aracılaştırılmış Sistemde Hesap Sahibinin Hakkının Hukuk Niteliğine İlişkin Modern Yaklaşım	77
a. Farazi Menkul Kıymet Havuzuna İlişkin Müşterek Mülkiyet Hakkı Yaklaşımı	78
b. Kendine Özgü Malvarlığı Hakkı Yaklaşımı	80
C. Türk Hukukunda Hesap Sahibinin Hakkının Hukuki Niteliği.....	85
1. Genel Bilgi.....	85
2. Türk Sermaye Piyasalarında Hareketsizleştirme Dönemi ve Hesap Sahibinin Hakkının Hukuki Niteliği	85
a. Hareketsizleştirme Döneminin Özellikleri.....	85
b. Hareketsizleştirme Döneminde Hesap Sahibinin Hakkının Hukuki Niteliği	86

2. Türk Sermaye Piyasalarında Kaydileştirme Dönemi ve Hesap Sahibinin Hakkının Hukuki Niteliği	89
a. Kaydileştirme Döneminin Özellikleri	89
(1) Merkezi Kayıt Sistemi	89
(2) Merkezi Kayıtların Hukuki Etkisi.....	96
b. Kaydileştirme Döneminde Hesap Sahibinin Hakkının Hukuki Niteliği ...	100

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARACILAŞTIRILMIŞ SİSTEMDE MENKUL KIYMETLERE İLİŞKİN MİLLETLERARASI HAK SAHİPLİĞİ İHTİLAFLARINDA UYGULANACAK HUKUK

I. ARACILAŞTIRILMIŞ SİSTEMDE MENKUL KIYMETLERE İLİŞKİN MİLLETLERARASI NİTELİKLİ HAK SAHİPLİĞİ MESELELERİNDE KANUNLAR İHTİLAFI KURALLARININ ÖNEMİ	110
II. MENKUL KIYMETLERE İLİŞKİN MİLLETLERARASI NİTELİKLİ HAK SAHİPLİĞİ İHTİLAFLARINA UYGULANACAK HUKUKUN BELİRLENMESİNDE KLASİK YAKLAŞIM.....	117
A. Genel Bilgi	117
B. Menkul Kıymetlerin Hukuki Niteliğinin Tabi Olduğu Hukuk	120
C. Menkul Kıymetlere İlişkin Milletlerarası Nitelikli Hak Sahipliği İhtilaflarının Tabi Olduğu Hukuk.....	123
1. Kıymetli Evrak Niteliğindeki Menkul Kıymetlere İlişkin Ayni Hak İhtilaflarında <i>Lex Rei Sitae (Lex Cartae Sitae)</i> Kuralı.....	123
2. Kıymetli Evrak Niteliğinde Olmayan Menkul Kıymetlere İlişkin Hak Sahipliği İhtilaflarının Tabi Olduğu Hukuk.....	124
a. Alacağın Temlik Statüsüne Tabi Tutan Yaklaşım	124
b. Ayni Hak Statüsüne Tabi Tutan Yaklaşım.....	127
c. Ortaklık Statüsüne Tabi Tutan Yaklaşım	129
3. Değerlendirme	134
III. ARACILAŞTIRILMIŞ SİSTEMDE MENKUL KIYMETLERE İLİŞKİN MİLLETLERARASI NİTELİKLİ HAK SAHİPLİĞİ İHTİLAFLARINA UYGULANACAK HUKUKUN BELİRLENMESİNDE KLASİK YAKLAŞIMIN BENİMSENMESİ VE YOL AÇTIĞI SORUNLAR	136
A. Aracilaştırılmış Sistemde Menkul Kıymetlerin Hukuki Niteliğinin Tabi Olduğu Hukukun Belirlenmesinde Karşılaşılan Sorunlar	136

B. Menkul Kıymetlere İlişkin Milletlerarası Nitelikli Hak Sahipliği İhtilaflarının Tabi Olduğu Hukukun Klasik Yaklaşımına Göre Belirlenmesinin Aracılaştırılmış Sistemin Kademeli Yapısı İle Bağdaşmamasından Kaynaklanan Sorunlar.....	141
1. Teorik Sorunlar	142
2. Uygulamada Karşılaşılan Sorunlar	147
IV. ARACILAŞTIRILMIŞ SİSTEMDE MENKUL KIYMETLERE İLİŞKİN MİLLETLERARASI NİTELİKLİ HAK SAHİPLİĞİ İHTİLAFLARINA UYGULANACAK HUKUKUN BELİRLENMESİNDE MODERN YAKLAŞIM	154
A. Genel Bilgi	154
B. Uygulanacak Hukukun İlgili Aracı Kurumun Aracılaştırılmış Sistemde Bulunduğu Kademeye Göre Belirlenmesi Yaklaşımı (<i>Place of Relevant Intermediary Approach-PRIMA</i>).....	155
C. Uygulanacak Hukukun İlgili Aracı Kurumun Aracılaştırılmış Sistemde Bulunduğu Kademeye Göre Belirlenmesi Yaklaşımında Kabul Edilen Bağlama Kuralları.....	159
1. İlgili Menkul Kıymet Hesabının Bulunduğu Yer Hukuku ve Avrupa Birliği Düzenlemeleri.....	163
a. AB Takas Kesinliği Direktifi ve İlgili Menkul Kıymet Hesabının Bulunduğu Yer Hukuku	164
b. AB Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi ve İlgili Menkul Kıymet Hesabının Yürütüldüğü Yer Hukuku	167
c. İlgili Menkul Kıymet Hesabının Bulunduğu Yer Hukuku ve Uygulamalarına İlişkin Değerlendirmeler.....	171
2. İlgili Aracı Kurum ile Hesap Sahibi Arasındaki Hesap Anlaşmasında Seçilen Hukuk ve ABD Hukukunda Kabul Edilen Düzenlemeler	177
a. ABD Hukuku ve İlgili Aracı Kurum ile Hesap Sahibi Arasındaki Hesap Anlaşmasında Seçilen Hukuk	177
b. İlgili Aracı Kurum ile Hesap Sahibi Arasındaki Hesap Anlaşmasında Seçilen Hukuk ve Uygulamasına Değerlendirmeler	181
3. İlgili Aracı Kurum ile Hesap Sahibi Arasındaki Hesap Anlaşmasında Seçilen Hukukun “Nitelikli Ofis” Şartıyla Sınırlandırılması ve Aracı Kurumda Tutulan Menkul Kıymetlere İlişkin Bazı Haklara Uygulanacak Hukuka Dair Lahey Konvansiyonu	185
a. Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu ve Konvansiyonda Düzenlenen Bağlama Kuralları	185
(1) Konvansiyonun ve Konvansiyonda Düzenlenen Kanunlar İhtilafı Kurallarının Uygulanma Alanı	188
i. Maddi Uygulanma Alanı	188

(a) Aracı Kurumda Tutulan Menkul Kıymetler	188
(b) Konu Bakımından Uygulanma Alanı	191
ii. Uluslararası Uygulanma Alanı	195
iii. Uygulanma Alanını Sınırlandırıcı Hükümler	196
(a) İflas	196
(b) Kamu Düzeni Müdahalesi ve Mahkemenin Hukukunun Doğrudan Uygulanan Kuralları	196
(2) Konvansiyonda Düzenlenen Kanunlar İhtilafı Kuralları	198
i. Temel Bağlama Kuralı	199
(a) İlgili Aracı Kurum ile Hesap Sahibi Arasındaki Hesap Anlaşmasında Seçilen Hukuk	199
(b) İlgili Aracı Kurum ile Hesap Sahibi Arasındaki Hesap Anlaşmasında Seçilen Hukukun “Nitelikli Ofis” Şartıyla Sınırlandırılması	201
ii. Yedek Bağlama Kuralları	203
iii. Uygulanacak Hukukun Belirlenmesinde Dikkate Alınmayacak Bağlama Kuralları	204
iv. Atfin Reddedilmesi	205
(3) Konvansiyonda Düzenlenen Kanunlar İhtilafı Kurallarının Uygulanmasında Uygulanacak Hukukun Her Bir Menkul Kıymet Hesabı Bakımından Ayrı Ayrı Belirlenmesi İlkesi ve Çatışan Haklar Problemi ..	206
i. Uygulanacak Hukukun Her Bir Menkul Kıymet Hesabı Bakımından Ayrı Ayrı Belirlenmesi İlkesi	206
ii. Çatışan Haklar Problemi	209
b. Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonuna ve İlgili Aracı Kurum ile Hesap Sahibi Arasında Hesap Anlaşmasında Seçilen Hukukun Nitelikli Ofis Şartıyla Sınırlandırılmasına İlişkin Değerlendirmeler	212
SONUÇ ve ÖNERİLER	219
KAYNAKÇA	226
ÖZGEÇMİŞ	246

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ALI	: The American Law Institute
Art.	: Article
AÜHFD	: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
BATİDER	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BGB	: Bürgerliches Gesetzbuch (Alman Medeni Kanunu)
BIS	: Bank for International Settlements
BIST	: Borsa İstanbul A. Ş.
Bkz./bkz.	: Bakınız
C.	: Cilt
CPSS	: Committee on Payment and Settlement Systems
CSD	: Central Securities Depository (Ulusal Merkezi Saklama Kuruluşu)
Çev.	: Çeviren
DTC	: Depository Trust Company
E.	: Esas
EC	: European Commission
ECB	: European Central Bank
FCD	: Financial Collateral Arrangements Directive
FISA	: Swiss Federal Act on Intermediated Securities
FTD	: Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi
GSC	: Geneva Securities Convention
HCCH	: Hague Conference on Private International Law
HSC	: Hague Securities Convention
ICSD	: International Central Securities Depository (Uluslararası Merkezi Saklama Kuruluşu)
IFLR	: International Financial Law Review
Int.	: International
IOSCO	: Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions
IPRG	: Gesetz über das internationale Privatrecht (İsviçre Devletler Özel Hukuku Kanunu)
İHFM	: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LMCLQ	: Llyod's Maritime and Commercial Law Quarterly
m.	: madde
MiFID	: Markets in Financial Instruments Directive

MÖHUK	: Milletlerarası Özel Hukuk ve Usul Hukuku Hakkında Kanun
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
MKS	: Merkezi Kaydi Sistem
No.	: Numara
NCCUSL	: National Conference of Commissioners on Uniform State Laws
OR	: Obligationenrecht (İsviçre Borçlar Kanunu)
Örn./örn.	: Örneğin
RG.	: Resmi Gazete
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
SFD	: Settlement Finality Directive
SLD	: Securities Law Directive
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKan.	: Sermaye Piyasası Kanunu
T.	: Tarih
TAKASBANK	: Takas ve Saklama Bankası A. Ş.
TBK	: Türk Borçlar Kanunu
TKD	: Takas Kesinliği Direktifi
TMK	: Türk Medeni Kanunu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
UCC	: Uniform Commercial Code
UCLA	: University of California Los Angeles
UNIDROIT	: International Institute for the Unification of Private Law
vd.	: ve devamı
Vol.	: Volume
§	: Section

GİRİŞ

Son 50 yıl menkul kıymet piyasalarının yapısını ve dolayısıyla işleyişini tamamen değiştiren gelişmelere sahne olmuştur. Bu değişikliklerin başlıca nedenleri; menkul kıymet piyasalarında sermaye kazancı elde etmek için piyasalara sürülen sermayenin miktarındaki ve bunun neticesinde ticaret hacmindeki büyük artış; globalleşmeyle birlikte menkul kıymetlerin milletlerarası yatırım ve kredi aracı olarak kullanılmasının desteklenmesi; özellikle milletlerarası menkul kıymet ticaretinde; menkul kıymetleri temsil veya ispat eden senetlerin saklanması ve tesliminde yaşanan gecikmelerden ve idarî yükümlülüklerden kaynaklanan risklerin ve masrafların azaltılması ve milletlerarası menkul kıymet ticaretinde, işlemin karşı tarafının edimini tamamen ifa etmemesinden veya geç ifa etmesinden kaynaklanan risklerin ortadan kaldırılması için, ödeme karşılığı devirlerin eş zamanlı olarak gerçekleşmesini temin edecek sistemlerin geliştirilmesine duyulan ihtiyaç olarak sıralanabilir.

Menkul kıymetler piyasalarında amaçlanan bu hedeflere ulaşılabilmesi için; güvenli, hızlı ve etkin saklama ve takas sistemlerinin oluşturulması öncelikli hedef olmuştur. Bu hedef doğrultusunda, yatırım amaçlı menkul kıymetlerin yatırımcılar tarafından ihraççının pay defterine kayıtlı veya menkul kıymetlerin bağlandıkları senetlerin zilyetliğine sahip olmak suretiyle iktisap edilmesi, saklanması ve devredilmesinden vazgeçilerek; senet dolaşımının tamamen bertaraf edildiği ve menkul kıymetlere ilişkin saklama hizmetlerinin ve işlemlerin, aracı kurumlar tarafından sağlanan ve yürütülen menkul kıymet hesapları aracılığı ile kaydi olarak gerçekleştirildiği “aracılaştırılmış sistem”e geçilmiştir.

Aracılaştırılmış sistem, menkul kıymetleri temsil eden senetlerin fiziksel olarak teslimini gerektirmeyen takas ve netleştirme işlemlerine olanak sağlayarak büyük miktarlarda ve meblağlardaki milletlerarası menkul kıymet işlemlerinin hızlı ve etkin

bir biçimde gerçekleştirilebilmesini mümkün kılmış ve global menkul kıymet piyasalarına genişlik ve derinlik kazandırmıştır.

Ancak diğer yandan milletlerarası menkul kıymet işlemlerinde, farklı ülkelerde faaliyette bulunan, farklı milli hukuk düzenlemelerine tabi aracı kurumların devreye girmesi, sermaye piyasalarını ve dolayısıyla milletlerarası menkul kıymet işlemlerini, kademeli ve karmaşık bir hale getirmiştir.

Milletlerarası menkul kıymet işlemlerinde farklı hukuklara tabi birden çok aracı kurumun tek bir işlemin gerçekleştirilmesinde devreye girmesi, her bir kademede gerçekleşen ilişkiye ve işleme farklı bir milli hukukun uygulanması ihtimalini ortaya çıkartmıştır.

Ayrıca içerisinde birbirinden farklı milli hukuklara tabi ihraççılar tarafından ihraç edilmiş menkul kıymetleri ihtiva eden ve tek bir hesapta tutulan uluslararası menkul kıymet portföylerinin kül halinde devri ve teminat olarak gösterilmesinin yaygınlaşması da; yine tek bir işlemde farklı milli hukukların etki alanına girilmesini sonuçlamıştır.

Ancak sermaye piyasalarında operasyonel anlamda yaşanan bu hızlı gelişmeler, milli hukuk düzenlemelerine aynı hızda yansımamıştır. Menkul kıymet işlemlerinde, senet dolaşımının bertaraf edilmesi ve yerini kaydi işlemlerin alması, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetleri, geleneksel kıymetli evrak ve eşya hukuku kurallarının dışına çıkartmıştır. Bu durum, menkul kıymetlerin, kıymetli evrak ve taşınır eşya niteliğinde senetlere bağlandığı ve işlemlerin bu senetlerin tedavülü ile kıymetli evrak kuralları çerçevesinde gerçekleştirildiği geleneksel sistemde, menkul kıymetlere ilişkin hakları aynı hak olarak nitelendirilen ve korunan yatırımcıların; bu aynı hak korumasından mahrum kalmaları riskini doğurmuştur.

Bu riski gidermek üzere, pek çok milli hukukta, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin yeniden tanımlanması

ve yeni bir hukuki rejime bağlanması için çalışmalar ve mevzuat değişiklikleri yapılmıştır. Ancak her milli hukuk sistemi, bu değişiklikleri, benimsedikleri geleneksel hukuk nosyonu ve geçmişi çerçevesinde gerçekleştirdiğinden; aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin ve buna ilişkin tasarruf işlemlerinin tabi oldukları hukuki rejim birbirinden oldukça farklı düzenlemeler ihtiva etmektedir.

Üstelik, halen pek çok milli hukuk, maddi hukuk düzenlemelerinde, yatırımcıların, sermaye piyasalarında menkul kıymetler üzerinde gerçekleştirecekleri, tasarruf işlemleri neticesinde elde edecekleri hakları üçüncü kişilerin karşı hak iddialarına veya ihraççının veya aracı kurumun iflasına karşı koruyacak yeterli açıklıkta ve kesinlikte hukuki düzenlemelere sahip bulunmamaktadır.

Günümüzde, milli hukukların aracılaştırılmış menkul kıymetlerin hukuki niteliğine ilişkin düzenlemeleri arasındaki bu farklılıklar ve belirsizlikler karşısında, piyasa aktörlerinin gerek yatırım yapmak gerekse kredi karşılığı teminat göstermek amacıyla giriştikleri milletlerarası menkul kıymet işlemlerinde karşılaştıkları ve hızlı ve yeterli bir kesinlikte cevaplandırılması gereken üç temel soru vardır. Bunlar; yatırımlarının aracı kurumun iflası halinde korunup korunmayacağı, kredi veren teminatlı alacaklının teminat konusu menkul kıymetler üzerindeki teminat hakkının geçerli ve üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilir olup olmadığı ve üçüncü kişilerin karşı hak talepleri karşısında önceliğinin bulunup bulunmadığıdır.

Tüm bu soruların cevabı ise, aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğine ve bu hakka ilişkin işlemlerin sonuçlarına uygulanacak hukuka tabidir.

Ancak halihazırda pek çok milli hukuk, aracılaştırılmış menkul kıymetlere yatırım yapmak isteyen yatırımcıların veya bu menkul kıymetler üzerinde teminat hakkı sağlamak isteyen alacaklıların gerçekleştirecekleri tasarruf işlemleri neticesinde elde edecekleri haklar üzerindeki hak sahipliğine ilişkin meselelerin hangi milli hukuka tabi olacağını, önceden yeterli açıklıkla belirleyebilecekleri ve aracılaştırılmış sistem

ile ortaya çıkan yeni ticari ortamın şartlarına uygun kanunlar ihtilafı kuralları düzenlemelerine sahip bulunmamaktadır.

Türk hukuku da dahil olmak üzere pek çok milli hukukta halen, milletlerarası menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği meselelerine, menkul kıymetlerin doğrudan ihraççıdan iktisap edildiği ve taşınır eşya niteliğindeki kıymetli evrak formunda tedavül edildiği sisteme uygun olarak formüle edilmiş *lex rei sitae* ve *lex societatis* gibi bağlama kuralları uygulanmaya çalışılmaktadır.

Aracılaştırılmış sisteme ve bu sistem dahilinde işlem gören menkul kıymetlerin hukuki niteliğine uygun düşmeyen bu bağlama kurallarının, menkul kıymetlerin milletlerarası ticaretinden doğan hak sahipliği meselelerine uygulanmaya çalışılması ise, her milli hukukta farklı bir yöntem izlenmesi ve bu yöntemin önceden piyasa aktörleri tarafından öngörülemeyecek olmasından ötürü büyük belirsizliklere sebebiyet vermektedir.

Aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlerin milletlerarası ticaretinde, bu menkul kıymetler üzerinde hak sahipliğinin iktisabı, bu hakların devri ve üzerlerinde teminat hakkı tesis edilmesi gibi hak sahipliğine ilişkin meselelere uygulanacak hukukun belirlenmesinde, milli hukuklardaki belirsiz, yetersiz ve yeknesak olmayan bağlama kuralları, tarafların öngöremedikleri bir hukukun uygulanması ve bu hukukun uygulanması neticesinde arzu etmedikleri bir sonucun ortaya çıkması ihtimalini ve dolayısıyla milletlerarası menkul kıymet ticaretinde hukuki riski arttırmaktadır.

Nitekim Uluslararası Takas Bankası G-10 Ülkeleri Merkez Bankaları Ödeme ve Takas Sistemleri Komitesi'nin (G-10 Komitesi) 1995 tarihli "Milletlerarası Menkul Kıymet Takas"ı raporunda raporunda, milli hukuk sistemlerindeki bağlama kurallarına ve bu kuralların uygulamasına ilişkin belirsizlikler, milletlerarası menkul kıymet ticaretinde hukuki riskin en önemli kaynaklarından birisi olarak gösterilmiştir. Yine Giovannini Grubu "Avrupa Birliği'nde Milletlerarası Kliring ve Takas Düzenlemeleri" başlıklı 2001 tarihli raporunda (Giovannini Grubu Raporu),

milletlerarası kliring ve takas işlemlerinin hızlı ve verimli bir hale getirilebilmesinin önünde duran üç temel engelden birisi olarak belirlediği hukuki belirsizliğe ilişkin sorunlar arasında milli hukuk düzenlemelerinde yer alan bağalama kurallarının uygulamasındaki belirsizlikleri işaret etmiştir.

Milli hukuklarda halihazırda milletlerarası menkul kıymet işlemlerinden doğan hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukuku belirleyen bağlama kurallarının, aracılaştırılmış sisteme uyarlanmamış olması ve bu alanda yeknesak bir yaklaşımın ve düzenlemenin bulunmaması sebebiyle artan hukuki risk; milletlerarası menkul kıymet işlemlerinde ek mali külfetlere ve zararlara sebep olmaktadır. Zira kanunlar ihtilafı alanındaki bu hukukî belirsizlikleri aşmak üzere, işlemin taraflarının uygulanacak hukukun araştırılması için harcadıkları para ve zaman finansal yüke neden olmakta, finansal yük yatırımcıların uluslararası işlemlere girmekten kaçınmalarına yol açmakta ve neticede arz olmayınca menkul kıymetlerin değeri düşmektedir. Hukuki belirsizlikleri sebebiyle menkul kıymetlerin değerindeki bu azalma, sermaye piyasalarının dominosu durumunda olan kredi maliyetleri de yükseltmektedir. Bu sebeple, global ekonomide likidite sıkıntısı doğmakta ve kredi risklerine karşılık beklenen indirimler yapılamamaktadır.

Bu çerçeveden bakıldığında, aracılaştırılmış sistemde menkul kıymetlerin milletlerarası ticaretinde yatırımcıların ve/veya menkul kıymetler üzerinde teminat hakkı sağlamak isteyenlerin, bu menkul kıymetler üzerinde hak sahipliğinin tesisi, bunların devri ve üzerlerinde rehin hakkı tesis edilmesi gibi hak sahipliğine ilişkin meselelerin hangi milli hukuka tabi olacağını önceden ve yeterli kesinlikte belirleyebilecekleri ve aracılaştırılmış elde tutma sistemi ile ortaya çıkan yeni ticari ortamın şartlarına uygun kanunlar ihtilafı kurallarına sahip olmayan ülkelerde yerleşik aracı kurumların ve dolayısıyla o ülkelerin sermaye piyasalarının milletlerarası alanda rekabet gücü de azalmaktadır.

İşte bu çalışmanın amacı, milletlerarası menkul kıymet işlemlerinden kaynaklanan hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun belirlenmesinde benimsenebilecek en uygun bağlama kuralının tespit edilmesidir.

Bu kapsamda, milletlerarası menkul kıymet işlemlerinde karşılaşılan hak sahipliği ihtilaflarının tabi olacağı bağlama kurallarına ilişkin gerek ulusal gerekse ulusal üstü düzeyde önerilen ve gözetilen yaklaşımlar değerlendirilecek ve Türk hukuku açısından getirilebilecek çözüm önerileri ortaya konmaya çalışılacaktır.

Bu bakımdan milletlerarası menkul kıymet işlemlerinden doğan uyuşmazlıklarda milletlerarası yetki ve yabancı mahkeme kararlarının tanınması ve tenfizi gibi milletlerarası usul hukuku meseleleri çalışmamızın kapsamı dışında tutulmuştur.

Milletlerarası menkul kıymet işlemlerinde kanunlar ihtilafına ilişkin analizlerimiz, menkul kıymetler üzerinde hak sahipliğinin tesisi, devri veya teminat hakkı sağlanması amacıyla gerçekleştirilen işlemlerde hak sahipliğine ilişkin ihtilaflarda uygulanacak bağlama kurallarına ilişkin olacaktır. Bu çerçevede çalışmamızda; aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin niteliğine ve etkilerine, hak sahipliğinin devrine, teminat hakkı tesis edilmesine, iktisabına, üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesine, hak sahipliğinde öncelik sırasına ve hak sahipliğinin sona ermesine uygulanacak hukukun belirlenmesinde bağlama kuralları incelenecektir. Bu meseleler esasen, taşınır eşya niteliğindeki menkul kıymetlerde aynı hakka ilişkin meselelerdir.

Bu noktada belirtmek gerekir ki, Türk hukuku da dahil olmak üzere pek çok milli hukukta, menkul kıymet hesabı sahiplerinin, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin sahip oldukları haklar geleneksel eşya hukuku anlamında bir aynı hak olarak nitelendirilmemekle birlikte, bu haklara milli hukuklarda çoğunlukla aynı haklara ilişkin etkiler tanınmaktadır. Bu sebeple uluslararası doktrinde bu meseleler genellikle aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğine ilişkin hukuki ilişkilerden doğan meseleler veya aracılaştırılmış menkul kıymetler hakkındaki hukuki ilişki ve işlemlerin hak sahipliği boyutuna ilişkin meseleler (*proprietary matters/issues*) olarak adlandırılmaktadır.

Bu bağlamda çalışmamızda; hesap sahibi ile aracı kurum arasındaki saklama sözleşmesinden doğan borç ilişkisine ve aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlerin devrine veya teminat hakkı tesis edilmesine ilişkin işlemlerin, sözleşmeler hukukundan kaynaklanan, örneğin; taraflar arasındaki sözleşmenin şekli veya maddi geçerliliği veya sözleşmenin ifa edilmemesinden ötürü tazminat talebi gibi sözleşmenin genel hükümlerinden sayılan meselelere uygulanacak hukuk çalışmamızın kapsamı dışında tutulduğu gibi; menkul kıymet sahibi ile ihraççı arasındaki ilişkiden doğan meseleler de bu çalışmamızın kapsamı dışındadır.

Çalışmamızda her kanunlar ihtilafı meselesinde olduğu gibi, milletlerarası menkul kıymet işlemlerinden kaynaklanan hak sahipliği ihtilaflarına ilişkin yukarıda kapsamını belirlediğimiz meselelerde başvurulacak bağlama kuralına dair yaklaşım ve öneriler, milletlerarası özel hukuk hakkaniyetinin sağlanması amacı çerçevesinde değerlendirilecektir.

Bu belirtmek gerekir ki, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin milletlerarası nitelikli hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun belirlenmesinde, gerek milletlerarası doktrinde gerekse milletlerarası belgelerde, milletlerarası özel hukuk hakkaniyetinin gerçekleştirilmesi bakımından üzerinde en çok durulan husus, ihdas edilecek bağlama kurallarının, menkul kıymet işlemlerinin hızlı ve en az masrafla gerçekleştirilmesine olacak verecek şekilde; yorum ve uygulama farklılıklarına yol açmayacak kesinlik ve taraflarca öngörülebilir nitelikte bir hüküm içermesidir.

Burada amaçlanan; uyuşmazlığı görmekle yetkili mahkemenin uyuşmazlığı, tarafların uygulanmasını öngörmedikleri ve uyuşmazlık konusu devir veya teminat işleminin geçersizliğini sonuçlayacak bir hukuka tabi kılması ve/veya uyuşmazlık konusu işlemin hukuki niteliğini veya sonuçlarını tarafların iradelerinden farklı bir şekilde nitelendirmesi sebebiyle tarafların zarara uğraması riskinin bertaraf edilmesidir. Bu türlü risklerin en aza indirilmesi, bu alanda ihdas edilecek bağlama kurallarının formüle edilmesindeki öncelikli menfaat olarak görülmektedir.

Bu nedenle çalışmamızda incelenecek bağlama kurallarına ilişkin açıklamalarımız ve değerlendirmelerimizde esas alınacak olan kriter, bağlama kuralının aracılaştırılmış sistemin işleyişine ve milletlerarası menkul kıymet ticaretinin gerçeklerine uyumlu olması ve uygulanacak hukukun belirlenmesinde öngörülebilirliği ve açıklığı sağlaması; yani işlem ve piyasa menfaatlerinin korunması olacaktır.

Çalışmada benimsenen terminolojiye ilişkin olarak ise; çalışmamızda bu alandaki bağlama kurallarını yeknesaklaştırma amacı ile hazırlanmış “Aracı Kurumda Tutulan Menkul Kıymetlere İlişkin Bazı Haklara Uygulanacak Hukuka Dair Lahey Konvansiyonu”nda benimsenen terminoloji esas alınmıştır. Ancak, gerek aracılaştırılmış sisteme gerekse bu sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliği ihtilaflarının tabi olacağı bağlama kurallarına ilişkin eserlere İngilizce dili ve Anglo-Sakson hukuk sistemi terminolojisinin hakim olması sebebiyle, çalışmamızda bu kavramların Türkçe karşılıklarının bulunması aşamasında zorluklarla karşılaşmıştır. Bu alanda, maddi hukuka ilişkin pek az çalışma olması ve kanunlar ihtilafı hukukuna ilişkin olarak Türkçe yazılmış herhangi bir kaynak veya eser bulunmaması nedeniyle, çalışmamızda kullanılan bir kısım kavramların bir öneri olarak telakki edilmesi doğru olacaktır.

Çerçevesini çizdiğimiz amaç ve kapsam doğrultusunda, çalışmamızın ilk bölümünde; kanunlar ihtilafı alanına ilişkin yapacağımız değerlendirmelerin daha iyi anlaşılabilmesi için menkul kıymet, aracılaştırılmış menkul kıymet ve aracılaştırılmış elde tutma sistemine ilişkin bilgilere yer verilecektir.

Çalışmamızın ikinci bölümünde ise, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlerin hak sahipliği ve hukuki niteliği değerlendirilecek ve bu bölümde çeşitli milli hukuk sistemleri ve sonrasında Türk hukuku incelenecektir.

Çalışmamızın üçüncü bölümünde ise öncelikle, menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliği ihtilaflarına uygulanmak üzere, milli hukuk sistemlerinde hali hazırda kabul gören, *lex cartae sitae* ve *lex societatis* gibi klasik bağlama kuralları incelenecek ve sonrasında bu kuralların aracılaştırılmış sisteme uygulandığında sebebiyet verdikleri

teorik ve pratik sorunlar ele alınacaktır. Bu sorunlar ortaya konduktan sonra, aracılaştırılmış sistemde hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun belirlenmesinde önerilen bağlama kuralları incelenerek bunlara ilişkin değerlendirmelere yer verilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM
MENKUL KIYMETLER,
ARACILAŞTIRILMIŞ MENKUL KIYMET
ve ARACILAŞTIRILMIŞ ELDE TUTMA SİSTEMİ

I. MENKUL KIYMET ve ARACILAŞTIRILMIŞ MENKUL KIYMET

A. Menkul Kıymetler

“Menkul kıymetler” (*securities/Wertpapiere*); para piyasasında işlem görmeyen veya para piyasasına hizmet etmeyen; yatırım aracı olarak kullanılan ve sermaye piyasalarının teşkilini sağlayan devredilebilir finansal malvarlığı değerleridir¹.

“Menkul kıymet” kavramı², Türk hukuk sisteminde ilk kez mülga 1929 tarihli Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası Kanunu’nda³ kullanılmış ve mülga 1981 tarihli 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda (mülga SPKan) tanımlanmıştır. Gerek mülga 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda gerekse 2012 tarihinde yürürlüğe giren 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda⁴ (TTK) menkul kıymet kavramı tanımlanmamış olmakla birlikte; 6102 sayılı TTK’da, menkul kıymet kavramına ve

¹ Joanna Benjamin, **Interests in Securities: A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets** (Interests in Securities), Oxford University Press, New York 2000, s. 4 § 1.02; Asuman Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak (Varakasız Kıymetli Evrak)**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1998, s. 72.

² Türk hukukunda menkul kıymet kavramı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Oğuz Kürşat Ünal, **Menkul Kıymetler: Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler** (Menkul Kıymetler), Ankara 1998; Rıza Ayhan, **Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler**, Ankara 1993, Ali Paşlı, “Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı”, **Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan**, C. II, İstanbul 2007, pp. 1513-1579.

³ 1929 tarihli ve 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası Kanunu, 1983 tarihli ve 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile yürürlükten kaldırılmıştır (RG. 6.10.1983-18183).

⁴ 6102 sayılı ve 13.1.2011 tarihli Türk Ticaret Kanunu’nun 1534. maddesinin 1. fıkrası uyarınca Kanun’un yürürlük tarihi 1.7.2012 olarak belirlenmiştir. Aynı maddenin 2. fıkrasının (b) ve (c) bentleri uyarınca Kanun, Sermaye Piyasası Kanunu’na göre, ihraç ettikleri sermaye piyasası araçları borsada veya teşkilatlanmış diğer bir piyasada işlem gören şirketler, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve konsolidasyon kapsamına alınan diğer işletmeler ve Bankacılık Kanunu’nun 3. maddesinde tanımlanan bankalar ile bağlı ortaklıkları bakımından 1.1.2013 tarihinde yürürlüğe girmiştir (RG. 14.2.2011-27846).

pay senetleri (TTK m. 484), intifa senetleri (TTK m. 502) ve borçlanma senetleriyle alma ve değiştirme hakkını içeren menkul kıymetler (TTK m. 504) gibi menkul kıymet türlerine ilişkin hükümlere yer verilmiştir.

Mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca birer “sermaye piyasası aracı”⁵ olan menkul kıymetler, Alman Depo Kanunu’nda⁶ olduğu gibi taşıdıkları özellikler üzerinden tanımlanmıştır. Buna göre menkul kıymetler; “*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 evrak*”tır (mülga SPKan. m. 3(b))⁷.

Bu tanımda da açıkça belirtildiği üzere menkul kıymetler Türk hukukunda, Alman ve İsviçre hukuklarında da olduğu üzere, bir kıymetli evrak türü olarak tanımlanmıřtır⁸.

⁵ “Sermaye piyasası aracı” kavramı, mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na, 3794 sayılı Kanun ile getirilen değişiklikle girmiştir (RG. 13.5.1992-21227). Mülga SPKan.un 3. maddesinin (b) bendi uyarınca “sermaye piyasası araçları”, “menkul kıymetler” ve “diğer sermaye piyasası araçları”dır. Aynı bent uyarınca “diğer sermaye piyasası araçları” ise, menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından belirlenen, nokut ile ek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları dışında kalan evrak olarak tanımlanmıştır. Doktrinde “sermaye piyasası aracı” kavramı, “*piyasadan fon talep eden ihraların bu isteklerini karşılayan tasarruf sahiplerinin; tasarrufları, birbaşka deyişle, ihralara sundukları fon karşılığında ihralar nezdinde elde ettikleri hakkı bünyesinde barındıran, tasarruf sahiplerinin mülkiyetinde bulunan ve onların tasarruflarını temsil eden, tedavül imkanına sahip değerler*” şeklinde tanımlanmaktadır. Bu tanım doğrultusunda sermaye piyasası araçlarının, sermaye piyasasında işlem gören ve fon arz eden tasarruf sahipleri (bireysel veya kurumsal yatırımcılar) ve fon talep eden ihralar arasında fon aktarımı işlevini yerine getiren tüm finansal araçları kapsamına alan bir st kavram olarak kullanıldığı ifade edilmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Paşlı, *op. cit.*, s. 1520-1525. “Diğer sermaye piyasası araçları”na örnek olarak ise doktrinde genellikle “vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri”nin gösterildiği görülmektedir. Bkz. Fırat ztan, **Kıymetli Evrak Hukuku**, 2. Bası, Turhan Kitapevi, Ankara 1997, s. 196; Reha Poroy, nal Tekinalp, **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları (Kıymetli Evrak)**, 21. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2013, N. 7.30; Mücahit nal, **Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi**, Adalet Yayınevi, Ankara 2011, s. 20. “Vadeli işlem sözleşmeleri” ve “opsiyon sözleşmeleri” hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Sermaye Piyasası Kurulu, **Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri**, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-8, Ankara Mart 2007, (evrimii) <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=77&fn=77.pdf>, 7 Kasım 2013 .

⁶ *Gesetz ber die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1973-Depotgesetz Art. 1 (1). (Act on the Custody and Acquisition of Securities of 4 February 1973- German Securities Custody Act)*. Aynı yönde bkz. Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 71-72.

⁷ Mülga 2499 sayılı SPKan.da yer alan bu tanımın, tanımda sadece bazı menkul kıymetlerde var olan özelliklerin sıralanmış ve bu özelliklerin her menkul kıymette aranması gerekliliğinin getirilmiş olması sebebiyle hukuk tekniği açısından zayıf bir tanım olduğu ve tanımdaki bazı unsurların yanlış ve eksik ifade edildiği ileri sürülmüştür. Bkz. O. K. nal, **Menkul Kıymetler**, s. 19-21.

⁸ Bkz. nal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları (Sermaye Piyasası)**, İstanbul 1982, s. 13; Zühtü Aytaç, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, Ankara 1988, s. 40; Hamdi

Bu bakımdan Türk hukukunda menkul kıymet dendiğinde, ortaklık veya alacaklılık haklarının mündemiç olduğu maddi varlığa sahip senetler anlaşılmış ve menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin ispatı, ileri sürülmesi ve devri kıymetli evrak⁹ ve taşınır eşya hukukuna ilişkin kurallara tabi kılınmıştır¹⁰. Bir kıymetli evrakı menkul kıymet haline getiren esaslı unsurların ise, menkul kıymetlerin misli eşya¹¹ niteliğine sahip olmaları¹², yatırım aracı olarak kullanılmaları ve dönemsel gelir getirmeleri olduğu belirtilmiştir¹³.

Yasaman, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku (Menkul Kıymetler Borsası)**, İstanbul 1992, s. 18, 23, 26; Öztan, *op.cit.*, s. 182; Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 72-73; Paslı, *op.cit.*, s. 1550.

⁹ Bkz. Poroy, Tekinalp, **Kıymetli Evrak**, N. 16; Hüseyin Ülgen, Mehmet Helvacı, Abuzer Kendigelen, Arslan Kaya, **Kıymetli Evrak Hukuku**, 8. Bası, XII Levha, İstanbul 2013, s. 13 vd.; Öztan, *op. cit.*, s. 13-54; Yasaman, **Menkul Kıymetler Borsası**, s. 18.

¹⁰ “Senette (eşyada) cisimleşmiş alacak hakkı” olarak da tarif edilebilecek menkul kıymetlerde, aynı hakla ilgili kurallar sadece bir taşınır eşya oluşturduğu ölçüde “senet” için geçerli olup, bünyesindeki alacak hakları, borçlar hukuku ve ticaret hukuku kurallarına tâbidir. S. S. Tekinay, Sermet Akman, Haluk Burcuoğlu, Atilla Altop, **Tekinay Eşya Hukuku**, Cilt I, 5. Bası, İstanbul 1989, s. 9 dn. 21; Rona Serozan, **Taşınır Eşya Hukuku (Taşınır Eşya)**, 2. Bası, Filiz Kitapevi, İstanbul 2007, s. 16. Menkul kıymetler ve kıymetli evrak ile eşya hukuku arasındaki ilişki için bkz. Aşağıda, s. 57 vd.

¹¹ Alışverişte prensip itibarıyla, sayma veya tartma veya ölçme ile belirli hale gelen ve bir birimi, herhangi başka bir birimi ile ikame edilebilir nitelikte olan malvarlığı değerleri misli niteliktedir. Bir malvarlığı değerinin misli nitelikte olup olmadığı onun fiziksel özelliklerine göre belirlenmektedir. Bkz. Tekinay, Akman, Burcuoğlu, Altop, *op.cit.*, s. 27; M. Kemal Oğuzman, Özer Seliçi, Saibe Oktay Özdemir, **Eşya Hukuku**, 15 Bası, Filiz Kitapevi, İstanbul 2012, s. 12; Serozan, **Taşınır Eşya**, s. 65. Misli nitelikte bir malvarlığı değeri ise, teslim veya devir yükümlülüklerinin yerine getirilmesi bakımından genellikle olduğu üzere “çeşit borcu”na konu edilebileceği gibi, ferden tayin edilerek “parça borcu”na da konu edilebilmektedir. Bkz. Necip Kocayusufpaşaoğlu, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 5. Bası, Kasım 2010, s. 67; Kenan Tunçomağ, **Türk Borçlar Hukuku, Cilt: I, Genel Hükümler**, 6. Bası, Sermet Matbaası, İstanbul 1976, s. 68; Fikret Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 12. Bası, Beta Yayınevi, İstanbul 2010, s. 133-134; M. Kemal Oğuzman, Turgut Öz, **Borçlar Hukuku-Genel Hükümler Cilt-1**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2013, s. 7-8; Rona Serozan, **İfa, İfa Engelleri, Haksız Zenginleşme (İfa)**, Filiz Kitabevi, İstanbul 2009, §7, N.3 vd., N.5

¹² Kıymetli evrak niteliğindeki menkul kıymetlerin misli eşya olma niteliğinde olabilmesi ve dolayısıyla aynı cinsten bir diğeri ile ikame edilebilir olması için, parça ve sayı itibarıyla belirli hale getirilmeleri ve aynı hukuki ilişkiden kaynaklanmaları gerekmektedir. Menkul kıymetlerin seri halinde, aynı ihraççı tarafından, aynı hukuki temele dayanılarak ihraç edilmeleri onların aynı hukuki ilişkiden kaynaklanmalarını ve bu bakımdan birbirleri yerine ikame edilebilmelerini sağlamaktadır. Bu bakımdan menkul kıymetlerin misli eşya olma nitelikleri, aynı ihraççı tarafından ihraç edilerek, aynı cins ve özellikte olan ve sahiplerine aynı hakları veren niteliklere sahip olmaları anlamına gelmektedir. Bu nedenle, aynı ihraççı tarafından seri halinde ihraç edilen, aynı cins ve özellikte olan ve sahiplerine aynı hakları veren menkul kıymetlerin farklı seri numaraları taşınmaları, nama yazılı olmaları veya itibari değerlerinin farklı olması onların misli olma niteliklerini ortadan kaldırmamaktadır. Tekinalp, **Sermaye Piyasası**, s. 15-16; Öztan, *op. cit.*, s. 186-187; Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 74-75; Paslı, *op.cit.*, s. 1539.

¹³ Reha Poroy, Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku (Ortaklıklar)**, 12. Bası, İstanbul 2010, N. 1094; Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 73. Menkul kıymetlerin özellikleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Öztan, *op. cit.*, s. 185-188; Paslı, *op.cit.*, s. 1529-1560.

Mülga 2499 sayılı Kanun'da menkul kıymetler, yukarıda açıkladığımız şekilde, özellikleri sayılmak ve bir kıymetli evrak çeşidi olduğu belirtilmek suretiyle tanımlanmışken; 2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda¹⁴ (SPKan.) farklı bir yöntem izlenmiş ve menkul kıymet kavramı nelerin menkul kıymet olduğu belirtilmek suretiyle tanımlanmıştır.

6362 sayılı SPKan. uyarınca birer sermaye piyasası aracı¹⁵ olan menkul kıymetler; *“para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere; (1) paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları, (2) borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikaları”* dır (SPKan. m. 3(o)).

Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile getirilen bu tanım, Kanun'un Genel Gereğesi'nde¹⁶ de belirtildiği üzere, Kanun'un hazırlanmasında belirleyici olan temel faktörler arasında sayılan Avrupa Birliği (AB) müktesebatına uyum çerçevesinde gerçekleştirilen “Eşleştirme Projesi”nde (*Twinning Project*)¹⁷ anılan AB Direktiflerinden “Takas Kesinliği Direktifi” (TKD) (*Settlement Finality Directive-SFD*)¹⁸ ve “Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi”nin (FTD)(*Financial*

¹⁴ RG. 30.12.2012-28513.

¹⁵ 6362 sayılı SPKan.da, mülga Kanun'daki “sermaye piyasası aracı” kavramı muhafaza edilmiştir. 6362 sayılı SPKan.nun 3. maddesinin (ş) bendi uyarınca “sermaye piyasası aracı”, *“menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları”* şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanımda da görüldüğü üzere, sermaye piyasası aracı kavramı yeni Kanun uyarınca da, menkul kıymetler ve menkul kıymet dışında kalan diğer sermaye piyasası aracı türlerini kapsayan bir üst kavram olarak kullanılmaktadır. Burada, yeni Kanun “türev araçlar”ı zikrederek ve tanımlayarak (bkz. SPKan. m. 3(u)), birer türev araç türü olan “vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri”nin, menkul kıymet olmadığını ve diğer sermaye piyasası araçları kapsamına girdiğini açıkça belirtmiştir. “Türev araçlar” hakkında bilgi için bkz. . Poroy, Tekinalp, **Kıymetli Evrak**, N. 7.23; Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, **VOB Hakkında Sıkça Sorulan Sorular**, Ocak 2010, (Çevrimiçi) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/vobSSS.pdf>, 7 Kasım 2013. “Yatırım sözleşmeleri” kavramı ise Kanunda tanımlanmamıştır. Doktrinde “yatırım sözleşmeleri”, SPKan.nun 3. kısmının 2. bölümünde düzenlenen yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile ilgili sözleşmeler olarak tanımlanmaktadır. Buna göre, sermaye piyasasında yatırım yapacak kişilerin, sermaye piyasası yatırım kuruluşlarına ve menkul kıymetlere yaptıkları yatırımlarla ilgili sözleşmeler bu kavrama dahil edilmektedir. Bkz. Poroy, Tekinalp, **Kıymetli Evrak**, N. 7.30.

¹⁶ 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Genel Gereğesi, s. 82, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/?submenuheader=-1>, 15 Kasım 2013.

¹⁷ "SPK'na AB Sermaye Piyasası Standartlarına Uyumda Yardım" başlıklı Eşleştirme Projesi ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/>, 15 Kasım 2013.

¹⁸ Takas Kesinliği Direktifi m. 2(1)(h). Bkz. Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems (OJ L

Collateral Arrangements Directive-FCD)¹⁹ yanı sıra “Finansal Araçlar Piyasaları Direktifi”nde (*Markets in Financial Instruments Directive-MiFID*)²⁰ yer alan düzenlemeler ile paralellik arz etmektedir.

Menkul kıymetlerin tanımına ilişkin olarak getirilen bu yeni düzenlemenin en dikkat çekici yanı, yukarıda anılan AB Direktifleri’ne uyumlu olarak, Türk hukukunda kanun koyucunun menkul kıymetleri, taşıdıkları özellikler üzerinden ve özellikle bir kıymetli evrak çeşidi olarak tanımlama yönündeki Kıta Avrupası yaklaşımını terketmiş olmasıdır. Zira tanımda, mülga 2499 sayılı Kanun’da yer alan “*kıymetli evraktır*” ifadesi yer almadığı gibi, “pay senedi” veya “borçlanma senedi” yerine “pay” ve “borçlanma aracı” kavramları tercih edilmek suretiyle “senet” kavramına da yer verilmemiştir.

Menkul kıymetlerin tanımındaki bu kanuni değişiklik, son elli yılda Türk sermaye piyasası da dahil olmak üzere, global ölçekte sermaye piyasalarının yapısı ve işleyişinde meydana gelen ve ileride ayrıntısı ile üzerinde duracağımız gelişmelerin ve değişikliklerin kanuni düzenlemelere yansıyan doğal bir sonucudur. Zira Türk sermaye piyasalarında “kaydileştirme”²¹ ile menkul kıymetlerin fiziksel formdaki senetlere basılarak ihracının ve dolayısıyla tedavülünün büyük oranda sona erdirilmesiyle, senet ve kıymetli evrak kavramlarının menkul kıymetler alanındaki yeri tartışmalı hale gelmiştir²².

166/45) (Annotated Text), (Çevrimiçi) <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1998L0026:20120816:EN:PDF>, 15 Kasım 2013.

¹⁹ Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 2(1)(e). Bkz. Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements (OJ L 168/43) (Annotated Text), (Çevrimiçi) <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2002L0047:20090630:EN:PDF>, 15 Kasım 2013.

²⁰ Finansal Araçlar Piyasaları Direktifi m. 4(1)(18). Bkz. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC (OJ L 145/1) (Annotated Text), (Çevrimiçi) <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2004L0039:20070921:EN:PDF>, 15 Kasım 2013.

²¹ “Kaydileştirme” (*dematerialisation*) kavramı hakkında bkz. Aşağıda s. 31.

²² “Hareketsizleştirme” (*immobilisation*) ve kaydileştirmenin (*dematerialisation*) menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliği üzerindeki hukuki etkileri ve sonuçları için bkz. Aşağıda s. 30.

Nitekim 6102 sayılı TTK'da da, menkul kıymetler başlıklı yedinci bölümde yer alan madde metinlerinde, hem "pay senedi" hem de "pay" kavramlarına yer verilmiş ve 493. maddeye ilişkin gerekçede, menkul kıymetlerin kaydileştirilmesi neticesinde sermaye piyasalarında artık "pay senetleri"nin değil "kaydi hak" haline gelen "pay"ların işlem gördükleri vurgulanarak genel esasın "pay" kavramının kullanılması olduğu açıkça ifade edilmiştir²³.

Kanaatimizce günümüz sermaye piyasalarının gerçekleri göz önünde bulundurulduğunda oldukça yerinde olan gerek 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki bu yeni tanım gerekse 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda benimsenen terminolojiye yönelik olarak madde gerekçesinde yer alan açıklamalar ışığında artık Türk hukukunda menkul kıymetleri kıymetli evrak özellikleri üzerinden, "yatırım aracı olarak kullanılan senetler"²⁴ şeklinde tanımlamak ve menkul kıymetlerin mutlaka kıymetli evrakta bulunması gereken asgari unsurlara sahip olmaları gerektiğini ifade etmek uygun gözükmemektedir²⁵.

²³ 6102 sayılı TTK'nın 493. maddesine ilişkin madde gerekçesinde "pay" kavramının kullanılmasının sebeplerine yönelik açıklama şu şekildedir: "... 490 ıncı maddeden itibaren zorunlu bazı istisnalar dışında "pay senedi" terimi yerine "pay" kelimesi kullanılmıştır. Bunun temelde iki sebebi vardır: Borsaya kotasyon yaptırmayan şirketlerde pay da pay senedi de bulunabilir. Hamiline yazılı senetlerin aksine Tasarı, payları borsada işlem görmeyen şirketlerde nama yazılı payların senede bağlanması zorunluluğunu getirmemiştir. 486 ncı maddenin üçüncü fıkrası uyarınca azlık talep ederse şirket nama yazılı pay senedi bastırıp, sahiplerine dağıtmak zorundadır. Böyle bir istem bulunmadığı sürece payın senede bağlanması zorunluluğu yoktur. Öyle ise 491 ilâ 494 üncü maddelerde "pay senedi" yerine "pay" terimi kullanılması daha doğru ve amaca daha uygundur. Yorum yapılırken anılan maddelerdeki "pay" teriminin "pay senedi" şeklinde anlaşılması gerekir. Borsaya kote edilmiş nama yazılı paylar için pay senedi teriminin kullanılması daha da zor hatta bir anlamda imkânsızdır. Çünkü, SerPK m. 10/A hükmü ile sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi sistemi hukukumuzda getirilmiş bu bağlamda Merkezî Kayıt Kuruluşu kurulmuştur. 2005 yılından itibaren bu Merkez çalışmaya başlayacak yani bu Merkeze bağlı anonim şirketler açısından pay senedi çıkarılması uygulaması kaldırılacak, çıkarılmış pay senetleri de imha edilerek kaydi haklar düzenine geçilecektir. Bu sebeple, borsaya kote edilenler artık pay senetleri değil paylar olacaktır. Kuramsal açıdan, Merkezi Kayıt Sistemine kaydedilmiş payların, bu kayıt ile bir çeşit "senet" niteliği taşıdığı görüşü ileri sürülebilir. Nitekim, yabancı hukuklarda senedi, çağrıştırır şekilde "kaydi değerler"den söz edilmiştir. Bazı yazarlar kaydi değerlerin bir çeşit senet gibi düşünülebileceğini de ileri sürmüşlerdir. Ancak, Ticaret Kanunu gibi yoğun kullanıma konu olan kanunda sadece ileri sürülmüş olmak özelliği gösteren görüşlere dayanarak terim seçimi yapılamaz. Ayrıca, SerPK m. 10/A'da "kaydi değer"ler yerine "kayıt edilen haklar" terimi kullanılmıştır. Buradaki "hak", "senet" olarak nitelendirme bakımından "değer"den daha sayıf bir kelimedir. Bu sebeplerle 495 ve devamı maddelerde de "pay" terimi kullanılmıştır". 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Genel Gereke ve Madde Gerekeçleri, (Çevrimiçi) <http://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem23/yil01/ss96.pdf>, 12 Kasım 2013.

²⁴ Bkz. Aytaç, *op. cit.*, s. 53; Öztan, *op. cit.*, s. 182; Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 72.

²⁵ Konu hakkında ayrıntılı tartışmalar ve açıklamalar için bkz. Aşağıda, s. 90 vd.

Bu yeni tanım ve anlayış doğrultusunda Türk hukukunda menkul kıymetler, paylar ve borçlanma araçları gibi ortaklık ve alacaklılık haklarının kendileri ve bunlara ilişkin depo sertifikalarıdır²⁶. Türk hukukunda menkul kıymetler bakımından senet veya kıymetli evrak özelliği taşıma unsuru artık belirleyici bir özellik olmaktan çıkmıştır. Başka bir deyişle, bu hakların, o hakkı temsil veya ispat eden bir senet veya evraka bağlanmış olması veya olmaması menkul kıymet niteliğini taşımaları bakımından belirleyici olmayacaktır²⁷.

Buna karşılık, her ne kadar yeni tanımında yer almasalar da, kıymetli evrak özelliği taşıma unsurundan farklı olarak, misli nitelikte olma ve seri halinde çıkarılma, yatırım aracı olarak kullanılma ve dönemsel ürün verme unsurları yeni SPKan. çerçevesinde de bir sermaye piyasası aracının menkul kıymet niteliğinde olup olmadığını tespit bakımından belirleyici olmaya devam edecektir. Zira mülga SPKan. döneminde de doktrinde menkul kıymetleri diğer kıymetli evraktan ayırtıran esaslı unsurlar olarak telakki edilen bu özellikler, menkul kıymetleri bir malvarlığı değeri olarak niteleyen ve diğer sermaye piyasası araçlarından da ayırtıran özelliklerdir.

Nitekim menkul kıymet (*securities*)²⁸ kavramının, 6362 sayılı SPKan.'daki tanıma

²⁶ “Depo sertifikaları” (*depository receipt*); SPKan.da menkul kıymet olarak sayıldığı halde tanımlanmamıştır. Bunun yerine, SPK'nın Yabancı Sermaye Piyasası Araçları Ve Depo Sertifikaları İle Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği'nde tanımlanmıştır. (Tebliğ No. VII-128.4). Tebliğin 4. maddesi uyarınca “depo sertifikası”; saklama kuruluşlarında saklanan yabancı sermaye piyasası araçlarını temsilen depocu kuruluş tarafından ihraç edilen ve sahibine bu araçların verdiği hakları aynen sağlayan, bunlara özdeş, nominal değeri Türk Lirası olarak veya T.C. Merkez Bankası'na günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı paralar cinsinden ifade edilen sermaye piyasası aracıdır. Depo sertifikalarının faydası, yabancı menkul kıymetlerin, Türkiye'ye getirilmelerine gerek olmaksızın Türkçe olarak ve Türk kanunlarına göre halka arz edilmeleridir. Bkz. Poroy, Tekinalp, **Kıymetli Evrak**, N. 7.31.

²⁷ Bu Kanun değişikliğinin Türk hukukunda kaydi sermaye piyasası araçlarının hukuki niteliği üzerindeki etkisine ilişkin tartışmalar için bkz. Aşağıda, s. 90 vd.

²⁸ İngilizce'de “menkul kıymet”leri ifade etmek için kullanılan “*securities*” kelimesinin Türkçe'deki tam karşılığı “teminatlar” sözcüğüdür. Kavram için İngilizce'de kullanılan “*securities*” sözcüğünün ilk halinde “teminat altına alınmış borç yükümlülükleri”ni (*secured debt obligations*) ifade etmek için kullanılmış olduğu; zira 18. yüzyılda hükümet kurumları ve ticaret şirketlerince büyük miktarlarda “devredilebilir borç yükümlülükleri” (*transferable debt obligations*) ihraç edilerek sermaye sağlanmasının oldukça yaygın olduğu ve bu “devredilebilir borç yükümlülükleri”nin ihraççıların ödeme yükümlülükleri sahip oldukları malvarlığı değerleri ile teminat altına alınmış olduğundan “devredilebilir borç yükümlülükleri”nin kısaca “*securities*” olarak adlandırıldığı; ancak günümüzde “*securities*” kavramının teminat hakkı ile ilişkili bu anlamını tamamen yitirerek devredilebilir

benzer şekilde, söz konusu malvarlığı değerlerini, kıymetleri oluşturan pay ve borçlanma araçları gibi alacaklılık ve ortaklık hakları üzerinden tanımlandığı Amerikan²⁹ ve İngiliz hukuklarında³⁰ da, bu hakların fiziksel varlığa sahip senetlere bağlanması mecburiyeti öngörülmemiş olmakla birlikte³¹; ihraççıya karşı sahip olunan alacaklılık veya ortaklık haklarının menkul kıymet olarak nitelendirilebilmeleri için devredilebilir olma, seri halinde çıkarılma ve misli nitelikte olma ve yatırım aracı olarak kullanılma özelliklerine sahip olma şartlarının arandığı görülmektedir³².

Netice itibariyle; yeni SPKan. ile getirilen tanım doğrultusunda Türk hukukunda menkul kıymetleri, pay ve borçlanma araçları veya bunlara benzer nitelikler taşımaları 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 veya kıymetler olarak tanımlamak mümkündür³³.

Bu kapsamda, Türk sermaye piyasalarında herhangi bir fiziki belgeye basılmaksızın ihraç edilen “kaydi sermaye piyasası araçlarının” da birer menkul kıymet oldukları hususunda şüphe kalmamıştır. Ancak bunların, kıymetli evrak niteliğini haiz olup

finansal malvarlığı değerlerini ifade etmek için kullanıldığı belirtilmektedir. Bkz. Joanna Benjamin, **Financial Law** (Financial Law), Oxford University Press, New York 2007, s. 176, § 8.62.

²⁹ Amerikan hukukunda menkul kıymet kavramına ilişkin tanımlar ve açıklamalar için bkz. Amerika Birleşik Devletleri (ABD) Ticaret Kanunu (*US Uniform Commercial Code-UCC*) § 8-102(15); *Securities Act of 1933 Article 2(a)(1)*; *Securities Exchange Act of 1934 Article 3(a)(10)*; ALI&NCCUSL, **Uniform Commercial Code: Official Texts and Comments** (UCC Official Text and Comments), 2009-2010 Edition, WEST September 2009, § 8-102, comment 15, s. 742. Ayrıca bkz. O. K. Ünal, **Menkul Kıymetler**, s. 5-14.

³⁰ İngiliz hukukunda menkul kıymet kavramına ilişkin olarak bkz. Benjamin, **Interests in Securities**, § 1.02-1.03 s. 4.

³¹ Birer malvarlığı değeri olarak menkul kıymetlerin ve menkul kıymet piyasalarının tarihsel gelişimine bakıldığında, menkul kıymetlerin fiziksel varlığa sahip kağıtlara, evraklara bağlanmak suretiyle tedavülünün ve bu evrakların “kıymetli evrak” niteliğinin hukuken tanınmasının menkul kıymet kavramının ve menkul kıymet piyasalarının ortaya çıkışından çok daha sonra gerçekleştiği ve bu bakımdan birer malvarlığı değeri olarak menkul kıymetlerin kıymetli evrak özelliği taşımaları gerekliliği üzerinden tanımlanamayacağı hakkında bkz. James Steven Rogers, “Negotiability, Property and Identity” (*Negotiability*), **12 Cardozo Law Review**, 1990-1991, pp. 471-508, s. 471-478. Ayrıca bkz. Aşağıda, s. 94 vd..

³² **UCC Official Text and Comments**, § 8-102, comment 15, s. 742.

³³ Ülgen, Helvacı, Kendigelen, Kaya, op.cit., s. 32.

olmadıkları konusundaki tartışmalar ileride incelenecektir³⁴.

B. Aracılaştırılmış Menkul Kıymet

Türkçe'ye “aracılaştırılmış menkul kıymet” (*intermediated securities/securities held with an intermediary*) olarak çevirebileceğimiz kavram için, konuya ilişkin gerek milletlerarası hukuk düzenlemelerinde gerek milli hukuklarda gerekse milletlerarası doktrinde farklı ifadeler kullanılmaktadır.

“Aracılaştırılmış menkul kıymetler”i konu alan milletlerarası sözleşmelerden ilki olan ve aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin milletlerarası hak sahipliği ihtilaflarında uygulanacak kanunlar ihtilafi kurallarına yönelik düzenlemeler getiren 2006 tarihli “Aracı Kurumda Tutulan Menkul Kıymetlere İlişkin Bazı Haklara Uygulanacak Hukuka Dair Lahey Konvansiyonu”nda (Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu)(*The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held With an Intermediary-The Hague Securities Convention-HSC*)³⁵ “aracı kurumda tutulan menkul kıymetler” (*securities held with an intermediary*) kavramı tercih edilmiştir (m. 1(f)).

Aracılaştırılmış menkul kıymetleri konu alan ikinci milletlerarası sözleşme olan ve aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerinde hak sahipliğine, bu hakların iktisabına ve tasarrufuna yönelik maddi hukuka ilişkin düzenlemeler öngören 2009 tarihli “Aracılaştırılmış Menkul Kıymetlere İlişkin Maddi Hukuk Kuralları Hakkında UNIDROIT Konvansiyonu”nda ise (Cenevre Menkul Kıymetler Konvansiyonu) (*The UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities-The Geneva Securities Convention-GSC*)³⁶ “aracılaştırılmış menkul kıymetler” (*intermediated securities*) kavramı kullanılmıştır (m. 1(b)).

³⁴ Bkz. Aşağıda, s. 90 vd.

³⁵ Konvansiyon'un hazırlık çalışmaları ve nihai metni için bkz. (Çevrimiçi) http://www.hcch.net/index_en.php?act=conventions.text&cid=72, 12 Kasım 2013.

³⁶ Konvansiyon'un hazırlık çalışmaları ve nihai metni için bkz. (Çevrimiçi) <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/main.htm>, 12 Kasım 2013.

Aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hükümler ihtiva eden Avrupa Birliği düzenlemelerine bakıldığında, Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi'nde (FTD), “kaydi menkul kıymet” (*book-entry securities*) ifadesinin (FTD m. 2/1(g)); Avrupa Birliği Komisyonu bünyesinde halen çalışmaları sürdürülmekte olan “AB Menkul Kıymetler Hukuku Direktifi”nde (*Securities Law Directive-SLD*) taslak metnin³⁷ en güncel halinde ise “hesapta tutulan menkul kıymetler” (*account-held securities*) ifadesinin tercih edildiği görülmektedir.

Ayrıca milli hukuklara bakıldığında da yine kavramın farklı şekillerde ifade edildiği gözlemlenmektedir. Örneğin; İsviçre’de 2010 tarihinde yürürlüğe giren ve aracılaştırılmış menkul kıymetlerin hukuki rejimini düzenleyen 2008 tarihli “Aracılaştırılmış Menkul Kıymetlere İlişkin Federal Kanun”un (*Federal Act on Intermediated Securities-FISA*)³⁸ İngilizce tercümesinde, “aracılaştırılmış menkul kıymet” (*intermediated securities*) ifadesi tercih edilmişken (FISA m. 3); ABD Ticaret Kanunu’nda “menkul kıymet hakkı” (*securities entitlement*) kavramı benimsenmiştir (UCC § 8-102 (a)(17), § 8-501)³⁹.

Türk hukukunda ise “aracılaştırılmış menkul kıymetler”e ilişkin herhangi bir kanuni tanım veya özel bir düzenleme yer almamaktadır. Türk sermaye piyasalarında sadece, “kaydileştirme”⁴⁰ yöntemi ile birer kaydi hak haline getirilmiş menkul kıymetler bakımından “kaydi sermaye piyasası araçları” terimi kullanılmakta ve bunlara yönelik hukuki düzenlemeler bulunmaktadır⁴¹.

³⁷ Direktif’in hazırlık çalışmaları için bkz. (Çevrimiçi) http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm, 12 Kasım 2013. Direktif’e ilişkin en güncel taslak metin için bkz. (Çevrimiçi)

http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/securities/consultation_paper_en.pdf, 12 Kasım 2013.

³⁸ *Loi fédérale sur les titre intermédiés du 3 octobre 2008 (LTI) - Bundesgesetz über Bucheffekten vom 3. Oktober 2008 (Bucheffectengesetz-BEG) - (Federal Act on Intermediated Securities of 3 October 2008 - FISA)*. Kanunun Fransızca, Almanca ve resmi olmayan İngilizce çevirisi için bkz. (Çevrimiçi) <http://www.admin.ch/opc/en/classified-compilation/20061735/index.html>, 12 Kasım 2013.

³⁹ **UCC Official Text and Comments**, § 8-102(a)(17), § 8-501.

⁴⁰ “Kaydileştirme” kavramı ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Aşağıda, s. 31 vd..

⁴¹ Bkz. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu m. 13; Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulması ve Esasları Hakkında Tebliğ m. 4 (Sermaye Piyasası Kurulu Seri: IV No: 28) (RG. 22.12.2002-24971) (Son değişiklik RG. 4.7.2013 – 28697). Değişiklikler eklenmiş konsolide metin için bkz. (Çevrimiçi) <https://www.mkk.com.tr/wps/wcm/connect/9e7f7ec8-d197-4b04-bf40>

Ancak ileride ayrıntısı ile inceleyeceğimiz üzere, “aracılaştırılmış menkul kıymetler” kavramı, sadece “kaydileştirme” yöntemi ile tamamen kaydi hale getirilmiş kaydi menkul kıymetler için kullanılmamaktadır. Aracılaştırılmış menkul kıymetler kavramı; hem tamamen kaydi hale getirilmiş kaydi menkul kıymetleri hem de “hareketsizleştirme”⁴² yöntemi ile menkul kıymetlerin bağlandıkları senetlerin varlığını koruduğu sistemlerde menkul kıymet hesapları ile saklanan ve işlem gören menkul kıymetleri kapsamına alan üst bir kavramdır. Başka bir ifade ile, Türk hukukunda kullanılan kaydi sermaye piyasası araçları veya kaydi menkul kıymetler, aracılaştırılmış menkul kıymetler kategorisine girmekle birlikte, aracılaştırılmış menkul kıymetler bunlardan ibaret değildir.

Çalışmamızda, bu birbirinden farklı ifadeler arasından “aracılaştırılmış menkul kıymet” ifadesinin tercih edilmesindeki sebeplerden birisi, işte “kaydi menkul kıymetler” ile arasındaki bu anlam farklılığına dikkat çekmektir. Bir diğer sebep ise, kavramın, aşağıda genel hatları ile üzerinde duracağımız, finansal piyasalarda menkul kıymetlerin “aracılaştırılmış sistem” dahilinde saklanması ve işlem görmesi neticesinde ortaya çıkmış olması ve bu sebeple bir kavram birliğinin sağlanmasıdır. Yine önem arz eden diğer sebep de, milletlerarası konvansiyonlarda ve literatürde “aracılaştırılmış menkul kıymetler” kavramının daha sıklıkla tercih edilmiş olmasıdır⁴³.

Her ne kadar “aracılaştırılmış menkul kıymet” kavramı milletlerarası, bölgesel ve milli hukuk düzenlemelerinde farklı şekillerde isimlendirilse de, kavramın karşılığı olarak yapılan tanımlamalar ve kullanılan unsurlar birbirleri ile paralellik arz etmektedir.

[b001a5c352eb/Teblig.pdf?MOD=AJPERES](#), 12 Kasım 2013. Ayrıntılı bilgi için bkz. Aşağıda, s. 80 vd.

⁴² “Hareketsizleştirme” kavramı ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Aşağıda, s. 30 vd.

⁴³ “Aracılaştırılmış menkul kıymet” kavramına yönelik olarak farklı isimlendirmelerle ilgili daha ayrıntılı analiz ve tartışmalar için bkz. Arianna Pretto-Sakmann, **Boundaries of Personal Property: Shares and Sub-Shares**, Hart Publishing, Oxford and Portland, 2005, s. 49-59.

Gerek Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu (m. 1(1)(f)), gerek Cenevre Menkul Kıymetler Konvansiyonu (m. 1(b)), gerek AB Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi (m. 2(1)(g)) ve gerek İsviçre Aracılaştırılmış Menkul Kıymetlere İlişkin Federal Kanun (FISA m. 3(1)) ile ABD Ticaret Kanunu'nun (UCC § 8-102 (a)(17)) “aracılaştırılmış menkul kıymetler”i tanımlayan hükümlerine bakıldığında, aracılaştırılmış menkul kıymetleri; “*menkul kıymetlerin bir aracı kurum tarafından yürütülen menkul kıymet hesabına alacak kaydedilmesi (alacaklandırılması) neticesinde hesap sahibinin bu menkul kıymetlere ilişkin olarak sahip olduğu hak ve menfaatler*” şeklinde tanımlamak mümkündür.

Bu tanımdan hareketle, aracılaştırılmış menkul kıymetleri tanımlayan ve meydana getiren unsurlar; (1) menkul kıymetler, (2) bir menkul kıymet hesabı (*securities account*)⁴⁴, (3) menkul kıymet hesabında gerçekleştirilen alacak kaydı (hesabın alacaklandırılması) (*credit*)⁴⁵ ve (4) söz konusu menkul kıymet hesabını yürüten bir aracı kurum (*intermediary*)⁴⁶ olarak sıralanabilir.

⁴⁴ “Menkul kıymet hesabı” (*securities account*); aracılaştırılmış menkul kıymetlerin alacaklandırma veya borçlandırma kayıtları ile diğer işlemlerle ilgili gerekli kayıtların gerçekleştirildiği kanuni veya sözleşmesel bir araç olarak tanımlanmaktadır. Buna göre, menkul kıymet hesabı, bir aracı kurum ile o aracı kurumun müşterisi arasında kurulan ve fiziksel bir lokasyonu bulunmayan bir hukuki ilişkidir. Bkz. John J. A. Burke, Anatoly Ostrovskiy, “The Intermediated Securities System: Brussels I Breakdown”, **The European Legal Forum**, Issue 5, 1/2-2007, Section I, pp. I-1-II-9, s. II-8. “Menkul kıymet hesabı” kavramı, Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu (m. 1(1)(b)) ile Cenevre Menkul Kıymetler Konvansiyonu'nda (m. 1(c)) da bu tanıma paralel surette ve aynı ifadelerle, “*menkul kıymetlerin alacak veya borç olarak kaydedildiği bir aracı kurum tarafından yürütülen hesap*” şeklinde tanımlanmıştır.

⁴⁵ “Hesabı alacaklandırma” (*credit*) veya “hesabı borçlandırma” (*debit*); birer muhasebe terimidir. Bir hesap çizelgesinin sol tarafına (borç tarafına) kayıt yapma işlemine, “hesabı borçlandırmak”; sağ tarafına (alacak tarafına) kayıt yapma işlemine “hesabı alacaklandırmak” denmektedir. Bkz. Hasan Alkan, “Muhasebe-Hesap Kavramı”, (Çevrimiçi) http://ormanweb.sdu.edu.tr/dersler/halkan/lisans_muhasebe/Muhasebe_5.pdf, 12 Kasım 2013.

⁴⁶ “Aracı kurum” (*intermediary*), gerek Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu (m. 1(1)(c)) gerekse Cenevre Menkul Kıymetler Konvansiyonu'nda (m. 1(d)) aynı şekilde tanımlanmıştır. Buna göre, “aracı kurum” (*intermediary*); “*işi veya diğer olağan faaliyetleri gereği üçüncü kişilere veya hem üçüncü kişilere hem kendi hesabına menkul kıymetler hesabı yürüten ve bu sıfat ile hareket eden kişi*” olarak tanımlanmaktadır. Bu tanıma göre; “aracı kurum” olarak nitelendirilmek için temel kriter, menkul kıymet hesabı sağlanması ve yürütülmesi ve menkul kıymetlere ilişkin işlemlerin bu hesap üzerinden gerçekleştirilmesidir. Başkaları ve/veya kendi hesaplarına menkul kıymet hesabı sağlayan ve yürüten “aracı kurumlar”a örnek olarak; Merkezî Saklama Kuruluşları, Uluslararası Merkezî Saklama Kuruluşları, takas ve uzlaşma kuruluşları, merkez bankaları, bankalar, yatırım şirketleri, brokerlar (borsa simsarları) ve finansal aracı kurumlar gösterilebilir. Bir “aracı kurum”, kendisine menkul kıymet hesabı sağlayan ve yürüten başka bir aracı kurum bakımından “hesap sahibi” sıfatına sahipken, kendisinin menkul kıymet hesabı sağladığı müşterileri bakımından “aracı kurum” sıfatıyla hareket etmektedir. Bkz. Roy Goode, Hideki Kanda, Karl Kreuzer, **Explanatory Report on the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with**

Dolayısıyla, bir aracı kurum tarafından sağlanan ve yürütülen bir menkul kıymetler hesabına alacaklandırılan menkul kıymetler, bu alacaklandırma kaydı ile birlikte başkaca hiçbir şarta gerek kalmaksızın “aracılaştırılmış menkul kıymet” haline getirilmekte ve bundan sonra aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hukuki rejime tabi olmaktadır.

Tanıma göre, aracılaştırılmış menkul kıymetler, “hesap sahibi”nin (*account-holder*)⁴⁷, menkul kıymetlerin bir menkul kıymet hesabına alacaklandırılması

an Intermediary (Hague Explanatory Report), Hague Conference on Private International Law, The Netherlands 2005, s. 33 § 1-10-1-12; UNIDROIT, **Draft Official Commentary on the Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities (UNIDROIT Draft Official Commentary)**, CONF. 11/2-Doc. 5, Ed. By Hideki Kanda/Charles Mooney/Luc Thevenoz/Stephane Beraud, 2009, s. 6-8 § 1-21-1-28. Türk hukukunda ise, Mülga 2499 sayılı SPKan.nun 3. maddesi ve Kaydileştirme Tebliği'nin 4. maddesi uyarınca “aracı kuruluş”; “*aracı kurum ve bankalar*” olarak tanımlanmıştır. Ancak 6362 sayılı SPKan.da “aracı kuruluş” kavramı kullanılmamış ve tanımlanmamıştır. Bunun yerine SPKan. m. 3(a) 'nın 37. maddeye yaptığı atıf uyarınca “aracı kurum”; “*sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi*” hizmet ve faaliyetlerinde bulunmak üzere “*SPK tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşu*” olarak tanımlanmış ve yine 6362 sayılı SPKan. m. 3 (v) uyarınca “yatırım kuruluşu”; “*aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları ve bankalar*” olarak tanımlanmıştır. Bu çerçevede her ne kadar henüz Kaydileştirme Tebliği bu bakımdan 6362 sayılı SPKan.na uyumlaştırılmamış olsa da kanaatimizce Kaydileştirme Tebliği'nde geçen ve kapsamına “aracı kurum”u da dahil eden “aracı kuruluş” kavramının yeni Kanun'a uygun olarak “yatırım kuruluşu” olarak anlaşılması gerekmektedir. Türk hukuku da dahil olmak üzere, pek çok milli hukuk sisteminde merkezi saklama kuruluşları, “aracı kurum” olarak tanımlanmamaktadır (SPKan. m. 3(a) ve m. 37). Ancak hem Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu (m. 1(4)), hem de UNIDROIT Menkul Kıymetler Konvansiyonu'nda (m. 1(d)), merkezi saklama kuruluşları da aracı kurum tanımına dahil edilmişlerdir.

⁴⁷ “Hesap sahibi” (*account-holder*), Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu (m. 1(1)(d)) ve Cenevre Menkul Kıymetler Konvansiyonu'nda (m. 1(e)) benzer şekilde tanımlanmıştır. Buna göre “hesap sahibi (*account holder*); “*bir aracı kurum tarafından adına menkul kıymet hesabı yürütülen ve kendi veya başkaları hesabına hareket eden kişi*” olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla, başka bir aracı kurumda menkul kıymet hesabı bulunan ve ister kendi nam ve hesabına ister müşterileri hesabına isterse her ikisi hesabına hareket eden “aracı kurum”lar da “hesap sahibi”dir. Bu nedenle, tüm “hesap sahipleri”, finansal piyasalarda anlaşıldığı ve tanımlandığı şekliyle “yatırımcı” değildir. “Nihaî hesap sahibi” (*ultimate account-holder*) ise, sistemin en alt kademesinde bulunan aracı kurum tarafından adına menkul kıymet hesabı açılan gerçek veya tüzel kişidir. Başka bir deyişle, “nihaî hesap sahibi”, geleneksel elde tutma sisteminde senede bağlanmış menkul kıymetlerin zilyetliğini elinde tutmak suretiyle hukuken o menkul kıymetin mülkiyetine sahip olan veya senede bağlanmamış menkul kıymetler bakımından isminin ihraççının defterlerinde yer alması ile o menkul kıymet üzerinde hak sahibi olan gerçek veya tüzel kişi iken, aracılaştırılmış elde tutma sisteminde, bir aracı kurumda menkul kıymet hesabı vasıtasıyla bu menkul kıymetlere sahip olan gerçek veya tüzel kişidir. Bu nedenle çalışmamızda, sistemin en alt kademesinde bulunan yatırımcıdan bahsederken “nihaî hesap sahibi” ifadesi kullanılmaktadır. Bkz. Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 34 Int. 1-20; **UNIDROIT Draft Official Commentary**, s. 8 § 1-29, Luc Thevenoz, “Intermediated

neticesinde sahip olduğu haklardan oluşan gayri maddi malvarlığı değerleridir. Bu bakımdan, bir menkul kıymet hesabına, hesap sahibi nam ve hesabına alacaklandırılan menkul kıymetlerin fiziksel formda senede bağlanmak suretiyle ihraç edilmiş fiziki menkul kıymetler veya senede bağlanmamış kaydi formda ihraç edilmiş menkul kıymetler olmaları, aracılaştırılmış menkul kıymetlerin oluşumu bakımından bir önem arz etmediği gibi; ihraç edilen menkul kıymetlerin formu, aracılaştırılmış menkul kıymetlerin gayri maddi bir malvarlığı değeri teşkil ettiği hususunda da bir fark yaratmamaktadır. Burada önemli olan, hangi formda ihraç edilmiş olursa olsun, menkul kıymetlerin bir menkul kıymet hesabına alacak olarak kaydedilmiş olmasıdır.

Ancak her milli hukuk sisteminde, aracılaştırılmış menkul kıymetler, yani menkul kıymetlerin bir menkul kıymet hesabına alacaklandırılması neticesinde hesap sahiplerinin menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliği farklı hukuki nitelendirmelere tabi tutulmakta ve bu hakların muhtevasına ilişkin hukuki düzenlemeler farklı hükümler öngörmektedir. Dolayısıyla gayri maddi bir malvarlığı değeri niteliğinde olan aracılaştırılmış menkul kıymet kavramı esasen, milli hukuklarda yer alan tüm bu farklı hukuki nitelendirmeleri kapsamına alan jenerik, çatı bir kavram olarak üretilmiştir.

Çalışmamızın ikinci bölümünde, çeşitli hukuk sistemlerinde aracılaştırılmış menkul kıymetlerin, başka bir deyişle, hesap sahiplerinin menkul kıymetleri üzerindeki hak sahipliklerinin ne şekilde nitelendirildiği ve muhtevası incelenecek ve üçüncü bölümde de bu farklı nitelendirmelerden kaynaklanan kanunlar ihtilafi sorunlarının çözümü için önerilen yaklaşımlar ele alınacaktır.

Fakat aracılaştırılmış menkul kıymetlerin unsurlarının ve bu bağlamda hesap sahiplerinin menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliklerinin anlam ve muhtevasının tam olarak anlaşılabilmesi için öncelikle bu kavramın hangi ihtiyaçlar ve hangi şartlar dahilinde oluştuğunun incelenmesi gerekmektedir. Bu bağlamda aşağıda,

Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law” (Legal Risk), *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, Volume 13, 2008, pp. 384-452, s. 404.

menkul kıymet piyasalarında gerçekleşen yapısal ve operasyonel değişikliklerin bir neticesi olarak karşımıza çıkan ve aracılaştırılmış menkul kıymetler kavramını doğuran “aracılaştırılmış elde tutma sistemi”nin yapısı ve özellikleri incelenecektir.

II. ARACILAŞTIRILMIŞ ELDE TUTMA SİSTEMİ

A. Genel Bilgi

“Aracılaştırılmış menkul kıymet” kavramı, özellikle milletlerarası menkul kıymet ticaretine olan ilginin artmasıyla, menkul kıymet piyasalarındaki işlem hacminde beliren yoğunluk neticesinde bu işlemlerin etkin ve hızlı bir şekilde tamamlanması yönündeki ihtiyaçların karşılanması amacıyla, menkul kıymet piyasalarının yapısal ve operasyonel olarak yaşadığı zorunlu değişiklik ile ortaya çıkmıştır. Global piyasalarda menkul kıymet işlemlerinde ihtiyaç duyulan hızın ve etkinliğin sağlanması amacıyla, piyasaların teknolojik araçlarla desteklenmesi piyasalarda bilişim devrimine sebebiyet vermiştir. Bilgi teknolojilerinin sermaye piyasalarına hakim olması neticesinde, menkul kıymet piyasalarında yatırımcıların “geleneksel elde tutma sistemi”(traditional holding system) çerçevesinde pozisyon almaları ve işlem yapmaları usulü terk edilerek “aracılaştırılmış elde tutma sistemi”(intermediated holding system)⁴⁸ olarak adlandırılan çok kademeli bir sisteme geçilmiştir.

⁴⁸ Konuya ilişkin pek çok çalışmada; “geleneksel elde tutma sistemi”, “doğrudan elde tutma sistemi”(direct holding system); “aracılaştırılmış elde tutma sistemi” ise “dolaylı elde tutma sistemi”(indirect holding system) veya “kaydi sistem”(book-entry system) olarak ifade edilmektedir. Ancak “aracılaştırılmış elde tutma sistemi”nin farklı ülke uygulamalarında, menkul kıymet hesabı sahiplerinin hesaba alacaklandırılmış menkul kıymetlere yani aracılaştırılmış menkul kıymetlere yönelik hak sahiplikleri, iç hukuk düzenlemelerinde “doğrudan hak sahipliği”(direct ownership) ve “dolaylı hak sahipliği”(indirect ownership/multi-tiered entitlement) olarak ikiye ayrıldığından ve bu husus doğrudan-dolaylı kavramları ile ifade edildiğinden, kavramların birbirleri ile karışmasını engellemek adına çalışmamızda, “geleneksel elde tutma sistemi” ve “aracılaştırılmış elde tutma sistemi” ifadeleri tercih edilmiştir. Nitekim bu sisteme ilişkin kanunlar ihtilâfi kurallarının uyumlaştırılması çalışması olan Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu’nun çerhinde ve maddî hukuk kurallarının uyumlaştırılması çalışması olan Cenevre Menkul Kıymetler Konvansiyonu’nda da “aracılaştırılmış elde tutma sistemi” kavramı tercih edilmiştir. “Kaydı sistem”(book-entry system) tabiri ise, bu tabirin, kâğıt dolaşımının azaltılması tekniklerinden birisi olarak kullanılan “kaydıleştirme”(dematerialisation) ile çok benzer bir ifade olması ve bu bakımdan karışıklığa sebebiyet verebilme ihtimali nedeniyle tercih edilmemiştir.

İşte, yukarıda tanımlandığı üzere aracı kurumlar tarafından yürütülen menkul kıymet hesaplarında tutulan aracılaştırılmış menkul kıymetler kavramı, menkul kıymet piyasalarında, geleneksel elde tutma sisteminden aracılaştırılmış elde tutma sistemine geçiş ile ortaya çıkmıştır.

Bu nedenle aracılaştırılmış menkul kıymet kavramına, başka bir deyişle, menkul kıymetlerin bir menkul kıymet hesabına alacaklandırılması neticesinde hesap sahiplerinin menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin hukuki niteliğine ilişkin değerlendirmelerden önce, bu kavramın doğduğu aracılaştırılmış elde tutma sisteminin hangi ihtiyaçlarla ortaya çıktığı, sistemin yapısı ve özelliklerinin incelenmesi gerekmektedir.

Bu bağlamda hemen aşağıda öncelikle aracılaştırılmış sistemin ortaya çıkışı ve bu kapsamda geleneksel sistem ve geleneksel sistemin piyasalarda yarattığı sorunlar ele alınacak ve ardından sistemin özellikleri ve yapısı üzerinde durulacaktır.

B. Aracılaştırılmış Sistemin Ortaya Çıkışı

Finansal piyasalarda menkul kıymetlerin elde tutulması (*holding*), saklanması (*custody*)⁴⁹, işlem görmesi (*trading*)⁵⁰ ve takası (*settlement*)⁵¹ yakın bir tarihe kadar,

⁴⁹ “Saklama” (*custody*), menkul kıymetlerin ve diğer finansal araçların başkaları adına muhafazası ve idaresi olarak tanımlanmaktadır. Bkz. Bank for International Settlements, Committee on Payment and Settlement Systems, A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems (BIS Glossary), March 2003, s. 18; (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/cpss00b.pdf>, 12 Kasım 2013. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda da “saklama hizmeti”, “*sermaye piyasası faaliyetleri sebebiyle veya emanetçi sıfatıyla veya idare etmek için veya teminat olarak veya her ne nam altında olursa olsun, sermaye piyasası faaliyetleriyle ilişkili olarak kayden veya fiziken tevdi veya teslim edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin hizmetler*” olarak tanımlanmıştır (SPKan. m. 3(1)(s)).

⁵⁰ İkincil menkul kıymet piyasalarında tarafların, menkul kıymetlerin alım-satımına veya bunlar üzerinde teminat hakkı tesisine ilişkin anlaşmaya varmaları “işlem görme” (*trading*) olarak adlandırılmaktadır. Menkul kıymet ticaretinin bu aşaması, sadece tarafların satım veya teminat sözleşmesi üzerinde anlaşmalarını yani borçlandırıcı işlemi içermekte; karşılıklı edimlerin ifasını içermemektedir. Bu nedenle trading, uygulamada “ön ofis faaliyeti” (*front office activity*) olarak da isimlendirilmektedir. Bkz. Benjamin, **Interests in Securities**, s. 22 § 1.76.

⁵¹ Öncelikle belirtmek gerekir ki, sermaye piyasalarında kullanıldığı şekliyle “takas” (*settlement*) kavramı, borçlar hukuku anlamında, borcun sona erdirilmesi yöntemlerinden birisi olan “takas” kavramından farklıdır. Sermaye piyasalarında takas, operasyonel bir kavram olarak kullanılmakta ve bu ifadenin kullanılması, işlemin hukuki niteliğine ilişkin olarak herhangi bir tercihi yansıtmamaktadır. Sermaye piyasalarında “takas”, menkul kıymet işlemlerinde, işlem (*trading*) konusu menkul kıymetlerin transfer edilmesi ve karşılığında anlaşma bedelinin ödenmesiyle işlemin

“geleneksel (doğrudan) elde tutma sistemi” (geleneksel sistem) (*traditional (direct) holding system*) olarak adlandırılan sistem içerisinde gerçekleştirilmekte idi.

Bu sistemde, menkul kıymet sahipleri yatırımcılar ile ihraççılar arasında “doğrudan” bir ilişki tesis edilmekteydi.

Şöyle ki, genel itibarıyla menkul kıymetler, hak sahipliğinin iktisabı ve devri bakımından, “nama yazılı menkul kıymetler” (*registered securities*) ve “hamiline yazılı menkul kıymetler” (*bearer securities*) olarak ikiye ayrılmaktadır. “Hamiline yazılı menkul kıymet”ler, hak sahipliğinin sadece fiziksel senetlerle temsil edildiği, ihraççının senedin hamiline yani senedin zilyetliğini elinde bulunduran kişiye karşı yükümlülük altına girdiği ve dolayısıyla ihraççının menkul kıymet sahiplerine ilişkin olarak bireysel hak sahipliği kayıtları tutmadığı menkul kıymetlerdir⁵². “Nama yazılı menkul kıymetler”de (*registered securities*) ise, ihraççı, ya kendisi bizzat veya hisse senetleri veya tahvillerin ihraç, mülkiyet ve itfa işlemlerinin tescili ile görevlendirdiği bir banka veya mali kurum yani kısaca bir “tescil yetkilisi” (*registrar*) marifetiyle, hak sahiplerinin kimliklerinin kaydedildiği, örneğin nama yazılı hisse senetleri bakımından “pay defteri” gibi, bir sicil kaydı (*register*) tutmaktadır. Nama yazılı menkul kıymetlerin ihracında basılan belgeler, bazı milli hukuk sistemlerinde, örneğin; İngiliz hukuku, o menkul kıymeti temsil eden senet hükmünde görülürken, bazı milli hukuk sistemlerinde ise sadece bir ispat aracı işlevi görmektedir⁵³.

tamamlanması olarak tanımlanmaktadır. Bkz. BIS Glossary, s. 45. Takas, işlemin yani tradingin taraflarının karşılıklı olarak anlaşmadan kaynaklanan devir ve ödeme yükümlülüklerini ifa ettikleri aşamadır. Başka bir deyişle takas, menkul kıymet ticaretinde o ticarete ilişkin işlemin tasarruf işleminin gerçekleştirildiği süreçtir. Bu anlamda takas bir “arka ofis faaliyeti”dir (*back office activity*). Bkz. The Giovannini Group Report, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union (Giovannini Report 2001), Brussels, November 2001, s. 4-19, (Çevrimiçi) http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf, 12 Kasım 2013; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 20 § 1.67.

⁵² Bkz. TTK m. 489

⁵³ Bu sicildeki kayıtlar, menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliği bakımından, İngiliz hukukunda olduğu üzere nihai olabildiği gibi, Türk hukukunda olduğu üzere gerçek hak sahipliği durumunu yansıtmayabilir. Zira İngiliz hukukunda, nama yazılı menkul kıymetlerin ihracında basılan belgeler, o menkul kıymeti temsil etmez, sadece birer ispat aracıdır. Bu nedenle bu belgelerin devri, tek başına devralana hak sahipliğini kazandırmaz. Bkz. Companies Act 1985, Section. 22: “(1) *The subscribers of a company's memorandum deemed to have agreed to become members of the company, and on its registration shall be entered as such in its register of members. (2) Every other person who agrees to*

Geleneksel sistemde, yatırımcılar menkul kıymetleri temsil veya ispat eden senetlerin doğrudan veya bir banka ya da broker aracılığı ile dolaylı zilyetliğini ellerinde bulundurmakta ve nama yazılı menkul kıymetler bakımından da ihraççının hak sahipliği siciline doğrudan kaydolmaktaydılar.

Bankalar ve brokerlar tarafından yürütülen saklama hizmeti, kendilerine tevdi edilen menkul kıymetleri her bir müşterisi yani mudi adına münferit seri numaralarını kaydederek saklama yöntemi olan “münferit saklama” şeklinde, “alelade saklama (vedia)” hükümlerine⁵⁴ göre yürütülmekte idi. Dolayısıyla saklama hizmeti, ihraççı ile yatırımcı arasındaki ilişkinin “doğrudanlığı”na etki etmemekte idi⁵⁵.

become a member of a company, and whose name is entered in its register of members, is a member of the company”. Ayrıca bkz. Roy Goode, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities” (Dematerialised and Immobilised Securities), in: Fidelis Odith (ed.), **The Future for the Global Securities Market: Legal and Regulatory Aspects**, Oxford 1996, pp. 107-130, s. 109; Christophe Bernasconi, The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, Preliminary Document no. 1 to the Hague Conference on Private International Law (Preliminary Document no.1), November 2000, s. 2 dn. 4, 9 dn.36, (Çevrimiçi) http://hcch.e-vision.nl/upload/sec_pd01e.pdf, 12 Kasım 2013; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 32 § 2.07; Joanna Benjamin, Madeleine Yates, Gerald Montegu, **The Law of Global Custody**, 2. Edition, Butterworths, 2002, s. 8 § 1.15; Eva Micheler, “The Legal Nature of Securities: Inspirations from Comparative Law” (Legal Nature of Securities), in: Louise Gullifer/Jennifer Payne (ed.), **Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues**, Hart Publishing, Oxford 2010, pp. 131-149, s. 134; Eva Micheler, “Farewell Quasi-Negotiability? Legal Title and Transfer of Shares in a Paperless World (Quasi-Negotiability)”, **The Journal of Business Law**, London, Sweet&Maxwell, 2002, pp. 358-378, s. 358-359. Türk hukukunda ise, nama yazılı menkul kıymetlerin ihracında basılan belgeler o menkul kıymeti oluşturan hakları temsil ettiğinden, kıymetli evrak vasfını haiz senet niteliğinde kabul edilmekte ve dolayısıyla ciro ve zilyetliğin devri ile menkul kıymet üzerinde aynı hak iktisap edilmektedir (TTK m. 490).

⁵⁴ “Alelade saklama (vedia)” (*depositum*), ferden muayyen malın muhafazasını ve belirli bir süre sonra veya talep edildiğinde aynen iadesini sağlayan bir sözleşmedir. Alelade vediada, vedia veren mal üzerindeki mülkiyet hakkını devretmemektedir. Vedia alanın kendisine muhafaza edilmek üzere, “ferden tayin edilerek” tevdi edilmiş malı “aynen iade” yükümlülüğü mevcuttur. Dolayısıyla alelade vediada vedia alan, tevdi konusu malı kendisinin veya bir başka müşterisinin benzer türde malvarlığı ile karıştıramaz. Sonuç itibarıyla vedia verenin tevdi edilen mal üzerinde “izlenebilir mülkiyet hakkı” devam etmektedir (TBK m. 561, OR 472, BGB § 700). Zahit İmre, “Alelade Vedia” (Alelade Vedia), **Mahmut Reşat Seviğ’e Armağan**, İstanbul 1956, s. 214-223; Mustafa Tiftik, **Türk Hukukunda Vedia Sözleşmesi**, Yetkin Yayınları, 2007, s. 29-38.

⁵⁵ Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 2; UNIDROIT Preliminary Draft Convention on Harmonized Substantive Rules Regarding Securities Held with an Intermediary-Explanatory Notes (UNIDROIT Explanatory Notes), Rome, December 2004, § 2 s. 4, (Çevrimiçi) <http://www.unidroit.org/english/documents/2004/study78/s-78-019-e.pdf>, 12 Kasım 2013; Randall D. Guynn, N.J. Marchand, “Transfer or Pledge of Securities Held Through Depositories” (Transfer or Pledge of Securities), in: Hans van Houtte (ed.), **The Law of Cross-Border Securities Transactions**, London 1999, s. 51; Matthias HAENTJENS, **The Law Applicable to Indirectly Held Securities: The Plumbing of International Securities Transactions**, Sdu Uitgevers, the Hague 2006, s. 16.

Bu sistemde menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin devri veya teminat hakkı sağlanması gibi işlemlerin takas işlemleri de, menkul kıymetleri temsil veya ispat eden belgelerin zilyetliğinin devri ve nama yazılı menkul kıymetlerde ihraççının hak sahipliği sicilindeki kayıtların değiştirilmesini gerektirmekteydi⁵⁶.

Menkul kıymetleri temsil veya ispat eden belgelerin fiziki olarak saklanması ve yine takas işlemlerinin defiziki olarak, senetlerin dolaşımı ile gerçekleştirilmesine dayanan bu sistem, esasen ortaklık ve alacaklılık haklarından oluşan gayri-maddi malvarlığı değerleri olan menkul kıymetlerin sahiplerinin hukuki anlamda kıymetli evrak ve dolayısıyla eşya hukuku kurallarının öngördüğü korumadan faydalanmasını sağlamıştır⁵⁷.

Ancak bu senetlerin basımı ve fiziki saklama, uzak mesafelere teslimde yolculuk, sahteciliğin önlenmesi için geliştirilen özel basım teknikleri, çalınma ve kaybolma riskine karşı alınan önlemler, ihraççıların menkul kıymet sahiplerinin bulunduğu ülkelerde tescil şubeleri açmaları ve tescil işlemleri için yapılan masraflar menkul kıymet ticaretini oldukça riskli ve pahalı bir yatırım yöntemi haline getirmekte idi⁵⁸.

Bunların yanı sıra fiziksel takas, “takas sürecinden kaynaklanan likidite riski” (*pipeline liquidity risk*) olarak adlandırılan ve takas sürecinde çok fazla aracının yer alması, bu araçlar arasındaki zincirde oluşabilecek boşluklardan ötürü gecikmelerin yaşanması ve özellikle milletlerarası ticarete mesafelerin uzak olması nedeniyle sürecin ve sürelerin daha da uzaması nedeniyle, tarafların karşılıklı edimlerine

⁵⁶ BERNASCONI, Preliminary Document no. 1, s. 2, UNIDROIT Explanatory Notes, s. 4.

⁵⁷ Tarihsel gelişim olarak menkul kıymetlerin maddî olmayan malvarlığı değerleri oldukları konusunda bkz. Aşağıda, s. 94 vd.

⁵⁸ Randall D. Guynn, **Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws** (Modernizing Securities Ownership), A Discussion Paper on the Need for International Harmonization, Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association 1996, p. 15; Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 110; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 2; Giovannini Report 2001, s. 8; Maisie Ooi, **Shares and Other Securities in the Conflict of Laws** (Shares), Oxford University Press, New York 2003, s. 96; Louise Gullifer, “Ownership of Securities: The Problems Caused by Intermediation”, in: Louise Gullifer/Jennifer Payne (ed.), **Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues**, Hart Publishing, Oxford 2010, pp. 1-32, s. 2.

kavuşmayı bekledikleri bu süreçte söz konusu varlıkları kullanamamalarından ötürü kaybettikleri olası kazanç maliyeti riskine sebep olmaktadır⁵⁹.

Taşıdığı tüm bu risklere rağmen işleyen, menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğinin ihraççıdan doğrudan edinilmesine ve menkul kıymetlerin fiziki olarak saklanması ve tasarruf işlemlerinin fiziki takasla gerçekleştirilmesine dayalı bu sistem, 1960'lardan itibaren gerek iç piyasalarda menkul kıymetlere yatırımın artması sebebiyle işlem hacminin büyümesi gerekse yatırımcıların globalleşme ile birlikte yabancı piyasalara artan ilgileri neticesinde menkul kıymetlerin milletlerarası ticaretinin ve dolayısıyla milletlerarası takas işlemlerinin giderek yoğunlaşması sonucunda gerek lojistik gerekse iş gücü ve zaman bakımından altından kalkılamayacak oranlarda kâğıt yüküne sebebiyet vermiş ve 1960'ların sonlarında Amerika Birleşik Devletleri'nde "kırtasiye krizi"nin (*paperwork crisis/paperwork crunch*) patlamasına neden olmuştur. Bu krizin bir benzeri de 1987 yılında İngiltere'de de yaşanmıştır⁶⁰.

Menkul kıymet piyasalarında global düzeyde yaşanan bu krizler, hızlı, etkin ve ucuz bir takas sistemine olan ihtiyacı ortaya çıkarmış ve sonuçta "aracılaştırılmış elde tutma sistemi" olarak isimlendirilen, aracı kurumlardan oluşan, menkul kıymetlerin bilgisayar sistemleri yardımıyla "kaydî form"da (*book-entry form*) elde tutulmasına ve saklanmasına, işlem görmesine ve takasına imkân veren karmaşık ancak modern bir sistemin gelişimine sebep olmuştur.

⁵⁹ Euroclear Operations Centre, Cross-Border Clearance, Settlement, and Custody: Beyond the G30 Recommendations (Beyond G30), Brussels 1993, s. x-xiii, 9-11, 14; Guynn, Modernizing Securities Ownership, s. 16; Goode, Dematerialised and Immobilised Securities, s. 108; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 2.

⁶⁰ Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 12; Benjamin, **Interests in Securities**, § 1.68 s. 20; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 4.

C. Aracılaştırılmış Sistemin Özellikleri

1. Genel Bilgi

Geleneksel sistem çerçevesinde fiziksel takasın, menkul kıymet piyasalarında ticaret hacmindeki büyük artış ve özellikle globalleşmeyle birlikte yatırımcıların yabancı sermaye piyasalarına olan ilgilerinin artması karşısında beklentileri karşılamakta yetersiz kalması ve yol açtığı krizler, menkul kıymet takasına ilişkin hukukî, düzenleyici ve operasyonel birçok yeniliğin ve teknolojik gelişimin tetikleyicisi olmuştur.

Fiziksel takasın gerektirdiği kağıt yani belge dolaşımının bertaraf edilmesi ve bu suretle takas faaliyetlerinin hızlı, etkin ve risksiz bir işleyişe kavuşturulması amacıyla; öncelikle “menkul kıymet takas ve kliring sistemleri” (*securities clearance and settlement systems*) geliştirilmiştir⁶¹. Böylece menkul kıymet işlemlerinin takasının fiziksel olarak menkul kıymetleri temsil veya ispat eden belgelerin teslimi ve/veya ihraççının hak sahipliği sicilindeki kayıtların değiştirilerek tamamlanması yerine, menkul kıymet hesaplarında elektronik veri girişleriyle bilgisayarlar üzerinden gerçekleştirilmesi sağlanmıştır.

Elektronik takasın etkinleştirilebilmesi için ise, “Ulusal Merkezi Saklama Kuruluşları” (*Central Securities Depository-CSDs*) ve “Uluslararası Merkezi Saklama Kuruluşları” (*International Central Securities Depository-ICSDs*) kurulmuş

⁶¹ “Menkul kıymet takas sistemi” (*securities settlement system*), dar anlamıyla, menkul kıymetlerin, ödeme karşılığı veya teminat işlemlerinde olduğu üzere ödeme yapılmaksızın transferini sağlayan sistem olarak tanımlanmaktadır. Bkz. BIS Glossary, s. 44. Geniş anlamıyla “menkul kıymet takas sistemi” ise, menkul kıymet işlemlerinin onayı, kliringi ve takası ve menkul kıymetlerin saklanması hizmetlerine ilişkin tüm kurumsal faaliyetleri kapsamına alacak şekilde tanımlanmaktadır. Bkz. BIS Glossary, s. 44. “Kliring” (*clearing*) ise, trade ve takas işlemleri arasında geçen ve “takas aralığı” (*settlement interval*) olarak adlandırılan zaman aralığında meydana gelebilecek kredi risklerinin, yani tarafların karşılıklı olarak taahhüt ettikleri edim yükümlülüklerini takas safhasında ifa ederken temerrüde düşme risklerinin en aza indirilmesi için yapılan işlemlerdir. Kliring sürecinde, kredi riskini bertaraf etmek için, tarafların birbirlerine karşı olan edim yükümlülükleri “netleştirme” (*netting*) veya “borcun yenilenmesi” (*novation*) teknikleri kullanılarak yeniden düzenlenmekte ve bu işlemler, yüksek sermayeli “kliring kuruluşları” (*clearing house*) olarak adlandırılan aracı kuruluşlar tarafından yönetilmektedir. Bkz. Benjamin, Yates, Montagu, op. cit, § 8.7 s. 142; BIS Glossary, s. 13.

ve menkul kıymetleri temsil veya ispat eden belgeler bu kuruluşlarda “hareketsizleştirilerek” (*immobilisation*) veya “kaydileştirilerek” (*dematerialisation*), menkul kıymetlere ilişkin saklama hizmetlerinin merkezileştirilmesi (*centralisation*) sağlanmıştır.

Tüm bu gelişmeler, menkul kıymetlere ilişkin hakların, aracı kurumlar tarafından sağlanan ve yürütülen menkul kıymet hesaplarında gerçekleştirilen kayıtlarla elde tutulduğu, saklandığı ve işlem gördüğü aracılaştırılmış sistemin doğumuna sebep olmuştur. Bu bakımdan aracılaştırılmış sistem, geleneksel sistemin ticarî ve teknolojik gelişmeler neticesinde evrilmiş hali olarak nitelendirilmektedir⁶².

Aracılaştırılmış sistem, menkul kıymetlerin, hareketsizleştirme veya kaydileştirme yöntemleri ile CSD veya ICSD’lerde merkezileştirildiği ve yatırımcıların menkul kıymetlerine ilişkin haklarını aracı kurum tarafından yürütülen menkul kıymet hesabı aracılığı ile elde tuttuğu ve transfer ettiği kademeli bir sistemdir. Çeşitli ülke uygulamalarındaki farklılıkları bir yana, sistemin özü, ihraççı ile yatırımcının arasında bir veya birden fazla aracı kurumun bulunması ve işlemlerin kayden elektronik veri girişleri ile gerçekleştirilmesidir⁶³.

Dolayısıyla aracılaştırılmış sistemi, karakterize eden başlıca özellikler şu şekilde sıralanabilir;

- Hareketsizleştirme ve Kaydileştirme Yoluyla Kağıt Dolaşımının Bertaraf Edilmesi,
- Merkezî Saklama
- Aracı Kurumların Dâhil Olmasıyla Kademelenmiş Yapı,
- Menkul Kıymetlere İlişkin İşlemlerin Kayden Gerçekleştirilmesi.

⁶² Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 8 Int. 17; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 12; Benjamin, **Interests in Securities**, § 1.69 s. 20; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 5.

⁶³ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 49 § 3.02; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 9 Int. 18; Goode, Dematerialised and Immobilised Securities, s. 107; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 12; Ooi, **Shares**, s. 93 vd.; Benjamin, **Financial Law**, s. 426 § 19.3; Gullifer, op. cit, pp. 1-32, s. 2.

Bunlar sistemin temel özellikleri olmakla birlikte, farklı ülke uygulamalarında sistemin detayları ve benimsenen hukukî yaklaşımlar genellikle farklılıklar arz etmektedir. Bu nedenle aşağıda sistemin temel ve ortak özellikleri incelenecek ve başlıca farklılıklar yeri geldikçe detaylandırılacaktır.

2. Hareketsizleştirme ve Kaydileştirme Yoluyla Kağıt Dolaşımının Bertaraf Edilmesi

a. Genel Bilgi

Kağıt dolaşımının bertaraf edilmesi ve bu suretle menkul kıymet işlemlerinin takasının fiziksel olarak menkul kıymetleri temsil veya ispat eden belgelerin teslimi ve/veya ihraççının hak sahipliği sicilindeki kayıtların değiştirilerek tamamlanması yerine, menkul kıymet hesaplarında elektronik veri girişleriyle bilgisayarlar üzerinden gerçekleştirilmesini sağlayabilmek için iki yöntem kullanılmıştır: “Hareketsizleştirme” (*immobilisation*) ve “kaydileştirme” (*dematerialisation*). New York merkezli düşünce kuruluşu olan “Otuzlar Grubu”nun (*Group of Thirty-G30*) 1989 yılında sermaye piyasalarında takas ve kliring sistemlerinin yapılanmasına ilişkin olarak yayınladığı G30 Tavsiyeler Raporu’nda, hareketsizleştirme, nihâî amaç olan kaydileştirme için bir basamak olarak tavsiye edilmiştir⁶⁴.

Aşağıda öncelikle bu yöntemlere ilişkin bilgiler verilecek ve sonrasında iki yöntem arasındaki farklar ele alınacaktır.

⁶⁴ Bkz. Group of Thirty, **Clearance and Settlement Systems in the World’s Securities Markets** (G30 1989 Report), New York 1989, Recommendation 3, s. 7.

b. Hareketsizleştirme

Hareketsizleştirme, menkul kıymetlere ilişkin işlemlerde bu menkul kıymetleri temsil veya ispat eden belgelerin fiziki dolaşımının bertaraf edilmesi ve bu suretle işlemlerin sadece menkul kıymet hesapları aracılığı ile kayden gerçekleştirilmesinin sağlanması amacıyla, bu belgelerin CSD veya ICSD'ler bünyesindeki veya bu kuruluşlara bağlı olarak hizmet veren depolama kuruluşlarındaki kasalara depo edilmesi olarak tanımlanmaktadır⁶⁵.

Hareketsizleştirmede, menkul kıymetler fiziksel yani kâğıt formunda varlıklarını sürdürmekte; ancak bu kâğıtların ikincil piyasada, yatırımcılar veya aracı kurumlar arasındaki fiziksel dolaşımı bertaraf edilmektedir. Bunun yerine söz konusu kâğıt formdaki senetler, ihraç edildikleri piyasanın CSDsi veya milletlerarası ihraç söz konusu ise bir ICSD bünyesinde tutulmakta ve söz konusu menkul kıymetlere ilişkin takas işlemleri sadece menkul kıymet hesaplarına işlenen elektronik kayıtlarla gerçekleştirilmektedir⁶⁶.

Hareketsizleştirilmiş menkul kıymetler, “münferit senetler” (*individual certificates*) veya “jumbo senet”⁶⁷ (*jumbo certificate*) veya “global senet”⁶⁸ (*global certificate*) formunda bulunabilmektedirler. Ancak günümüzde gerek ulusal gerekse milletlerarası piyasalarda yaygın olan, bir ihraçtaki her bir menkul kıymet için ayrı senet basılması yerine, bir ihraca ilişkin tüm menkul kıymetlerin tek bir senet ile

⁶⁵ G30 1989 Report, Recommendation 3; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 10 Int-21; Benjamin, Yates, Montagu, op. cit, s. 14 § 2.4.

⁶⁶ Goode, Dematerialised and Immobilised Securities, s. 110; Janeen M. Carruthers, **The Transfer of Property in the Conflict of Laws: Choice of Law Rules Concerning Inter Vivos Transfers of Property**, Oxford University Press, New York 2005, s. 174 § 7.04; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 2; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 23 § 1.79; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 5 § 2.1; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int. 21 s. 10; Ooi, **Shares**, s. 88 § 6.04; Gullifer, op. cit, pp. 1-32, s. 2.

⁶⁷ “Jumbo senet” (*jumbo certificate*); bir ihraççı tarafından gerçekleştirilen bir ihraçtaki bir blok menkul kıymeti temsil veya ispat eden senettir. Örneğin; bir hisse senedi ihracındaki 10.000 adet hamiline yazılı hisse senedinin bir jumbo senede bağlanması. Bkz.UNIDROIT Explanatory Notes, s. 5 § 2.1.1 dn. 43.

⁶⁸ “Global senet” (*global certificate*); bir ihraççı tarafından gerçekleştirilen bir ihraçtaki tüm menkul kıymetleri temsil veya ispat eden senettir. Bkz.UNIDROIT Explanatory Notes, s. 5 § 2.1.1 dn. 43. Ayrıca global senetlerin gelişimi hakkında bilgi için bkz. Benjamin, Yates, Montagu, op. cit, § 2.4 s.14.

temsil edildiği, örneğin “global hisse senedi” (*global share*) veya “global tahvil” (*global bond*) ihracıdır⁶⁹.

Günümüzde pek çok ülke uygulamasında tercih edilen hareketsizleştirme yöntemi, kaydileştirme yönteminin ilk defa uygulandığı 2005 yılına kadar Türk sermaye piyasalarında da uygulanmıştır⁷⁰.

c. Kaydileştirme

Menkul kıymetlerin kaydileştirilmesi ise, menkul kıymetleri temsil veya ispat eden belgelerin tamamen bertaraf edilmesi ve menkul kıymetlerin sadece bilgisayar kayıtları ile temsil ve ispat edilmelerinin sağlanmasıdır⁷¹.

Kaydileştirmede, hareketsizleştirmeden farklı olarak menkul kıymetler ihraç edilirken hiç bir surette fiziksel bir evraka bağlanmamaktadır. Menkul kıymetler doğrudan saklama veya takas sisteminin merkezi kayıt sistemine ihraç edilmekte ve söz konusu ihracı temsil eden veya ispatlayan herhangi bir belge mevcut bulunmamaktadır. Dolayısıyla kaydileştirmede, menkul kıymeti temsil veya ispat eden senetlerin yerini menkul kıymet hesaplarındaki elektronik veri girişleri almakta ve menkul kıymetler sadece kaydi formda var olmaktadır⁷².

Kaydileştirme neticesinde, merkezi bir kayıt sistemine ihraç edilen ve sadece bu elektronik kayıtlar ile temsil ve ispat edilen menkul kıymetler “kaydileştirilmiş menkul kıymetler” (*dematerialised securities*) olarak nitelendirilmektedir.

⁶⁹ Menkul kıymetlerin hareketsizleştirilmelerinde, “zorunlu ve kalıcı hareketsizleştirme” (*compulsory and permanent immobilisation*) ve “ihtiyarî ve geri alınabilir hareketsizleştirme” (*optional and revocable immobilisation*) gibi alt türler hakkında bilgi için bkz. Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 111.

⁷⁰ Türk sermaye piyasalarında hareketsizleştirme dönemi için bkz. Aşağıda, s.77.

⁷¹ G30 1989 Report, Recommendation 3; BIS Glossary, s. 20; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 10 Int-21; Benjamin, Yates, Montagu, op. cit, s. 15 § 2.5; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 9; Guynn, *Modernizing Securities Ownership*, s. 13; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 25 § 1.88; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 5 § 2.1.1; Ooi, **Shares**, s. 95 § 6.21; Carruthers, op. cit, s. 173 § 7.03; Gullifer, op. cit, s. 2.

⁷² Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 110; Guynn, *Modernizing Securities Ownership*, s. 13; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 9; Ooi, **Shares**, s. 95 § 6.23; Haentjens, s. 18.

Kaydileştirme yönteminin ilk uygulaması Fransa’da gerçekleşmiş; 2005 yılından itibaren Türk sermaye piyasalarında da fiilen kaydileştirme yöntemi uygulanmaya başlanmıştır⁷³.

d. Hareketsizleştirme ve Kaydileştirme Arasındaki Farklar

Konumuz bakımından hareketsizleştirme ile kaydileştirme arasında pek çok önemli farklılık bulunmaktadır.

Öncelikle belirtmek gerekir ki, menkul kıymetlerin aracı kurumlar tarafından yürütülen menkul kıymet hesapları vasıtasıyla elde tutulmaları yani aracılaştırılmış elde tutma sistemine dahil edilmeleri için kaydileştirme şart değildir. Zira aracılaştırılmış elde tutma sisteminin temel özelliği nihaî hak sahibi yatırımcının sahip olduğu menkul kıymetlerini doğrudan ihraççıdan değil, bir aracı kurumda açılmış menkul kıymet hesapları vasıtasıyla kayden elde tutmasıdır. Bu bağlamda menkul kıymet hesapları aracılığı ile elde tutulan menkul kıymetlerin hangi formda bulunduğu bir önemi bulunmamaktadır. Bu bakımdan bir sistemin aracılaştırılmış elde tutma sistemi olarak nitelendirilebilmesi için hareketsizleştirme yeterlidir⁷⁴.

İkinci olarak kaydileştirme esasen söz konusu menkul kıymetin ne şekilde ispat edileceğine yönelik olarak bir değişiklik getirmektedir. Zira bir menkul kıymet ihracında, her bir menkul kıymet münferit senetler ile veya tüm ihraç tek bir global senet ile temsil veya ispat ediliyorsa bu menkul kıymetler “fiziki menkul kıymetler” (*physical securities*) olarak adlandırılmakta; ancak kaydileştirme neticesinde sadece merkezi bir kayıt sistemindeki elektronik kayıtlar ile temsil ve ispat edilen menkul kıymetler “kaydileştirilmiş menkul kıymetler” (*dematerialised securities*) olarak isimlendirilmektedir. Fiziki, yani bir senede bağlanmış menkul kıymetler⁷⁵ aynı hak

⁷³ Türk sermaye piyasalarında kaydileştirme dönemi için bkz. Aşağıda, 80 vd.

⁷⁴ Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 110; Ooi, **Shares**, s. 48 § 3.16, s. 95 § 6.23; UNIDROIT, *Explanatory Notes*, s. 6 § 2.1.1; Carruthers, op. cit, s. 173 § 7.03; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 16 Int. 32.

⁷⁵ İngiliz hukukunda nama yazılı menkul kıymetlerin bağlandıkları senetler kıymetli evrak niteliğinde olmadığından; İngiliz hukuku uyarında nama yazılı menkul kıymetler senede bağlanmış dahi olsa gayri maddi malvarlığı değerleridir ve aynı hakka konu oluşturmamaktadır. Bkz. Yukarıda, dipnot 54.

konusu olabilecekken, kaydileştirilmiş menkul kıymetler maddi bir varlığa sahip olmadıklarından aynı hak konusu olamazlar. Dolayısıyla kaydileştirme esas etkisi, menkul kıymetlerin var oldukları formu ve bunun neticesinde tâbi oldukları hukukî rejimi değişikliğe uğratmasına ilişkindir. Menkul kıymetlerin tâbi oldukları hukukî rejimin değişikliğe uğraması, nihai hak sahibi yatırımcının bu menkul kıymetlere ilişkin hak ve menfaatlerinin hukukî niteliğini de değişikliğe uğratmaktadır. Buna karşılık hareketsizleştirme menkul kıymetlerin var oldukları forma ilişkin olarak herhangi bir değişikliğe sebep olmamaktadır⁷⁶.

Son olarak ise kaydileştirme, genellikle kanuni bir düzenleme gerektirirken, menkul kıymetlerin hareketsizleştirilmesi için saklama ve takas sistemi dâhilinde taraflar arasında gerçekleştirilen sözleşmesel bir ilişki yeterlidir⁷⁷. Zira bu sebeple kaydileştirme ülke uygulamalarında çok tercih edilen bir yöntem değildir.

3. Merkezi Saklama

Menkul kıymetlere ilişkin saklama hizmetlerinin merkezileştirilmesi veya kısa adıyla merkezi saklama, hareketsizleştirilmiş ve kaydileştirilmiş menkul kıymetlere ilişkin saklama hizmetlerinin ulusal düzlemde “Ulusal Merkezi Saklama Kuruluşları” (CSD) ve uluslararası düzlemde “Uluslararası Merkezi Saklama Kuruluşları” (ICSD) bünyesinde toplanarak tek elden yürütülmesidir⁷⁸.

Aracılaştırılmış elde tutma sisteminde kilit rol oynayan “Ulusal Merkezi Saklama Kuruluşları” (CSDs), kuruldukları ülkenin sermaye piyasalarında işlem görmek üzere, birbirinden farklı ihraççılar tarafından ihraç edilmiş menkul kıymetlerin merkezi saklama hizmetlerini yerine getirmektedirler. Ayrıca bazı CSD’ler, saklama

⁷⁶ Guynn, *Modernizing Securities Ownership*, s. 13; Bernasconi, *Preliminary Document no. 1*, s. 9; Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 110; Benjamin, *Interests in Securities*, s. 25 § 1.89; Ooi, *Shares*, s. 96 § 6.27; Gullifer, *op. cit.*, s. 2.

⁷⁷ Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 110; Benjamin, *Interests in Securities*, s. 25 § 1.89; Ooi, *Shares*, s. 96 § 6.27; Gullifer, *op. cit.*, s. 2.

⁷⁸ Guynn, *Marchand, Transfer or Pledge of Securities*, § 3.04 s. 52; Goode, *Kanda, Kreuzer, Hague Explanatory Report*, Int-21 s. 10.

hizmetlerinin yanı sıra kliring ve takas hizmetlerini de yürütmektedirler⁷⁹. CSD'ye örnek olarak, Alman CSD "Clearstream Banking Frankfurt", Fransız CSD "Euroclear France", İsviçre CSD "SIX Securities Services", Amerika Birleşik Devletleri CSD "The Depository Trust Company" ve Türk CSD "Merkezî Kayıt Kuruluşu A.Ş." gösterilebilir.

Milletlerarası menkul kıymet işlemleri bakımından kilit rol oynayan "Uluslararası Merkezi Saklama Kuruluşları" (ICSDs) ise, genellikle eurobondlar gibi uluslararası menkul kıymetlerin saklanması ve takas hizmetlerini yerine getiren merkezi saklama kuruluşlarıdır. Uluslararası nitelikteki menkul kıymetlerin yanı sıra ICSD'ler, CSD'lerle kurdukları bağlantılar aracılığı ile ulusal nitelikteki menkul kıymetlerin milletlerarası takas işlemlerini de gerçekleştirmektedirler. Şu anda ICSD olarak hizmet veren iki merkezi saklama kuruluşu, merkezi Brüksel'de bulunan Euroclear Bank⁸⁰ ve merkezi Lüksemburg'da bulunan Clearstream International⁸¹ dir⁸².

CSD veya ICSD'ler, münferit belgeler veya global veya jumbo senet şeklinde, fiziksel formda ihraç edilen menkul kıymetleri, kendi bünyelerindeki veya kendilerine bağlı bir veya birden çok depolama kuruluşu bünyesindeki kasalara depo

⁷⁹ İlk CSD 1872 yılında Avusturya'da kurulmuş olan Wiener Giro- und Cassenverein'dir. Bunu, şu anda Clearstream International'ın bir parçası olan Alman Kassenverein takip etmiştir. Fransız CSD, Euroclear France'in selefi ise 2. Dünya Savaşı yıllarında kurulmuştur. ABD'de ise New York Menkul Kıymetler Borsası'nın CSD benzeri bir kuruluş kurma fikri ancak kâğıt krizinin yaşanmasının ardından "The Depository Trust Company"nin (DTC) kurulması ile hayata geçmiştir. Eylül 1999 tarihinde ise "DTC" ve "Ulusal Menkul Kıymet Kliring Şirketi"ni (National Securities Clearing Corporation-NSCC) bünyesinde toplayan "The Depository Trust & Clearing Corporation" (DTCC) yeni bir holding şirketi olarak kurulmuştur. Günümüzde "DTC" dünyanın en büyük CSD'sidir. 1999 yılında şirket bünyesinde 23 trilyon ABD Doları değerindeki 2 milyonun üzerinde hisse senedi ve borçlanma senedi "saklama" (custody) altında idi. DTC her yıl 250 milyon adetten fazla kurumsal alım-satım emri onayını işleme almaktadır. 1999 yılı boyunca DTC 189 milyondan fazla sayıda ve toplam 94 trilyon ABD Doları üzerinde değerde "kaydı teslim" (book-entry delivery) gerçekleştirmiştir. Günümüzde DTC giderek artan bir şekilde ABD menşeli olmayan ihraçlara ve katılımcılara da hizmet vermektedir. NSCC ise temel olarak ABD'deki borsa simsarları veya broker hizmeti veren kuruluşlar arasındaki her türlü hisse senedi ve şirket ve devlet tahvil alım-satımlarını yönetmektedir. Bu kuruluşlar hakkında daha fazla bilgi için bkz. (Çevrimiçi) <http://www.dtcc.com>, 12 Kasım 2013; (Çevrimiçi) <http://www.dtc.org>, 12 Kasım 2013; (Çevrimiçi) <http://www.nsc.com>, 12 Kasım 2013. 1989 tarihli G30 Tavsiyeler Raporu sonrasında, neredeyse bütün ülkelerde "Ulusal Merkezi Saklama Kuruluşları" (CSD) kurularak, saklama hizmetlerinin sadece bu merkezlerden yürütülmesine başlanmıştır. Bkz. G30 1989 Report, Recommendation 3, s. 7.

⁸⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. (Çevrimiçi) <https://www.euroclear.com/en.html>, 12 Kasım 2013

⁸¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. (Çevrimiçi) http://www.clearstream.com/ci/dispatch/en/kir/ci_nav/home, 12 Kasım 2013.

⁸² Giovannini Report 2001, s. 9 ve 20.

etmek suretiyle hareketsizleştirerek saklamaktadır. Kaydileştirilmiş şekilde ihraç edilen menkul kıymetler bakımından merkezileştirme ise, bu menkul kıymetlere ilişkin elektronik veri girişlerinin CSD veya ICSD'nin merkezi takas ve saklama sistemine aktarılması ve bunlara ilişkin hakların izlenmesi suretiyle gerçekleştirilmektedir⁸³.

Merkezileştirme neticesinde, ister fiziksel ister kaydi formda ihraç edilmiş olsun, tüm menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğinin iktisabı, devri ve teminat⁸⁴ verilmesine ilişkin tüm işlemler CSD veya ICSD'ler nezdinde tutulan ve izlenen menkul kıymet hesaplarına ilişkin kayıtlar ile ispat edilmektedir. Bu nedenle, aracılaştırılmış sistemde menkul kıymetlerin ihraç edildikleri form, sistemin işleyişi bakımından önemini kaybetmektedir⁸⁵.

Ancak belirtilmelidir ki, hesap sahiplerinin söz konusu menkul kıymetlere ilişkin sahip oldukları hakların hukukî niteliğinin belirlenmesinde, menkul kıymet hesaplarının dayandığı menkul kıymetlerin ihraç edildikleri form önem arz edebilmektedir.

Ülke uygulamalarında merkezi saklama sistemleri farklılıklar arz etmektedir. Kimi ülkelerde merkezi saklama kuruluşları menkul kıymetlerin havuz hesaplar aracılığı ile toplu halde saklanması ve izlenmesi yöntemini tercih etmekte iken; kimi ülkelerdeki merkezi saklama kuruluşları menkul kıymetlerin müşteri ismine açılan hesaplarda saklanması ve izlenmesi yöntemini benimsemektedir. Bu bakımdan merkezi saklama sistemleri, “şeffaf sistemler” (*transparent systems*) ve “şeffaf olmayan sistemler” (*non-transparent systems*) olarak ikiye ayrılmaktadır.

⁸³ Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 113-114; Guynn, Marchand, *Transfer or Pledge of Securities*, s. 52 § 3.04; Bernasconi, *Preliminary Document no. 1*, s. 13; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 23 § 1.81; Ooi, **Shares**, s. 48 § 3.16.

⁸⁴ Bu tez çalışmasında “teminat işlemleri” kavramı, rehnin yanı sıra teminaten temlik işlemlerini de kapsayacak şekilde kullanılmıştır.

⁸⁵ Guynn, Marchand, *Transfer or Pledge of Securities*, s. 53 § 3.04; Christophe BERNASCONI/Richard POTOK/Guy MORTON, “General Introduction : Legal Nature of Interests in Indirectly Held Securities and Resulting Conflict of Law Analysis” (Conflict of Law Analysis), in **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, Ed. by Richard POTOK, Butterworths, 2002, s. 12, § 2.14; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 6 § 2.1.1.

a. Merkezi Toplu Saklama Esasına Dayalı Şeffaf Olmayan Sistemler

Toplu saklama esasına dayalı “şeffaf olmayan sistem”ler (*non-transparent systems*) menkul kıymetlerin havuz hesaplarda, bu menkul kıymetleri ihraç eden kuruluşlara ve menkul kıymetlerin türlerine göre tasnif edilmek suretiyle saklanması ve izlenmesi yöntemi ile işlemektedir.

Bu sistemde ilgili aracı kurumlar genellikle müşterileri olan hesap sahiplerinin menkul kıymetlere ilişkin haklarını bir üst aracı kurumda veya CSD’de tek bir “havuz hesap”ta (*omnibus account/fungible account*)⁸⁶ tutmaktadır.

Havuz hesaplarda, menkul kıymetler, menkul kıymet hesabını yürüten ilgili aracı kurum tarafından bir başka aracı kurumda, ihraççılarına ve türlerine göre sınıflandırılarak toplu bir şekilde tutulmakta ve böylece farklı hesap sahiplerine ait, aynı ihracın ürünü, aynı hakları ihtiva eden menkul kıymetler, hesap sahiplerinin kimliklerine ve hesap detaylarına ilişkin ayrıntılar belirtilmeksizin toplu halde saklanmaktadır. Bu nedenle, ilgili aracı kurumdan bir üst kademede yer alan ve müşteri havuz hesabını yürüten aracı kurum, ilgili aracı kurum nezdinde menkul kıymet hesabına sahip olan hesap sahiplerini belirleyememekte ve bu hesap sahiplerine ilişkin bilgilere sahip bulunmamaktadır. Neticede, bireysel olarak hesap sahiplerinin kimliklerine ve sahip oldukları menkul kıymetlerin detaylarına ilişkin bilgiler sadece hesap sahibine menkul kıymet hesabını sağlayan ilgili aracı kurumun kayıtlarında mevcuttur ve onun tarafından bilinmektedir⁸⁷.

Örneğin, aracı kurum (I1) kendi müşterileri olan hesap sahipleri (A), (B) ve (C)’nin, (XYZ) şirketi tarafından ihraç edilmiş ortaklık hisselerine ilişkin haklarını, kendi menkul kıymet hesabının bulunduğu aracı kurum olan (I2) nezdinde tek bir havuz

⁸⁶ “Havuz hesap” (*omnibus account*); CSD üyesi/katılımcısı bir aracı kurumun, o aracı kurumda menkul kıymet hesabı bulunan birden çok müşterisi veya tüm müşterileri hesabına tuttuğu menkul kıymetlerin bulundurulduğu tek hesap olarak tanımlanmaktadır. Bkz. BIS Glossary, s. 35.

⁸⁷ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 53 § 3.05; Goode, Dematerialised and Immobilised Securities, s. 116; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 28 § 1.102-1.103; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, s. 13 § 2.15, 16 § 2.23; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 6 § 2.1.2, Haentjens, op. cit, s. 17; Gullifer, op. cit, s. 12.

hesapta tutmaktadır. Bu havuz hesapta, sadece aracı kurum (I1)'in kaç adet (XYZ) hissesini tuttuğu görülmekte, fakat bu hisseleri kimler hesabına tuttuğu görülmemektedir. Bu nedenle (I2), (I1)'in müşterileri olan (A), (B) ve (C)'nin kimliklerini ve bunlardan her birinin kaç adet (XYZ) hissesine sahip olduğunu tespit edememektedir. Bu yapı en üst kademede bulunan CSD veya ICSD'ye kadar aynı şekilde ilerlemektedir. Bu nedenle elde tutma zincirinde, (A), (B) ve (C)'nin (XYZ) şirketi tarafından ihraç edilmiş menkul kıymetlere ilişkin haklarına ilişkin bilgiler sadece (A), (B) ve (C)'nin ilgili aracı kurumu olan (I1)'in kayıtlarında yer almaktadır.

İşte aracılaştırılmış sistemde, hesap sahiplerinin menkul kıymetlere ilişkin haklarının, menkul kıymet hesabını sağlayan ilgili aracı kurum tarafından bir üst kademede yer alan bir başka aracı kurumda veya CSD'de, bireysel olarak hesap sahiplerinin kimlikleri ve hesaplarının ayrıntıları belirtilmeksizin/ayrıştırılmaksızın havuz hesaplarda tutulduğu ve bu nedenle hesap sahiplerinin haklarına ilişkin kayıtların ihraççı ve CSD de dahil olmak üzere menkul kıymet hesabını yürüten ilgili aracı kurum dışındaki hiçbir kademede aracı kurum nezdinde yer almadığı elde tutma sistemleri “şeffaf olmayan sistemler” (*non-transparent systems*) olarak adlandırılmaktadır⁸⁸.

Şeffaf olmayan sistemin uygulandığı ülkelerde, hesap sahiplerinin menkul kıymetlere ilişkin haklarının ilgili aracı kurumun alacaklılarının olası alacak iddialarından ve takip taleplerinden korunması için, aracı kurumlara kendi nam ve hesaplarına tuttıkları menkul kıymetler ile müşterileri hesabına tuttıkları menkul kıymetlere ilişkin hesapları “ayırma” (*segregation*) yükümlülüğü getirilmektedir. Bu yükümlülük doğrultusunda, ilgili aracı kurumlar kendilerinden bir üst kademede yer alan aracı kurumlar nezdinde müşterileri için tuttıkları havuz hesapların yanında,

⁸⁸ UNIDROIT Study LXXVIII Doc. 44, “Working Paper Regarding So Called ‘Transparent Systems’”(UNIDROIT Transparent Systems Paper), October 2006, s. 1, (Çevrimiçi) <http://www.unidroit.org/english/documents/2006/study78/s-78-044-e.pdf>, 12 Kasım 2013; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 10; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, s. 13 § 2.15-2.16; Gullifer, op. cit, s. 7; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 6 § 2.1.2; Thevenoz, Legal Risk, s. 402-406.

kendilerine ait menkul kıymetler için “aracı kurum hesabı” (*proprietary account*)⁸⁹ olarak adlandırılan ikinci bir hesap açmaktadırlar⁹⁰.

Takas ve kliring sistemlerinin işlerliği bakımından operasyonel anlamda oldukça önemli kolaylıklar sağlayan havuz hesaplarda toplu saklama sistemi esasına dayalı şeffaf-olmayan sistem, işlem hacminin en yüksek olduğu sermaye piyasalarındaki CSDler ve ICSDler tarafından çoğunlukla tercih edilen bir uygulamadır. Şeffaf-olmayan sistem modelini benimseyen ülkelere örnek olarak; ABD, İngiltere, Almanya, Fransa, Japonya, Lüksemburg, Belçika ve İsviçre gösterilebilir⁹¹. Bunların yanı sıra, milletlerarası menkul kıymet ticaretinde önemli rol oynayan iki milletlerarası merkezi saklama kuruluşu; Euroclear ve Clearstream de şeffaf olmayan model çerçevesinde katılımcılarına havuz hesaplarla hizmet vermektedir⁹².

b. Merkezi Müşteri İsmine Göre Saklama Esasına Dayalı Şeffaf Sistemler

Müşteri ismine göre saklama esasına dayalı “şeffaf sistemler”de (*transparent systems*) ise, şeffaf-olmayan sistemlerden farklı olarak, nihaî hesap sahibi olan yatırımcının kimliğine, sahip olduğu menkul kıymet hesabına ve bu menkul kıymet hesabında gerçekleştirdiği işlemlere ilişkin bilgi ve detaylar, sadece ilgili hesabı sağlayan ve yürüten aracı kurumun kayıtlarında değil, daha üst kademelerdeki aracı kurumların ve CSD’nin ve nihayetinde ihraççının kayıtlarında da yer almakta ve izlenmektedir. Nihai hesap sahipleri ve ihraççı kuruluşlar arasında yer alan her bir kademedeki aracı kurum, nihaî hesap sahiplerinin kimliklerine ve menkul kıymet

⁸⁹ Bkz. BIS Glossary s. 40.

⁹⁰ Şeffaf olmayan sistemi uygulayan bazı ülkeler (örneğin; İngiltere) bu sonuca “tröst” (trust) müessesesi ile ulaşırken; diğer bazı ülkeler (örneğin; Almanya, Belçika, Lüksemburg) özel kanunlarla ayırma yükümlülüğü öngörmüşlerdir. Bkz. Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 116; Benjamin, *Interests in Securities*, s. 39 § 2.35, 53 § 2.73; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 6 § 2.1.2; Benjamin, *Financial Law*, s. 428, § 19.11; Gullifer, op. cit, s. 12 dn. 69. Ayrıca aracı kurumlar için öngörülen bu yükümlük MiFID Direktifi’nde de açıkça hükme bağlanmıştır (m. 13(7)).

⁹¹ Ayrıca şeffaf olmayan sistemler de kendi içerisinde; bir menkul kıymet hesabına yapılan alacaklandırma girişinin karşılık bir borçlandırma girişi ile eşleştirilmedikçe sonuç doğurmadığı “eşleştirmeli sistem” (*matching system*) (örn., Almanya ve Japonya) ve böyle bir şartın aranmadığı “eşleştirmesiz sistem” (*non-matching system*) (örn., İngiltere) olarak ayrılmaktadır. Bkz. Gullifer, op. cit, s. 3.

⁹² Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 117; Benjamin, *Interests in Securities*, s. 28 § 1.102, 54 § 2.74; Gullifer, op. cit, s. 3.

hesaplarına ilişkin bilgi ve detayların gösterildiği ayrı hesaplar veya alt hesaplar açmaktadırlar. İşte bu yapı dâhilinde, nihaî hesap sahibi yatırımcıların sahip oldukları hesaplar “müşteri ismine hesaplar/takip edilebilir hesaplar” (non-fungible/traceable accounts) olarak adlandırılmaktadır⁹³.

Dolayısıyla şeffaf sistemler, menkul kıymetlerin elde tutulması zincirinde nihai hesap sahibi ile ihraççı arasında iki veya daha fazla kurumun bulunduğu ve zincirin en tepesindeki kurumda (CSD) alt kademedeki hesap sahiplerinin aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin haklarının ve bu haklara ilişkin işlemlerinin, bu alt kademedeki hesap sahiplerinin her biri adına hesaplar veya alt-hesaplar sağlanmak suretiyle belirtilmiş olduğu sistemlerdir. Bu sistemlerde, elde tutma yapısının en üstünde yer alan kurum olan CSD veya ICSD, her kademedeki hesap sahiplerinin kimliklerine, sahip oldukları menkul kıymet hesaplarına ve gerçekleştirilen hesap hareketlerine ilişkin detayları izlemektedir⁹⁴.

İkinci bölümde inceleyeceğimiz üzere Türk sermaye piyasaları, kaydileştirme yönteminin fiilen uygulanmaya başlandığı 2005 yılından beri şeffaf sistem esasına göre işlemektedir⁹⁵. Türkiye dışında şeffaf sistem modelini benimseyen ülkelere örnek olarak; İspanya, Brezilya, Yunanistan, Finlandiya ve Çin gösterilebilir⁹⁶.

Şeffaf sistemlerde, hesap sahiplerinin menkul kıymetlere ilişkin hakları CSD nezdinde izlendiğinden, yatırımcılar aracı kurumların alacaklılarına ve her türlü takip talebine karşı korunmaktadırlar. Bu bakımdan şeffaf sistem, yatırımcıların menkul kıymetlere karşı sahip oldukları hakların en etkin biçimde korunduğu sistemdir⁹⁷.

⁹³ UNIDROIT Transparent Systems Paper, s. 2-3; Goode, Dematerialised and Immobilised Securities, s. 116-117; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 10-11, 20; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 28 §1.102- 1.104; Bernasconi, Potok, Conflict of Law Analysis, s. 13 § 2.17; Gullifer, op. cit, s. 12 dn. 69.

⁹⁴ UNIDROIT Transparent Systems Paper, s. 2.

⁹⁵ Türk sermaye piyasalarında kaydileştirme dönemi için bkz. Aşağıda, 80 vd.

⁹⁶ Bkz. UNIDROIT Transparent Systems Paper, s. 2.

⁹⁷ Çağlar Manavgat, “Menkul Kıymetlerin Merkezî Saklanması Kullanılan Yöntemin Sözleşmenin Hukukî Niteliğine Etkisi” (Merkezi Saklama), **BATİDER**, C. XVIII, S. 4, Aralık 1996, pp. 129-141, s. 140.

Ancak her ne kadar şeffaf sistem uygulaması, yatırımcıların menkul kıymetlere ilişkin hak ve menfaatlerinin korunması bakımından en etkili yöntem olsa da, uygulamada aracı kurumlar ve takas sistemleri tarafından operasyonel sebeplerle elverişsiz bulunmakta ve tercih edilmemektedir. Yukarıda da belirttiğimiz üzere, dünya uygulamalarına bakıldığında milli ve milletlerarası merkezi saklama kuruluşlarının çoğunlukla şeffaf olmayan sistem modeli çerçevesinde hizmet verdikleri görülmektedir⁹⁸.

Gerek ülke uygulamalarında gerekse milletlerarası ticarete şeffaf olmayan sistem modelinin tercih edilmesindeki en önemli gerekçe, havuz hesap uygulamasının takas ve kliring işlemlerinde sağladığı kolaylıktır. Havuz hesaplar, aracı kurumların müşterileri arasındaki menkul kıymet işlemlerinde “kurum içi netleştirme”yi (*in-house netting*) ve CSD ve ICSD’ler seviyesinde de “merkezi netleştirme”yi (*central netting*) kolaylaştırmakta⁹⁹ ve böylece takas işlemlerinin hacminin düşmesine ve işlem masraflarının azaltılmasına olanak sağlamaktadır¹⁰⁰.

Nitekim bu sebeple, şeffaf sistem uygulamalarında havuz müşteri hesaplarının kullanılmamasından kaynaklanan operasyonel zorlukların bertaraf edilmesi ve bu kapsamda takas ve kliring süreçlerinin netleştirme esasına ile gerçekleştirilebilmesi için aracı kurumlar nezdinde sadece takas ve kliring işlemlerine yönelik olarak alt “takas havuz hesapları” oluşturulmakta ve menkul kıymetlerin alım-satımına ilişkin takas ve kliring işlemleri bu takas havuz hesaplarında tamamlandıktan sonra menkul kıymetlere ilişkin haklar müşteri ismine açılan hesaplara aktarılmaktadır. Buna örnek olarak, Türk sermaye piyasalarında uygulanan sistem gösterilebilir¹⁰¹.

⁹⁸ Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 117; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 28 § 1.102, 54 § 2.74; Gullifer, op. cit, s. 3.

⁹⁹ Ancak her ne kadar “netleştirme” takas işlemlerine çok büyük kolaylık sağlasa da, menkul kıymet alım-satımlarında münferit bir işlemin hangi hesaplar arasında gerçekleştiğinin takibi ve borçlandırma kayıtları ile alacaklandırma kayıtlarının eşleştirilmesi, yani hangi borçlandırma kaydının hangi alacaklandırma kaydı neticesinde gerçekleştiğinin tespiti oldukça zorlaşmaktadır. Bu da özellikle aracı kurumların yetkisiz olarak birtakım işlemler gerçekleştirmeleri halinde hakların takibi ve ileri sürülmesi bakımından hukukî sorunlara sebebiyet vermektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Benjamin, **Interests in Securities**, s. 71 § 3.35; Gullifer, op. cit, s. 14.

¹⁰⁰ Guynn, *Modernizing Securities Ownership*, s. 21; Bernasconi, Potok, Morton, *Conflict of Law Analysis*, s. 16 § 2.23; Haentjens, op. cit, s. 17; Gullifer, op. cit, s. 14.

¹⁰¹ Türk sermaye piyasalarında kaydıleştirme dönemi için bkz. Aşağıda, 80 vd.

Ayrıca şeffaf sistem modelini benimseyen ülkelerin pek çoğunda da (örn., Türkiye, Finlandiya, İsveç gibi) gerek kimliğinin belirlenmesini arzu etmeyen yabancı yatırımcılar için cazibe oluşturmak gerekse de şeffaf olmayan sistemin uygulandığı milletlerarası saklama ve takas sistemleri ile (örn., ICSDler) milletlerarası menkul kıymet işlemlerinde piyasa entegrasyonunu sağlamak amacıyla, yabancı aracı kurumların bu ülkelerin CSDleri nezdinde hak sahibi bazında izlenmeyen, havuz hesaplar açmaları yani toplu saklama yapılması mümkün kılınmıştır¹⁰².

4. Aracı Kurumların Dâhil Olmasıyla Kademelenmiş Yapı

Adından da anlaşılacağı üzere, aracılaştırılmış sistemi karakterize eden en önemli özelliklerinden birisi, ihraççı ile nihai hesap sahibi yatırımcı arasında, CSD ve ICSD de dahil olmak üzere, bir veya birden fazla aracı kurumun bulunması ve nihai hesap sahibi yatırımcının sahip olduğu menkul kıymetlere ilişkin haklarını “ilgili aracı kurum” (*relevant intermediary*)¹⁰³ tarafından yürütülen menkul kıymet hesapları aracılığı ile elinde tutmasıdır. Bu nedenle sistemin yapısı, doktrin tarafından piramide benzetilmekte ve sistem “çoklu-kademeli sistem” (*multi-tiered system*) olarak da adlandırılmıştır¹⁰⁴.

Oldukça basitleştirilmiş bir şekilde sistemi anlatmaya çalışırsak, ihraççı kuruluşlar menkul kıymetleri; münferit senetler veya jumbo veya global senet şeklinde fiziksel formda veya kaydi formda ihraç etmektedirler.

¹⁰² Bkz. UNIDROIT Transparent Systems Paper, s. 3. Ayrıca Türk hukukundaki düzenleme için bkz. Aşağıda, 85.

¹⁰³ “İlgili aracı kurum” (*relevant intermediary*), uyuşmazlık konusu menkul kıymetlere ilişkin hak ve menfaatlerin alacaklandırıldığı yani yatırımcının doğrudan ilişkide olduğu ve ona menkul kıymet hesabını sağlayan ve yürüten aracı kurum olarak tanımlanmaktadır. Bkz. Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu (m. 1(1)(g)); Cenevre Menkul Kıymetler Konvansiyonu (m. 1(1)(g)). Başka bir deyişle, ilgili aracı kurum, menkul kıymet hesabı sahibi tarafından bakıldığında ilk aracı kurumdur.

¹⁰⁴ Roy Goode, “Security Entitlements as Collateral and the Conflict of Laws” (Security Entitlements), in **The Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws**, A Special Supplement to Butterworth’s Journal of International Banking and Financial Law, September 1998, pp. 22-28, s. 22; Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 52 § 3.04; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 12; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, s. 14, § 2.18; Haentjens, op. cit, s. 17.

İhraççıların altında ve aracılaştırılmış elde tutma sisteminin ilk kademesinde, bir CSD veya ICSD yer alır. İhraççılar tarafından fiziksel formda ihraç edilen menkul kıymetler, CSD ve ICSD kademesinde hareketsizleştirilir. Kaydileştirilmiş menkul kıymetlere ilişkin elektronik kayıtlar ise doğrudan CSD veya ICSD'nin merkezi saklama ve takas sistemine aktarılır.

ICSD veya CSDlerden sonraki kademe yani ikinci kademe genellikle, bu CSD veya ICSDler ile doğrudan sözleşmesel ilişkileri bulunan sınırlı sayıda finansal kuruluşlar, brokerlar, saklama kuruluşları ve diğer profesyonel yatırımcılar bulunmaktadır. “Katılımcı/üye” (*participant*) olarak adlandırılan bu aracı kurumlar CSD veya ICSDler bünyesinde doğrudan hesap açma yetkisine sahiptirler¹⁰⁵.

Katılımcı/üye konumundaki aracı kurumlar da, sistemin bir alt kademesinde yani üçüncü kademe bulunan kurumsal veya serbest yatırımcılar, brokerlar gibi müşterileri adına menkul kıymet hesabı sağlamak ve yürütmektedirler. Sistem, en alt kademedeki nihaî hesap sahibi yatırımcıya kadar bu şekilde inmektedir.

Neticede sistemin en alt kademesinde yer alan nihaî hesap sahibi yatırımcı ile ihraççı ve hareketsizleştirilen veya kaydileştirilen menkul kıymetler arasında birden çok sayıda kademe ve bu kademelerde aracı kurumlar yer almaktadır. Yatırımcı, sahip olduğu menkul kıymetlere ilişkin haklarını bu menkul kıymet hesapları vasıtasıyla elinde tutmaktadır.

Milletlerarası menkul kıymet ticareti ve takasında, yerel ticaretteki ulusal merkezi saklama kuruluşları CSDlere ve aracı kurumlara ek olarak; ICSDler, “global saklama kuruluşları” (*global custodian*) ve “yerel acenta”lar (*local agents*) da devreye girmektedir¹⁰⁶.

¹⁰⁵ Belirtilmelidir ki, şeffaf sistemin hâkim olduğu bazı ülke uygulamalarında, özellikle İskandinav ülkelerinde, nihaî hesap sahibi yatırımcıların CSD bünyesinde doğrudan hesap sahibi olmasına imkân tanınmış veya bu zorunlu tutulmuştur. Bu sistemlerde, nihaî hesap sahibi ile ihraççı arasında sadece bir aracı kurum, yani CSD yer almaktadır. Bkz. UNIDROIT Transparent Systems Paper, s. 3.

¹⁰⁶ Milletlerarası menkul kıymet ticareti için bkz. Aşağıda, s. 49 vd.

İhraççı ile nihaî hesap sahibi yatırımcı arasında yer alan aracı kurumlar ile kademelenmiş bu yapı, ihraççının çok sayıda yatırımcı ile ilişkide olması yerine CSD veya ICSD olmak üzere tek bir kuruluş ile; CSD veya ICSD'lerin sadece sınırlı sayıdaki yüksek sermayeli piyasa katılımcıları/üyeleri ileve bu piyasa katılımcıları/üyelerinin ise daha kalabalık olan düşük sermayeli piyasa katılımcıları veya nihaî hak sahipleri yatırımcılar ile ilişkide olmasını sağlamakta ve bu suretle piyasanın işlerliğini arttırmaktadır¹⁰⁷.

5. Menkul Kıymetlere İlişkin İşlemlerin Kayden Gerçekleştirilmesi

Aracılaştırılmış elde tutma sisteminin hem amacı hem de en önemli kazanımı şüphesiz menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğinin edinilmesi ve hak sahipliğinin devri veya teminat hakkı tesisi gibi “tasarruf”ların (*disposition*)¹⁰⁸, menkul kıymet hesaplarındaki kayıtların değiştirilmesi ile, menkul kıymetleri ispat veya temsil eden senet veya belgelerin teslimine veya ihraççının hak sahipliği kayıtlarının değiştirilmesine gerek kalmaksızın kayden gerçekleştirilmesini sağlamış olmasıdır.

Aracılaştırılmış sistemde menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğinin edinimi veya tasarrufu, kaydi takas işlemleri ile yani tarafların menkul kıymet hesaplarının elektronik ortamda alacaklandırılması ve borçlandırılması ile tamamlanmaktadır¹⁰⁹. Kaydi takas işlemleri genellikle, devir (transfer) ve ödeme işlemlerine ilişkin müşteri talimatlarının eşzamanlı olarak kaydedilmesi ile gerçekleştirilmekte ve bu yöntemle “ödeme karşılığı devir” (*delivery versus payment-DVP*) adı verilmektedir¹¹⁰.

¹⁰⁷ Goode, Security Entitlements, s. 22; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 13-14; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Laws Analysis, s. 15 § 2.20; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 9 Int. 18; Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 52-53 § 3.04; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 6 § 2.1.1.

¹⁰⁸ Bu çalışmada “tasarruf” (*disposition*); Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu (m. 1(1)(h)) ve Cenevre Menkul Kıymetler Konvansiyonu’nda (m. 11) kullanıldığı şekliyle, teminaten temlik yolu da dahil olmak üzere her türlü devir işlemi ve teslimli veya teslimsiz her türlü teminat hakkı tesisi işlemi kapsamına alacak şekilde kullanılmıştır.

¹⁰⁹ Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, s. 20 § 2.36; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 20 § 1.70; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 6 § 2.1.2.

¹¹⁰ “Ödeme karşılığı devir” (*delivery versus payment-DVP*), alım-satım sonrası işlemlerden (*post-trade process*) kaynaklanan temel risklerden birisi olan “kredi riski”ni (*credit risk*) bertaraf etmek için kullanılan tekniklerden birisidir. Ayrıntılı bilgi için Bkz. G30 1989 Report, Recommendation 5; Giovannini Report 2001, s. 6.

Aracılaştırılmış sistemde, aynı aracı kurumun müşterisi olan menkul kıymet hesabı sahipleri arasındaki alım-satım işlemine ilişkin bir tasarruf işleminin gerçekleştirilmesi için sadece o aracı kurum nezdinde müşterilere ilişkin olarak tutulan hesap kayıtlarında borçlandırma ve alacaklandırma kayıtlarının yapılması yeterli olmaktadır. Örneğin, CSD katılımcısı/üyesi aracı kurum (X)'in müşterisi olan (A) ve (B) arasındaki bir devir işleminde, (X)'in (A)'nın talimatı üzerine (A)'nın hesabını borçlandırması ve bunun karşılığında (B)'nin hesabını alacaklandırması ile işlem tamamlanmaktadır. Bu noktada, ayrıca aracı kurum (X)'in CSD nezdindeki menkul kıymet hesabında bir değişiklik yapılmasına gerek bulunmamaktadır¹¹¹.

Farklı aracı kurumların müşterisi olan hesap sahipleri arasındaki işlemlerde ise, devreden ve devralanın elde tutma zincirinin keşiştiği kademeye kadar, aradaki kademelerdeki tüm hesap kayıtlarında değişiklik yapılması gerekmektedir. Çok basit bir örnekle açıklamamız gerekirse; aracı kurum (X)'in müşterisi (A) ile aracı kurum (Y)'nin müşterisi (C) arasındaki bir alım-satım işleminde, (X) ve (Y)'nin aynı CSD'nin katılımcıları/üyeleri olduğunu varsayarsak; (A)'nın devir talimatı üzerine aracı kurum (X) öncelikle (A)'nın hesabını borçlandıracak, ardından CSD (X)'in hesabını borçlandıracak, ardından CSD aracı kurum (Y)'nin hesabını alacaklandırarak ve son olarak (Y), (C)'nin hesabını alacaklandırarak ve böylece işlem tamamlanacaktır¹¹².

Menkul kıymetleri konu alan teminat işlemlerinde de, devir işlemlerinde olduğu gibi teminat hakkının tesisi sadece menkul kıymet hesaplarındaki kayıtlar ile gerçekleştirilmektedir. Uygulamada menkul kıymet teminatına ilişkin işlemler bakımından genellikle iki yöntem tercih edilmektedir. Bunlardan birincisi, bir REPO

¹¹¹ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 53 § 3.05; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 21 § 1.70; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, s. 20 § 2.36, UNIDROIT Explanatory Notes, s. 7 § 2.1.3, Haentjens, op. cit., s. 21.

¹¹² Şematik bir örnek için bkz. Giovannini Report 2001, s. 11.

yani geri alım anlaşmasının bir parçası olarak teminaten temlik (*transfer of title*)¹¹³ ve ikincisi ise rehindir (*pledge*)¹¹⁴.

Türk sermaye piyasası hukukunda, menkul kıymetleri konu alan teminat işlemlerine ilişkin olarak, AB Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi (FTD m. 2(1)(b) ve (c)) ve Cenevre Menkul Kıymetler Konvansiyonu'nda (m. 31(3)(b) ve (c)) yer alan düzenlemelere paralel şekilde, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesi ile sermaye piyasası araçlarını konu alan teminat sözleşmelerine ilişkin yeni bir düzenleme kabul edilmiştir. Bu düzenlemede, sermaye piyasası araçlarını konu alan teminat sözleşmelerinin, teminaten temlik esaslarına dayalı şekilde, menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğini devreden teminat sözleşmesi (*title transfer collateral agreement*) şeklinde (SPKan. m. 47(2)) veya hak sahipliğinin teminat verende kaldığı teminat sözleşmeleri (*security collateral agreement*) şeklinde (SPKan. m. 47(3)) yapılabileceği hüküm altına alınmıştır.

Menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin teminat verene devredildiği teminat sözleşmelerinde, menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği teminat alana geçeceğinden burada işlem, sözleşme konusu menkul kıymetlerin teminat verenin hesabının borçlandırılması ve teminat alanın hesabının alacaklandırılması ile gerçekleşmektedir. Menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin teminat verende kaldığı teminat sözleşmelerinde ise, teminat hakkının tesisi, genellikle, teminat verenin mevcut menkul kıymet hesabına bağlı bir alt hesap açılmak suretiyle bu hesaba kaydedilmesi veya teminat verenin mevcut menkul kıymet hesabının borçlandırılarak teminat alanın hesabına bağlı bir alt hesaba kaydedilmesi yoluyla gerçekleşmektedir¹¹⁵.

¹¹³ Türk hukukunda teminaten temlik hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Rona Serozan, **Taşınır Eşya**, s. 291 vd.

¹¹⁴ Farklı milli hukuklara bakıldığında iki çeşit rehin göze çarpmaktadır. Bunlardan birincisi, Türk hukukunda da kural olarak benimsenen “teslimli rehin”dir (*possessory pledge*) (TMK m. 939). Ayrıntılı bilgi için bkz. Oğuzman, Seliçi, Oktay Özdemir, **Eşya Hukuku**, s. 1001 vd.; Serozan, **Taşınır Eşya**, s. 338. Bir diğeri ise genellikle İngiliz hukukunda kullanılan mortgage ve charge gibi “teslimsiz rehin”dir (*non-possesory pledge*). Ayrıntılı bilgi için bkz. Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, s. 10 § 2.7; Haentjens, op. cit., s. 21. Ancak belirtmek gerekir ki, Türk hukukunda da alacak rehni bakımından teslimsiz rehin öngörülmüştür (TMK m. 954, 955). Bkz. Serozan, **Taşınır Eşya**, s. 341; Oğuzman, Seliçi, Oktay Özdemir, **Eşya Hukuku**, s. 1030 vd.

¹¹⁵ Bkz. Ooi, Shares, s. 230 vd.

D. Aracılaştırılmış Sistemde Milletlerarası Menkul Kıymet Ticareti

Menkul kıymet ticaretinin taraflarının aynı ülkede yerleşik olduğu ve takas işlemlerinin de yine tarafların yerleşik olduğu ülkedeki tek bir takas ve uzlaşma sistemi dâhilinde gerçekleştirildiği menkul kıymet işlemleri “yerel menkul kıymet ticareti” (*domestic trade*) ve “yerel takas” (*domestic settlement*) olarak nitelendirilmektedir¹¹⁶.

Yabancılık unsuru içeren menkul kıymet işlemleri ise, “milletlerarası menkul kıymet ticareti” (*international trade*) olarak adlandırılmaktadır. Menkul kıymet işleminin taraflarının (alıcı, satıcı veya teminat veren, teminat alan) ve/veya işleme konu edilen menkul kıymetlerin ve/veya menkul kıymetlerin saklanması ve takas hizmetlerini veren aracı kurumların farklı milli hukuklara tâbi olmaları halinde işlem milletlerarası nitelik kazanmaktadır¹¹⁷.

“Sınır-aşan takas” (*cross-border settlement*) ise, menkul kıymet işleminin taraflarından birinin veya her ikisinin de bulunduğu ülkeden başka bir ülkede, gerçekleşen takas işlemleri olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla bir milletlerarası menkul kıymet işlemi, mutlaka bir sınır-aşan takas işlemi ile sonuçlandırılmaktadır¹¹⁸.

Uygulamada milletlerarası menkul kıymet işlemlerinde en sık rastlanılan örnek, taraflardan birinin işleme konu menkul kıymetlerin ihraç edildiği ve/veya depo edildiği ülkede yerleşik olması ve diğerinin ise başka bir ülkede yerleşik bulunmasıdır. Milletlerarası bir menkul kıymet işleminin takası da genellikle, milletlerarası ticarete konu menkul kıymetin ihraç edildiği ülkede gerçekleşmektedir. Dolayısıyla bu işlemlerin tamamlanması yani sınır-aşan takas için, bir ülkede

¹¹⁶ Benjamin, Yates, Montagu, op. cit, s. 147

¹¹⁷ Benjamin, Yates, Montagu, op. cit, § s. 147; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 9 Int. 18.

¹¹⁸ Committee on Payment and Settlement Systems of the Central Banks of the Group of Ten Countries, Cross-Border Securities Settlements, Bank for International Settlements, Basle, March 1995, (BIS-Cross-Border Securities Settlements), s. 1, 8, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/cpss12.pdf>, 12 Kasım 2013; Giovannini Report 2001, s. 7.

bulunan menkul kıymetlerin başka bir ülkeye transferi ve karşılığında da bir ülkeden başka bir ülkeye ödeme yapılması gerekmektedir¹¹⁹.

Elektronik takas yapılanmasında, bir menkul kıymet işleminin takasında, farklı ülkelerde yerleşik her iki tarafın da bu işlemi gerçekleştirecek takas sistemlerine erişmesi gerekmektedir. Yerel, yani menkul kıymet ticaretinin taraflarının aynı ülkede yerleşik olduğu menkul kıymet işlemlerinde takas, o ülkedeki takas sistemi dâhilinde gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla yerel menkul ticaretinde, tüm aracı kurumlar ve yatırımcılar aynı hukuk sistemine tâbidirler. Ancak menkul kıymet işleminin taraflarından birinin veya her ikisinin de yerleşik oldukları ülkeden başka bir ülkede gerçekleşen sınır-aşan takas işlemlerinde, elektronik takasın gerçekleşebilmesi için ise mutlaka yabancı bir ülkede bulunan takas sistemine erişim ve/veya farklı takas sistemlerinin birbirleri ile iletişimi gerekmektedir. Yerel takas ile sınır-aşan takas arasındaki fark da işte bu yabancı bir takas sistemine erişimdir¹²⁰.

Yabancı bir takas sistemine erişimin ve/veya takas sistemlerinin aralarındaki iletişimin sağlanabilmesi için ise yerel takas sürecine nazaran ek aracı kurumlara ihtiyaç duyulmaktadır. Milletlerarası menkul kıymet ticareti ve takasında, yerel ticaretteki CSD'lere ve aracı kurumlara ek olarak, farklı ülkelerdeki merkezi saklama ve takas sistemlerine bağlantıları ile erişimi olan ICSD'ler, "global saklama kuruluşları" (*global custodians*)¹²¹ ve "yerel acentalar" (*local agents*)¹²² devreye

¹¹⁹ BIS-Cross-Border Securities Settlements, s. 1, 8; Giovannini Report 2001, s. 7. Fakat uygulamada genellikle Eurobond'lar bakımından olduğu üzere, takasın gerçekleştiği ülke, taraflardan her ikisine de yabancı bir ülke olabildiği gibi Eurobond'un ihraç edildiği ülkeye de tamamen yabancı bir ülke de olabilmektedir.

¹²⁰ BIS-Cross-Border Securities Settlements, s. 1, 8; Giovannini Report 2001, s. 7; Benjamin, Yates, Montague, op. cit, s. 147. Bu noktada özellikle belirtmek gerekmektedir ki, bir menkul kıymetin ihraç edildiği ülkeden başka bir ülkede işlem görmesi, işlemin taraflarının aynı ülkede bulunması ve işlemin takasının da bu ülkede gerçekleşmesi halinde bu işlem bir sınır-aşan takas işlemi olarak değerlendirilmemektedir. Buna örnek olarak, yabancı bir ülkede ihraç edilen yabancı menkul kıymetleri temsilen çıkarılan depo sertifikalarının iç piyasalarda işlem görmesi gösterilmektedir. Ancak bu hallerde de, bir milletlerarası saklama ilişkisinin varlığı gözden kaçırılmamalıdır. Bu nedenle bu durumda da işleme bir yabancılık unsuru katılmış olmaktadır. Bkz. BIS-Cross-Border Securities Settlements, s. 8.

¹²¹ "Global saklama kuruluşları" (*global custodian*); müşterilerine sadece kurulu bulunduğu ülkenin sermaye piyasalarında işlem gören ve takas işlemleri gerçekleştirilen menkul kıymetlere yönelik olarak değil, aynı zamanda başka ülkelerde de işlem gören ve takas işlemleri gerçekleştirilen menkul kıymetlere ilişkin olarak da saklama hizmetleri sağlayan saklama kuruluşlarıdır. Bkz. BIS Glossary, s. 25.

girmektedir. Dolayısıyla menkul kıymetlerin, milletlerarası alanda saklanması ve takası, saklama ve takas kuruluşu olarak faaliyet gösteren ve milli hukuklara tabi birden çok aracı kuruluşun dâhil olmasını gerektirmektedir¹²³.

Örneğin; kurumsal bir yatırımcı menkul kıymetlerini, söz konusu menkul kıymetlerin ihraç edildiği ülkedeki CSD'nin üyesi/katılımcısı olan bir alt-saklama kuruluşu ile bağlantısı olan global bir saklama kuruluşu aracılığı ile elinde tutabilir. Yine örneğin; bir broker menkul kıymetlerini, söz konusu menkul kıymetlerin ihraç edildiği ülkedeki CSD veya o CSD'nin üyesi/katılımcısı bir yerel acenta ile bağlantısı bulunan kendi ülkesindeki CSD veya bir ICSD aracılığı ile de elinde tutabilmektedir¹²⁴.

İşte milletlerarası menkul kıymet ticaretinde, menkul kıymetlerin saklama ve takas işlemlerinin gerçekleştirilebilmesi için farklı milli hukuklara tabi birden çok aracı kurumun devreye girerek işlemlere katılması, milletlerarası menkul kıymet ticaretinde sıklıkla kanunlar ihtilafı sorunları ile karşılaşılmasına sebep olmaktadır. Bu kanunlar ihtilafı sorunlarından en önemlisi ve cevap bekleyen sorun ise, yukarıda açıkladığımız milletlerarası aracılaştırılmış sistemde işlem gören aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarının hangi hukuka göre çözümleneceği meselesidir.

Ancak kanunlar ihtilafına ilişkin açıklamalara geçmeden önce, menkul kıymet hesabı sahiplerinin menkul kıymet hesaplarında gerçekleştirilen alacaklandırma kayıtları neticesinde ne tür bir hak sahipliğine kavuştuklarının ve elde ettikleri hak ve

¹²² “Yerel acenta”lar (*local agents*); diğer ülkelerde kurulu bulunan ICSD’ler gibi saklama ve takas işlemlerini yürüten aracı kurumlara, kurulu bulunduğu ülkenin sermaye piyasalarında işlem gören ve takas işlemleri gerçekleştirilen menkul kıymetlere ilişkin olarak saklama hizmetleri sunan saklama kuruluşlarıdır. Bkz. BIS Glossary, s. 29.

¹²³ Bkz. Committee on Payment and Settlement Systems & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Recommendations for Securities Settlement Systems, November 2001, (CPSS/IOSCO Recommendations), s. 20; BIS-Cross-Border Securities Settlements, s. 55; Giovannini Report 2001, s. 10.

¹²⁴ Benjamin, Yates, Montagu, op. cit, s. 5 § 1.8; BIS-Cross-Border Securities Settlements, s. 55; Joanna Benjamin, “Cross-Border Proprietary Rights: Taking Security and Insolvency” (Cross-Border Proprietary Rights), **Butterworths Journal of International Banking and Financial Law**, Vol. 12. No. 1, January 1997, pp. 6-19, s. 6 dn. 2.

menfaatlerin hukuki niteliğinin belirlenmesi gerektiğinden ikinci bölümde bu konular ele alınacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM
ARACILAŞTIRILMIŞ SİSTEMDE
MENKUL KIYMETLERE İLİŞKİN HAK SAHİPLİĞİ VE
HAKKIN HUKUKİ NİTELİĞİ

I. GENEL BİLGİ

Çalışmamızın birinci bölümünde yapısını ve özelliklerini incelediğimiz aracılaştırılmış elde tutma sistemi dâhilinde menkul kıymet hesaplarında saklanan ve bu hesaplar aracılığı ile kayden işlem gören menkul kıymetlere ilişkin olarak hesap sahibi yatırımcı ve teminat alacaklılarının, bu menkul kıymet hesaplarına alacaklandırılan menkul kıymetler üzerinde elde ettikleri hak sahipliğinin türü ve bu hakların hukuki niteliği, aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğine ilişkin ihtilaflara uygulanacak hukukun belirlenmesinde büyük önem arz etmektedir.

Zira aracılaştırılmış sistemde saklanan ve işlem gören aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerinde milletlerarası nitelikli hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak ve milletlerarası özel hukuk hakkaniyetini tesis edecek bir bağlama kuralının tesis edilebilmesi için öncelikle, hak sahipliğinin türü ve hakkın muhtevasının hukuki niteliğinin tespiti yani başka bir ifade ile bağlanma konusunun tespiti gerekmektedir.

Ancak daha önce de belirttiğimiz üzere, aracılaştırılmış sistemde bir menkul kıymet hesabına alacaklandırılmış menkul kıymetlere ilişkin olarak hesap sahiplerinin elde ettikleri hak sahipliği ve bu hakların muhtevası milli hukuk sistemlerinde farklı hukuki nitelendirmelere tabi tutulmuştur.

İlk bölümde incelediğimiz menkul kıymetlerin saklanması ve takasına ilişkin sistemlerin işleyişindeki köklü operasyonel ve yapısal değişiklikler, menkul kıymet ticaretinin tarafları olan yatırımcıların iktisap ve tasarruf ettikleri malvarlığı değerinin hukuki niteliğini de değiştirmiştir. Aracılaştırılmış elde tutma sisteminde, elektronik takas sistemlerinin geliştirilmesiyle, fiziki formda bulunan senede

bağlanmış menkul kıymetlerin dolaşımı hareketsizleştirme veya kaydileştirme yöntemleri ile bertaraf edilmiştir.

Aracılaştırılmış sistem dahilinde yatırımcı, menkul kıymetleri, menkul kıymetlerin bağlandıkları senetlerin zilyetliğinin iktisabı veya ihraççının hak sahipliği siciline tescil ile değil, aracı kuruluşlar nezdinde açılan menkul kıymet hesaplarına yapılan alacaklandırma veya borçlandırma kayıtları ile iktisap etmekte, elinde tutmakta ve tasarruf etmektedir. Menkul kıymetleri, menkul kıymet hesaplarındaki kayıtlar ispat etmektedir. Yani sistem dahilinde tasarruflar, menkul kıymet hesabının dayanak varlığı olan menkul kıymetler fiziki senet formunda olsa dahi, bu senetlerin tedavülü ile değil kaydi olarak gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla menkul kıymetlerin bağlandığı senetler işlevlerini yitirmiştir. Menkul kıymetlerin elde tutulması ve takas sistemleri, fiziksel dünyadan, sanal dünyaya hızlı bir şekilde evrilmiştir.

Kağıt dolaşımı bertaraf edilerek, menkul kıymetlerin iktisabı, saklanması ve tasarrufunun menkul kıymet hesaplarındaki kayıtlar ile gerçekleşmesi aracı kurumların bu işlemlere dahil olmasını beraberinde getirmiştir. Nitekim yatırımcı veya teminat alacaklısının kaydileştirilmiş veya hareketsizleştirilmiş dayanak varlık olan menkul kıymetler üzerinde sahip oldukları haklar, aracı kurum nezdinde açılan menkul kıymet hesaplarına işlenmekte ve menkul kıymet hesabını sağlayan ve yürüten ilgili aracı kurum da bu menkul kıymetleri başka bir aracı kurum nezdinde yürütülen menkul kıymet hesaplarında tutmaktadır. Bu elde tutma zinciri en üst kademe de bulunan merkezi saklama kuruluşları CSDler veya ICSDlere kadar gitmektedir. Özellikle milletlerarası menkul kıymet işlemlerinde, yabancı takas sistemlerine erişim gerekliliği işleme dahil olan aracı kurum sayısını arttırmaktadır. Dolayısıyla nihai hesap sahibi ile ihraççı ve dolayısıyla menkul kıymet hesapları aracılığı ile işlem gören dayanak menkul kıymetler arasındaki ilişki fiilen doğrudanlığını yitirmektedir.

Ayrıca yine ilk bölümde incelediğimiz üzere, menkul kıymetlerin iktisabı, saklanması ve tasarrufuna ilişkin olarak, senet dolaşımının bertaraf edilmesinin yanında, aracı kurumlar takas işlemlerinin hızlanması, likiditenin sağlanması ve

saklama masraflarının azaltılması için genellikle havuz müşteri hesapları kullanmaktadır. Havuz hesaplarda, farklı hesap sahiplerinin aynı ihraca ait ve aynı hakları veren menkul kıymetleri, hesap sahiplerinin kimliklerine ve hesaplarına ilişkin ayrıntılar belirtilmeksizin, menkul kıymet hesabının bulunduğu aracı kurumdan bir üst kademede yer alan aracı kurumda toplu halde saklanmaktadır. Bu nedenle, havuz hesapların kullanıldığı şeffaf olmayan sistemlerde, herhangi bir menkul kıymet ile herhangi bir hesap sahibi arasında aidiyet ilişkisi kurulamamaktadır¹.

Ancak sermaye piyasalarında menkul kıymetlerin saklanması ve takas sistemlerinde benzer şekilde yaşanan bu operasyonel gelişmeler, piyasa uygulamaları ile milli hukuklarda menkul kıymet işlemleri için öngörülen hukuki düzenlemeler arasında uyumsuzluklara sebep olmuştur. Zira milli hukuk sistemlerinde menkul kıymetlerin iktisabı, saklanması ve tasarrufuna ilişkin hukuki rejim, menkul kıymetleri temsil eden veya ispatlayan belge veya senetlerin tedavülünü esas alan kıymetli evrak hukukuna ve aynı hakkın konusu olarak eşyanın varlığını ve bu eşyanın belirli olmasını ve eşya üzerinde doğrudan, aracısız hakimiyeti şart koşan geleneksel eşya hukuku teorilerine dayanmaktadır. Özetle milli hukuk sistemlerinde menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliği işlemleri ile ilgili hukuki rejim, menkul kıymetlerin bağlandıkları senetlerin doğrudan ihraççıdan zilyetliklerinin iktisabı ile ve devir ve teminat hakkı tesisi işlemlerinin de bu senetlerin fiziki tedavülü yani teslimi ile gerçekleşmesini esas alan düzenlemelerden oluşmaktadır.

¹ Müşteri ismine saklama yönteminin uygulandığı şeffaf sistemin uygulandığı ülkelerde, tümüyle yerel iç piyasa işlemlerinde ise durum farklıdır. Şeffaf sistemlerde hesap sahiplerinin hesap ve işlem detayları ve kimlikleri bir üst kademede yer alan aracı kuruma aktarılmakta ve nihayetinde sistemin tepesinde yer alan aracı kurum olan Merkezi Saklama Kuruluşu'nda açılan alt-hesaplarla izlenmektedir. Bkz. Yukarıda, s. 38. Ancak şeffaf sistemlerde de, menkul kıymet hesabının dayanak varlığını oluşturan menkul kıymetler münferit senetler formunda olup saklama kuruluşuna fiziksel olarak ayrıştırılarak (örneğin; özel bir kasada veya diğerlerinden ayrı bir şekilde bir ile bağlanarak saklanması gibi) veya kaydıleştirilmiş formda olup her bir kaydıleştirilmiş menkul kıymet tek tek numaralandırılmak suretiyle ihraç edilerek tevdi edilmiş olmadıkça, hesap sahibi ile belirli bir veya birden çok menkul kıymet arasında aidiyet ilişkisi kurulması söz konusu değildir. Şeffaf sistemlerde müşteri ismine hesaplar açılması ve işlemlerin hesap sahibi bazında izlenmesi, hesap sahibinin ayrı bir malvarlığı değerinin tek başına sahibi olduğu anlamına gelmemekte, sadece sahip olduğu hak ve menfaatin müşterek hesap havuzundan dışarıda tutulduğu ve bu nedenle ilgili aracı kurumdan daha üst kademede aracı kurumların kayıtlarında belirlenebilir olduğu ve bu nedenle ihraççıya kadar elde tutma zincirinin üst kademelerine doğru takip edilebilir olduğu anlamına gelmektedir. Bkz. Roy Goode, "Are Intangible Assets Fungible?" (Fungible), *LMCLQ*, 2003, pp. 379-388, s. 388.

Aracılaştırılmış sistemde ise, senet dolaşımı ve hatta senet ihracının bertaraf edilerek yerini menkul kıymet hesaplarındaki elektronik veri girişlerinin alması, öncelikle aracılaştırılmış menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliğini koruyup korumadığı tartışmalarına sebebiyet vermiştir. Buna bağlı olarak, kaydileştirme ile maddi formdan gayri-maddi forma dönüşen menkul kıymetler, klasik eşya hukuku ilkeleri çerçevesinde eşya tanımına girmediğinden, bu sistemde elde tutulan menkul kıymetlerin aynı hakka konu edilememeleri ve bu nedenle yatırımcıların haklarının etkin bir biçimde korunamaması sorunu doğmuştur. Ayrıca kaydileştirme olmasa dahi hareketsizleştirilmiş menkul kıymetlerin, doğrudan ihraççıdan (nama yazılı menkul kıymetler bakımından ihraççının siciline kayıt veya senedin ciro ve teslimi ile ve hamiline yazılı menkul kıymetler bakımından da senedin teslimi ile) iktisap edilmesi yerine, aracı kurumlar nezdinde açılan menkul kıymet hesaplarına yapılan kayıtlar ile iktisap edilmesi aynı hakkın temel şartlarından olan doğrudan, aracısız hâkimiyet şartını zedelemiştir.

Ayrıca aracılaştırılmış sistemde havuz hesapların kullanılması, aynı ihraca ait ve aynı hakları bahşeden misli nitelikteki menkul kıymetlerin karışmalarına sebebiyet vererek aynı haklarda belirlilik ilkesini zedelemiştir.

Neticede uygulama ile milli hukuklarda menkul kıymetler için öngörülen geleneksel hukuki rejim arasındaki bu uyumsuzluklar aracılaştırılmış sistemde yatırımcıların, eşya ve kıymetli evrak hukuku esasları çerçevesinde, kıymetli evrak teorisinin ve aynı hakkın sağladığı koruma ve ayrıcalıkları kaybetmeleri riskini doğurmuştur. Daha spesifik olmak gerekirse yatırımcı veya teminat alacaklısı, gerçekleştirdikleri işlemin geçersizliği riski yanında üçüncü kişilerin muhtemel karşı iddiaları ve aracı kurumun iflası veya açığa düşmesi (*short-fall*) riski ile karşı karşıya kalmıştır².

Aracılaştırılmış sistemde hesap sahibi yatırımcıların sahip oldukları hakların hukukî niteliğine ilişkin bu belirsizliklerin giderilmesi için ise millî hukuk sistemleri hukuki

² Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, pp. 107-130, s. 108 dn. 8, 118.

çareler geliştirmeye başlamışlardır. Ancak milli hukuk sistemlerinin kıymetli evrak hukuku ve eşya hukukuna ilişkin olarak benimsedikleri ekonomi ve hukuk politikaları ve sahip oldukları geleneksel temel ilke ve kurumların birbirinden farklı olması sebebiyle her hukuk sistemi menkul kıymet hesabı sahibi yatırımcının hesabına yapılan alacaklandırma kaydı ile iktisap ettiği hak sahipliğinin türü ve bu hakların hukuki nitelendirmesinde farklı yöntemler geliřtirmiřtir³. Bu noktada özellikle Kıta Avrupası hukuk sistemleri ile Anglo-Sakson hukuk sistemleri arasında büyük farklılıklar oluřmuřtur⁴.

Nitekim aracılaştırılmış menkul kıymetlerin milletlerarası ticaretinde, hak sahipliği meselelerinde kanunlar ihtilafının sıklıkla doğmasının ve bu nedenle bu alanda sistemin ihtiyaçlarına uygun bir bağlama kuralına ihtiyaçduyulmasının başlıca sebebi de, milli hukuklarda bu alandaki maddi hukuk düzenlemelerinde var olan farklılıklar ve uyumsuzluklardır. Dolayısıyla bu farklılıkların hangi bakımlardan ve ne ölçüde olduğunun ortaya konması gerekmektedir.

Ülke uygulamalarında benimsenen aracılaştırılmış sistemleri çeşitli kriterlere göre sınıflandırmak mümkündür⁵. Bunlardan sistemin yapısına ve işleyişine ilişkin olarak merkezi saklamanın, toplu saklama ve müşteri ismine göre saklama uygulamaları esas alınarak yapılan şeffaf sistem-şeffaf olmayan sistem ayrımını ilk bölümde merkezi saklama bahsinde incelemiřtik⁶.

³ Guynn, *Modernizing Securities Ownership*, s. 25 vd.; James Steven Rogers, “Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8” (Revised UCC Art. 8), *UCLA Law Review*, Vol. 43, 1996, pp. 1431-1545, s. 1435 vd.; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 3; A. O. Austen-Peters, *Custody of Investments*, Oxford University Press, 2000, s. 13 vd, 21 vd.; Benjamin, Yates, Montagu, op. cit. s. 13 § 2.1; Bernasconi, Potok, Morton, *Conflict of Law Analysis*, s. 8, § 2.3; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 4.

⁴ Ayrıntılı bilgi için bkz. Eva Micheler, “Doctrinal Path Dependence and Functional Convergence: The Case of Investment Securities” (Doctrinal Path Dependence), January 31, 2006, (Çevrimiçi) <http://ssrn.com/abstract=880110>, 12 Kasım 2013; Eva Micheler, *Property in Securities: A Comparative Study* (Property in Securities), New York, Cambridge University Press, 2007; Changmin Chun, *Cross-Border Transactions of Intermediated Securities: A Comparative Analysis in Substantive Law and Private International Law*, Springer, Berlin 2012; Thevenoz, *Legal Risk*, s. 408-409.

⁵ UNIDROIT Explanatory Notes, s. 5-6; Goode, Kanda, Kreuzer, *Hague Explanatory Report*, s. 10 Int. 22-23; Thevenoz, *Legal Risk*, s.404-410; Gullifer, op. cit, pp. 1-32, s. 7.

⁶ Merkezi saklama için bkz. Yukarıda, s. 33 vd.

Bu bölümde ise öncelikle menkul kıymet hesaplarına yapılan alacaklandırma kayıtları ile elde edilen hak sahipliğinin kaynağına ilişkin ayırım ele alınacaktır. Bu bağlamda menkul kıymet hesaplarına yapılan alacaklandırma kayıtları ile hesap sahiplerinin elde ettikleri hak sahipliğinin kaynağı bakımından benimsenen ayırım ve bu kapsamda, hesap sahiplerinin menkul kıymet hesaplarından kaynaklanan haklarını, menkul kıymet hesaplarının bulunduğu ilgili aracı kurumun yanı sıra ihraççıya karşı da ileri sürebilmesine imkan veren “doğrudan hak sahipliği sistemi” (*direct ownership system*) ve hesap sahiplerinin sadece ilgili aracı kuruma karşı talep haklarının olduğunu kabul eden “dolaylı hak sahipliği sistemi” (*indirect ownership system/multi-tiered entitlements*) incelenecektir⁷. Belirtilmelidir ki bu ayırım ayrıca, kanunlar ihtilafı analizimiz açısından da büyük önem arz etmektedir⁸.

Hesap sahiplerinin hak sahipliğinin kaynağına göre yapılan bu sınıflandırma altında ayrıca her hukuk sistemi, menkul kıymet hesabı sahiplerinin sahip olduğu hakkı farklı nitelendirmektedir. Bu nedenle dolaylı ve doğrudan hak sahipliği sistemi ayırımından sonra, hak sahibinin elde ettiği hakların hukuki niteliğine ilişkin olarak milli hukuklarda öngörülen düzenlemeler incelenecektir.

II. ARACILAŞTIRILMIŞ SİSTEMDE MENKUL KIYMETLER ÜZERİNDE HAK SAHİPLİĞİ KONUSUNDA YAKLAŞIMLAR

Hesap sahiplerinin menkul kıymet hesaplarında gerçekleştirilen alacaklandırma kayıtları neticesinde elde ettikleri hak sahipliğine ilişkin olarak doktrinde milli hukuk sistemlerinin “menkul kıymet hesapları ile elde edilen hakkın kaynağı” kriteri çerçevesinde temel bir ayırma tabi tutulduğu görülmektedir. Bu bağlamda, hukuk sistemleri arasında “doğrudan hak sahipliği sistemi” (*direct ownership system*) ve

⁷ Bu noktada belirtilmelidir ki; şeffaf-şeffaf olmayan sistem ayırımı ile doğrudan-dolaylı hak sahipliği sistemi ayırımı farklı kriterlere dayanan ayrımlardır. Bkz. UNIDROIT Transparent Systems Paper, s. 2. Ancak bakıldığında, şeffaf sistemi benimseyen tüm ülkelerin, doğrudan hak sahipliğini kabul ettikleri görülmektedir. Buna karşılık, doğrudan hak sahipliği sistemini kabul eden her ülke, şeffaf sistem uygulamasına sahip değildir (örn.; Almanya, İsviçre ve Japonya). Diğer taraftan, dolaylı hak sahipliği sistemini kabul eden tüm ülkelerin şeffaf olmayan sistem uygulamasını yürüttükleri gözlemlenmektedir.

⁸ Guynn, *Modernizing Securities Ownership*, s. 25 vd., 43 vd.; Guynn, Marchand, *Transfer or Pledge of Securities*, s. 58-59; Ooi, *Shares*, s. 78-80 § 5.45-5.49.

“dolaylı hak sahipliği sistemi” (*indirect/multi-tiered ownership system*) ayrımı yapılmaktadır⁹.

Bu ayırmda bir menkul kıymet hesabına alacaklandırılmış menkul kıymetlere yani aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğinin “doğrudan” ve “dolaylı” olması bakımından kriter, yatırımcının menkul kıymet hesabına yapılan alacaklandırma neticesinde sahip olduğu hakkın hukukî kaynağıdır. Bu bağlamda ihraççı ile hesap sahibi arasında faaliyet gösteren aracı kurumların, ilgili milli hukuk düzenlemeleri uyarınca, müşterileri hesabına açtıkları ve yürüttükleri menkul kıymet hesaplarına alacaklandırılan menkul kıymetler üzerinde herhangi bir hak sahipliği elde edip etmedikleri ve buna bağlı olarak hesap sahiplerinin, menkul kıymet hesabındaki alacaklandırma kayıtları neticesinde elde ettikleri hakları ihraççıya karşı ileri sürebilip süremediklerine bakılmaktadır¹⁰.

Bu çerçevede, nihaî hesap sahiplerinin menkul kıymet hesapları aracılığı ile dayanak varlık olan menkul kıymetler üzerinde sahip olduğu hak ve menfaatlerine ilişkin olarak ihraççı ile arasında doğrudan bir hukukî ilişkinin tesis edildiğini kabul eden milli hukuklar “doğrudan hak sahipliği”; hesap sahiplerinin menkul kıymetlere ilişkin hak ve menfaatlerinin kendisine menkul kıymet hesabı aracı kurumun söz konusu menkul kıymetlere ilişkin hak ve menfaatlerinden kaynaklandığını ve dolayısıyla hesap sahibi ile ihraç edilen menkul kıymetler arasında doğrudan bir hukukî ilişkinin var olmadığını kabul eden milli hukuklar “dolaylı hak sahipliği” sistemleri olarak olarak adlandırılmaktadırlar¹¹.

⁹ UNIDROIT Explanatory Notes, s. 5-6; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 10 Int. 22-23; Thevenoz, Legal Risk, s. 407; Gullifer, op. cit, s. 7.

¹⁰ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 53 dn. 10; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 26 § 1.93; Goode, Kanda, Kreuzer, Hague Explanatory Report, s. 9 Int. 19; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 5 dn. 42; Thevenoz, Legal Risk, s. 407; Gullifer, op. cit, s. 7.

¹¹ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 9 Int. 19; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 5 dn. 42; Thevenoz, Legal Risk, s. 407.

A. Dolaylı Hak Sahipliği Yaklaşımı

Dolaylı hak sahipliğini kabul eden hukuk sistemleri uyarınca, elde tutma zincirinde yatırımcı ile ihraççı arasında menkul kıymet hesabı sağlayan aracı kurumlardan her birisi, kendi tuttukları menkul kıymet hesaplarına alacaklandırılan menkul kıymetler üzerinde bir tür hak sahipliği tesis etmektedir. Bu nedenle, yatırımcının menkul kıymet hesabına yapılan alacaklandırma ile iktisap ettiği hak, ihraççı tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerden değil, kendisine menkul kıymet hesabı sağlayan ilgili aracı kurumun tesis ettiği söz konusu haktan kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla da nihai hesap sahibi yatırımcı elde ettiği hakkı sadece ilgili aracı kuruma karşı ileri sürebilmektedir. Yani hesap sahibi ile ihraççı arasındaki ilişki tamamen kopmaktadır¹².

Dolaylı hak sahipliği sistemini benimseyen milli hukuklarda, hesap sahipleri hesaplarında gerçekleştirilen alacaklandırma kaydı neticesinde elde ettikleri hakkı sadece ilgili aracı kuruma karşı ileri sürülebildiklerinden ve bu bakımdan ihraççı ile hesap sahipleri arasındaki hukuki ilişki tamamen koptuğundan, nama yazılı menkul kıymetler bakımından ihraççının hak sahipliği sicilinde hak sahibi olarak CSD veya ICSD gözükmektedir¹³.

Dolayısıyla bu sistemde, ihraççı şirket nazarında hak sahibi elde tutma zincirinin en üst kademesinde yer alan CSD veya ICSD'dir. Zira ne nihaî hesap sahibi yatırımcılar ne de aracı kurumlar ihraççının sicilinde hak sahibi olarak görünmekte veya maddî formdaki menkul kıymetlerin fiilî olarak zilyetliğini ellerinde bulundurmaktadırlar. Hesap sahipleri, sahip oldukları hakları sadece kendilerinden bir üst kademe de bulunan ilgili aracı kuruma karşı ileri sürebilmektedirler¹⁴.

¹² Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 9 Int. 19; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 5 dn. 42; Thevenoz, Legal Risk, s. 408; Gullifer, op. cit., s. 7.

¹³ Goode, Dematerialised and Immobilised Securities, s. 114-115; Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 52 § 3.04; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 14; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 24 § 1.85; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 9 Int. 19; Thevenoz, Legal Risk, s. 408; Gullifer, op. cit, s. 7.

¹⁴ Goode, Dematerialised and Immobilised Securities, s. 111; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 27 § 1.100; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 2, 14; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague**

Netice itibariyle dolaylı hak sahipliği sistemi dâhilinde gerek aracı kurumlar gerekse nihai hesap sahibi yatırımcıların sahip oldukları hak ve menfaatlerin hukukî dayanağı dayanak varlık olan menkul kıymetler değil, kendilerine menkul kıymet hesabını sağlayan ve yürüten aracı kurumdaki menkul kıymet hesaplarıdır. Bu nedenle bu hukuk sistemlerinde, aracılaştırılmış menkul kıymetler, yani hesap sahiplerinin alacaklandırma neticesinde elde ettiği hak hukuken, ihraççı tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerden ayrı bir malvarlığı değeri olarak nitelendirilmektedir¹⁵.

Dolaylı hak sahipliği sistemini benimseyen hukuk sistemlerine örnek olarak; ABD, İngiltere, Belçika ve Lüksemburg gösterilebilir.

B. Doğrudan Hak Sahipliği Yaklaşımı

Doğrudan hak sahipliği sistemini kabul eden hukuk sistemlerinde ise, menkul kıymetlerin elde tutulması zincirinde nihai hesap sahibi yatırımcı ile ihraççı arasında yer alan aracı kurumların, menkul kıymetler üzerinde herhangi bir hak sahipliği tesis etmeksizin, sadece hesap sahibinin vekili sıfatıyla hareket ettikleri kabul edilmektedir. Bu nedenle, nihai hesap sahibi yatırımcının menkul kıymet hesabına yapılan alacaklandırma ile iktisap ettiği hak doğrudan ihraççı tarafından ihraç edilen menkul kıymet hesaplarının dayanak varlıkları olan menkul kıymetlerden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla da, nihai hesap sahibi yatırımcıların menkul kıymetler üzerinde sahip oldukları haklar sadece menkul kıymet hesabını sağlayan aracı kurum nezdinde değil, ihraççı tarafından da tanınmakta ve ona karşı da ileri sürülebilmektedir¹⁶.

Bu sistemde nama yazılı menkul kıymetler bakımından, ihraççının hak sahipliği sicilinde hak sahibi olarak, CSD veya ICSD değil, nihai hesap sahibi yatırımcı

Explanatory Report, s. 9 Int. 19; Ooi, **Shares**, s. 48 § 3.16 vd.; Haentjens, op. cit., s. 16; Thevenoz, **Legal Risk**, s. 408; Gullifer, op. cit., s. 7.

¹⁵ Goode, **Dematerialised and Immobilised Securities**, s. 112, 122; Goode, **Security Entitlements**, s. 23; Bernasconi, **Preliminary Document no. 1**, s. 14; Benjamin, **Financial Law**, s. 430 § 19.07; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 29 § 1.105; Thevenoz, **Legal Risk**, s. 408; Ooi, **Shares**, s. 48-49 § 3.16 vd., s. 76-77 § 5.42 vd., s. 97-98 § 6.28 vd.

¹⁶ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 9 Int. 19, s. 34 Int. 1-16; UNIDROIT **Explanatory Notes**, s. 5 dn. 42; Thevenoz, **Legal Risk**, s. 409; Gullifer, op. cit., s. 7.

gözükmektedir. Sonuç itibariyle nihai hesap sahibi, menkul kıymet hesabının dayanağı olan menkul kıymetler üzerinde hak sahipliği bağlamında ihraççı ile olan doğrudan ilişkisini devam ettirmektedir¹⁷.

Ancak nihai hesap sahibi yatırımcıların menkul kıymet hesaplarının dayanak varlıkları olan menkul kıymetler üzerindeki haklarının doğrudan olduğunun kabulü ve hak sahipliğine ilişkin haklarını doğrudan ihraççıya yöneltebilmeleri doğrudan hak sahipliği sisteminin aracılaştırılmış sistemin bir türü olduğunu değiştirmemektedir. Zira nihai hesap sahipleri, menkul kıymetlere ilişkin haklarını, menkul kıymetlerin doğrudan zilyetliğinin iktisabı veya doğrudan ihraççının siciline tescil edilmek suretiyle değil, menkul kıymet hesabında gerçekleştirilen alacaklandırma kaydı neticesinde iktisap etmektedir. Bu nedenle doğrudan hak sahipliği sistemini benimsemiş bir milli hukuka tabi olarak işlem yapan hesap sahibi yatırımcıların hakları da aracılaştırılmış menkul kıymet olarak nitelendirilmektedir¹⁸.

Doğrudan hak sahipliği sistemini benimsemiş hukuk sistemlerine örnek olarak ise, Türkiye, Almanya, Fransa, İsviçre ve Japonya gösterilebilir.

¹⁷ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 52 dn. 9;85; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 26 § 1.95; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 9 Int. 19; Thevenoz, Legal Risk, s. 409; Gullifer, , s. 7.

¹⁸ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 34 Int. 1-16; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 5 dn. 42; Thevenoz, Legal Risk, s. 410.

III. ARACILAŞTIRILMIŞ SİSTEMDE HESAP SAHİBİNİN HAKKININ HUKUKİ NİTELİĞİ

Yukarıda da belirttiğimiz üzere, milli hukukları, hesap sahiplerinin hak sahipliğinin kaynağına göre doğrudan ve dolaylı hak sahipliğini benimseyen hukuk sistemleri olarak ikiye ayırmak mümkündür. Ancak yapılan bu sınıflandırma altında ayrıca her hukuk sistemi, menkul kıymet hesabı sahiplerinin sahip olduğu hakkın hukuki niteliğine ilişkin olarak farklı düzenlemeler öngörmektedirler. Başka bir ifade ile, aracılaştırılmış menkul kıymetlerin hukuki niteliği her hukuk sisteminde farklı hukuki nitelendirmelere tabi tutulmuştur.

Aracılaştırılmış sistem dahilinde elde tutulan ve işlem gören aracılaştırılmış menkul kıymetlerin çeşitli hukuk sistemlerinde ne şekilde nitelendirildiklerine ilişkin sınıflandırmalara ve açıklamalarımıza geçmeden önce, aracılaştırılmış sistemde menkul kıymet hesabı sahiplerinin ve teminat alacaklılarının geleneksel kıymet evrak ve eşya hukuku kuralları çerçevesindeki hukuki durumunu ve sistem ile bu kurallar arasındaki uyumsuzluklardan doğan problemleri ortaya koymak gerekmektedir.

A. Hesap Sahibinin Geleneksel Kıymetli Evrak ve Eşya Hukuku Kuralları Çerçevesindeki Hukuki Durumu

Hesap sahibinin geleneksel kıymetli evrak ve eşya hukuku kuralları çerçevesindeki hukuki durumu, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliğini taşıyıp taşımadıkları ve bu bağlamda taşınır eşya kurallarına tabi olup olmadıkları noktasındaki tartışmaların yanı sıra havuz hesaplarda toplu saklama sistemi sebebiyle aynı haklarda belirlilik ilkesi tartışmaları çerçevesinde ele alınacaktır.

1. Aracılaştırılmış Sistemde Menkul Kıymetler ve Kıymetli Evrak

Birinci bölümde menkul kıymet kavramına ilişkin açıklamalarımızda da belirttiğimiz üzere, Anglo-Amerikan hukuk sisteminden farklı olarak, Kıta Avrupası hukuku sistemine mensup olan Almanya, İsviçre ve Türk hukuklarında menkul kıymet kavramı, pay sahipliği (şirket paylarında) veya alacaklılık (tahvil gibi borçlanma araçlarında) gibi ihraççıya karşı mali ve/veya yönetsel hakların kendilerini değil, bu kıymetlerin bağlandıkları fiziki kağıt formundaki senetleri ifade edecek şekilde tanımlanmaktadır. Bu bakımdan menkul kıymetler kıymetli evrak statüsünde görülmektedir¹⁹.

Kıymetli evrak ise hakkın senette cisimleşmesi teorisi uyarınca, ekonomik değere sahip olan özel hukuka ilişkin hak ve borçların içerisinde kilitlenerek cisimleştiği ve taşınır mülkiyetine ilişkin kurallara tabi olan maddi malvarlığı değerleridir²⁰. Hakkın senette cisimleşmesi teorisi sayesinde, ekonomik değeri olan alacak hakları, hukuki bir fiksiyon ile cismani varlığı olan bir senet içerisine hapsedilerek fiziki varlık kazanmakta ve bu haklar o senetten ayrı olarak ileri sürülememekte ve herhangi bir tasarruf işlemine konu olamamaktadır²¹. Böylelikle maddi varlığı bulunmayan ve bu bakımdan şahsi hak niteliğinde olup alacağın temliki hükümlerine tabi olan bu haklar, maddi varlık kazandırılarak eşya hukuku anlamında eşya statüsüne kavuşurlar ve zilyetlik ve mülkiyet hakkına konu edilebilirler²². Senede bağlanmış bu hakların

¹⁹ Menkul kıymet kavramı için bkz. Yukarıda, s. 9 vd.

²⁰ von Savigny tarafından geliştirilen “hakkın senette cisimleşmesi teorisi” (Verkörperungstheorie) ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Archibald Brown, **Epitome and Analysis of Savigny’s Treatise on Obligations in Roman Law**, Steven&Haynes, London 1872, s. 99-100; Poroy, Tekinalp, **Kıymetli Evrak**, N. 16; Ülgen, Helvacı, Kendigelen, Kaya, op. cit., s. 17; Öztan, op. cit., s. 13-54; Micheler, Legal Nature of Securities, s. 140-143.

²¹ Türk Ticaret Kanunu’nun 645. maddesinde kıymetli evrak şu şekilde tanımlanmaktadır: “*Kıymetli evrak öyle senetlerdir ki, bunların içerdikleri hak, senetten ayrı olarak ileri sürülemediği gibi başkalarına da devredilemez*”. İsviçre Borçlar Kanunu’nun 965. maddesi de aynı hükmü ihtiva etmektedir. Bu hüküm uyarınca bir kıymetli evrakta bulunması gereken asgari unsurlar şu şekilde sıralanmaktadır; (1) senet; (2) senede mündemiç ve devredilebilir nitelikteki hak ve (3) hak ile senedin birbirine bağlanmış olması. Bkz. Poroy, Tekinalp, **Kıymetli Evrak**, N. 16; Ülgen, Helvacı, Kendigelen, Kaya, op. cit., s. 14; Yasaman, **Menkul Kıymetler Borsası**, s. 18.

²² Türk Medeni Kanunu ve mehz İsviçre Medeni Kanunu’nda, Alman hukukundan farklı olarak (BGB m. 90), “şey” veya “eşya”nın ne olduğuna ilişkin açıkça bir tanım yapılmamış olmakla birlikte, İsviçre Medeni Kanunu’nun 713. maddesi hükmüne paralel şekilde, TMK’nın 762. maddesi taşınır mülkiyetinin konusunu “nitelikleri itibarıyla taşınabilen maddî şeyler ile edinmeye elverişli olan ve

devri de menkul eşyanın devrine ilişkin kurallarla paralel şekilde, senedin zilyetliğinin devrine tabi tutulmaktadır²³. Bu şekilde de, bu hakların tedavülü menkul eşyanın devrine ilişkin hükümlere tabi olarak kolaylaştığı gibi “iyiniyetle iktisap kuralı”nın²⁴ korumasından istifade edilerek çok daha güvenli ve ucuz bir alış veriş hayatına kavuşulmaktadır²⁵.

Hakkın senette cisimleşmesi teorisi sayesinde, esasen pay sahipliği ve/veya alacaklılık hakkı bahşeden ve gayri maddi malvarlığı niteliğinde olan menkul kıymetlerin sahipleri de kıymetli evrak statüsünden ve dolayısıyla eşya hukukunun sağladığı bu avantajlardan yararlandırılmıştır²⁶.

taşınmaz mülkiyetinin kapsamına girmeyen doğal güçlerdir” şeklinde tanımlayarak “cismani/maddi varlığı” bulunan şeylerin aynı hakkın konusunu oluşturabileceğini ifade etmektedir. Oğuzman da aynı şekilde aynı “aynî hakka” konu oluşturabilecek “eşya”yı, “*üzerinde bireysel hâkimiyet sağlanabilecek, ekonomik bir değer taşıyan, kişi ve hayvanlar dışındaki cismani varlıklar*” olarak tanımlamaktadır. Dolayısıyla İsviçre ve Türk hukukunda kural olarak sadece “maddî (cismanî) varlıklar” (tangibles) aynî hakka konu oluşturabilmekte; “gayri maddî varlıklar” (intangibles) ancak şahsi hakkın (personal rights) konusunu oluşturabilmektedirler. Bkz. Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **Eşya Hukuku**, s. 4; Serozan, **Taşınır Eşya**, s. 71 vd. Bu kuralın konumuz açısından önem arz eden istisnası ise, gayri maddî malvarlığı değerlerinin üzerinde birer sınırlı aynî hak çeşidi olan intifa hakkı ve rehin hakkı kurulmasına müsaade eden TMK m. 794 ve TMK m. 820’de düzenlenen “haklar üzerinde intifa hakkı” ve MK m. 954’de yer alan “haklar üzerinde rehin hakkı”na ilişkin düzenlemelerdir. Bkz. Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **Eşya Hukuku**, s. 9. Doktrinde aslında bu hallerde de aynı hakkın sözü konusu olmadığı, burada *aynî hakka benzer mutlak hakların* varlığı ileri sürülmektedir. Bu görüşe göre bu hallerde, aynî hakkın temel unsurları olan eşya üzerinde dolaysız hâkimiyet ve saldırıya karşı koruma yani tecavüz himayesi bulunmamakta; sadece aynî haklara özgü yetkiler olan, sınırlı aynî hakkını her yeni malike karşı ileri sürebilme olanağı olarak ifade edilen “halefiyet himayesi” ve sınırlı aynî hak sahibine diğer alacaklılardan öncelik sağlayan “cebri icra ayrıcalığı” tanınmaktadır. Bkz. Tekinay, Akman, Burcuoğlu, Altop, *op.cit.*, s. 22; Serozan, **Taşınır Eşya**, s. 16.

²³ TTK m. 647: “*Mülkiyet veya sınırlı bir aynî hak kurulması amacıyla kıymetli evrakın devri için her hâlde senet üzerindeki zilyetliğin devri şarttır*”. Aynı yönde İsviçre Borçlar Kanunu m. 967.

²⁴ “İyi niyetle iktisap (kamu güveninin korunması) ilkesi” için bkz. Serozan, **Taşınır Eşya**, s. 63 vd.; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **Eşya Hukuku**, s. 27.

²⁵ Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 109; Bernasconi, *Preliminary Document no. 1*, s. 9; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 32 § 2.05; Benjamin, Yates, Montagu, *op. cit.*, s. 8 § 1.15; Benjamin, **Financial Law**, s. 179, § 8.67; Gullifer, *op. cit.*, s. 1, 26.

²⁶ Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, N. 762, 766, 1094a. Kural olarak, menkul kıymetler “maddî olmayan malvarlığı değerleri”dir ve gerek senede bağlanmış gerekse senede bağlanmamış menkul kıymetler, 19. yüzyılın ortalarına kadar Kıta Avrupası hukukunda bu şekilde nitelendirilmiş ve devirleri “iyiniyetle iktisabın” korunmadığı “alacağın temliki” hükümlerine tâbi kılınmıştır. Fakat menkul kıymetlerin devrinde iyi niyetle iktisabın korunmaması, menkul kıymet alışverişlerinde devreden gerçek hak sahibi olmaması riskini ortaya çıkarmakta ve bu da menkul kıymetlerin piyasa fiyatında düşüşe sebep olmaktadır. Zira söz konusu risk devralan tarafından alış fiyatına yansıtılmaktaydı. Menkul kıymetin ikincil piyasadaki bu değer kaybı, birincil piyasada ihraççıya da yansımaktaydı. Şöyle ki, örneğin bir hisse, ihraççı şirkete karşı yönetsel ve malvarlıksal talep haklarından ve yükümlülüklerden oluşmaktadır. Ancak söz konusu hissenin bir belgeye bağlanması ile Türk hukukunun da dâhil olduğu Kıta Avrupası hukuku sistemlerinde ve Amerikan hukukunda olduğu üzere, hisseden kaynaklanan hak ve borçlar belge veya senet ile bütünleşmekte ve maddî bir

Dolayısıyla pay sahipliği ve/veya alacaklılık hakkı bahşeden gayri-maddi malvarlığı niteliğindeki menkul kıymetler, senede bağlanmadıkça sadece şahsi hakkın konusunu teşkil edebilir ve devir bakımından alacağın temliki²⁷; rehin bakımından ise alacak rehni hükümlerine tabi olurlar²⁸.

Bu tanım ve anlayış sebebiyle, aracılaştırılmış elde tutma sistemi dahilinde işlem gören menkul kıymetlerin, menkul kıymet olup olmadıklarına ilişkin tereddütler doğmuştur. Zira menkul kıymetlerin birer kıymetli evrak sayılması, kıymetli evrakta bulunması gereken asgari unsurların menkul kıymette de bulunmasını

malvarlığı değeri, yani eşya haline gelmektedir. Dolayısıyla artık söz konusu menkul kıymet, kendisini temsil eden senedin ciro ve teslimi ile devredilebilmekte ve aynı hakka konu oluşturabilmekte ve bu bağlamda iyi niyetle iktisap korunabilmektedir. Hisseyi temsil veya ispat edecek bir belgenin ihraç edilmemesi halinde ise söz konusu hisse “gayri maddi malvarlığı değeri” olarak kalmakta ve devri alacağın temliki hükümleri çerçevesinde ve ancak ihraççının hak sahipliği kayıtlarına tescil ile gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla senede bağlanmamış menkul kıymetler aynı hakka konu oluşturamamakta ve iyineytlilikle korunamamaktadır. Netice itibarıyla, salt senedin teslimi ile devredilebilir olan menkul kıymetler (örn; hamiline yazılı menkul kıymetler), ticaret hayatının yönlendirmesi ve ihtiyaçlara cevap vermek amacıyla kullanılmaya başlanmıştır. Bu nedenle, menkul kıymetler ticaretinde kıymetli evrak niteliğindeki senetlerin kullanılmaya başlanması menkul kıymetlerin esasen çeşitli hak ve yükümlülüklerden oluşan bir haklar bütünlüğü olduğunu ve bu bakımdan gayri maddi bir malvarlığı değeri teşkil ettiği gerçeğini değiştirmemektedir. Bkz. Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 109; Rogers, *Negotiability*, s. 478-480; Benjamin, *Interests in Securities*, s. 34 § 2.10; Benjamin, Yates, Montagu, *op. cit.*, § 1.14 s. 7-8; Micheler, *Quasi-Negotiability*, s. 358; Micheler, *Legal Nature of Securities*, s. 136-139, 146. Dolayısıyla yukarıda da belirttiğimiz üzere hem aynı hem de şahsi hak unsurlarını bünyesinde taşıyan ve senette (eşyada) cisimleşmiş alacak hakkı olarak nitelendirilebilecek menkul kıymetlerde, aynı hakla ilgili kurallar sadece bir taşınır eşya oluşturduğu ölçüde senet için geçerli olup, bünyesindeki alacak hakları borçlar hukuku ve ticaret hukuku kurallarına tâbidir. Tekinay, Akman, Burcuoğlu, Altop, *op.cit.*, s. 9 dn. 21; Serozan, *Taşınır Eşya*, s. 16.

²⁷ Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, *Ortaklıklar*, N. 767, 767a, 1133b. Buna göre; Türk Borçlar Kanunu'nun 183 ve 184. maddeleri uyarınca alacağın devrinde (Aynı yönde İsviçre Borçlar Kanunu m. 165/I), yazılı bir devir sözleşmesi yeterlidir. Borçlunun ihbar edilmesi zorunluluğu bulunmamaktadır. Fakat devir keyfiyetinden ihbar edilmemiş olan borçlunun iyi niyetle eski alacaklıya yaptığı ödeme geçerli sayıldığından ve alacak sona erdiğinden uygulamada genellikle borçlu devirden haberdar edilmektedir. Bkz. Oğuzman, Öz, M. Kemal Oğuzman, Turgut Öz, *Borçlar Hukuku-Genel Hükümler Cilt-2*, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2013, s. 568 vd.; Haluk Nami Nomer, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 12. Bası, Beta, İstanbul 2012, s. 355 vd.

²⁸ Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, *Ortaklıklar*, N. 767b; Y. Can Göksoy, *Anonim Ortaklıkta Payın Rehni*, Seçkin Yayınları, İzmir 2001, s. 66. Türk Medeni Kanunu'nun 955. maddesi uyarınca (aynı yönde İsviçre Medeni Kanunu m. 900/I); alacak rehni, sadece yazılı şekilde yapılmış bir rehin sözleşmesi ile kurulmaktadır. Rehinin ayrıca borçluya ihbar edilmesi gerekmemektedir (TMK 955/I-II). Ancak alacak rehinden borçlunun ihbar edilmemesi halinde, borçlunun iyi niyetle rehin veren alacaklıya ödeme yapması ile alacak sona ereceğinden ve buna bağlı olarak alacak üzerindeki rehin hakkı da son bulacağından (TBK 165 rizikosu), uygulamada mutlaka borçluya ihbar yapılmaktadır. Rehinden haberdar edilmiş olan borçlu, borcunu rehin veren alacaklıya ancak rehin alanın oluru ile ödeyebilmektedir (TMK 961/II). Bkz. Serozan, *Taşınır Eşya*, s. 355-356; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, *Eşya Hukuku*, s. 1030 vd.

gerektirmektedir²⁹.

Ancak aracılaştırılmış sistemde, menkul kıymetleri temsil veya ispat eden senetlerin tedavülü hareketsizleştirme veya kaydileştirme yoluyla bertaraf edilerek işlemler sadece elektronik kayıtlarla sağlandığından menkul kıymetleri temsil veya ispat eden senetlerin kıymetli evrak olma özelliklerinden kaynaklanan devir ve ibraz (teşhis) fonksiyonları sona ermiştir.

Yani menkul kıymetler, senetten ayrı devredildiğinden ve dermeyan edildiğinden, kıymetli evrakta aranan senede bağlı olma unsuru zedelenmiştir. Bu durum senede bağlanmış yani esasen kıymetli evrak niteliği taşıyan ancak hareketsizleştirilmiş menkul kıymetler bakımından, bu menkul kıymetlere ilişkin hakların kullanılması yani devri veya ileri sürülmesi açısından kıymetli evrak niteliğini halen taşıyıp taşımadıkları noktasında tereddütlere yol açmıştır. Fakat esas sorun kaydileştirilmiş menkul kıymetlerde yaşanmıştır. Kaydileştirmede menkul kıymetler hiçbir sürette itibaren fiziki forma sahip bir senede bağlanmadıklarından, kaydileştirilmiş menkul kıymetlerin kıymetli evrak ve dolayısıyla menkul kıymet statülerini ve buna bağlı olarak da aynı hakka konu olabilme statülerini tamamen kaybetmeleri riski doğmuştur³⁰.

Bu bağlamda, “kıymet hakkı” (*Wertrechte*) olarak Türk doktrininde de bilinen ve ilk olarak Alman *Opitz'in* ortaya attığı kavram geliştirilmiş ve gerek hareketsizleştirilmiş gerekse kaydileştirilmiş, gayri-maddi formda bulunan menkul kıymetlerin “evraksız kıymetli evrak” statüsünde oldukları kabul edilerek, kıymetli evrak teorisi bu araçları da kapsayacak şekilde genişletilmeye çalışılmıştır³¹.

²⁹ Pashı, op. cit., s. 1550-1551.

³⁰ Bu konuda Türk hukukundaki tartışmalar için bkz. Ünal Tekinalp; “Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Haklarına Doğru”, (Evraksız), **BATİDER**, C. XIV, S. 3, Haziran 1988, pp. 1-16; Öztan, op. cit., s. 309-327; Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**; Pashı, op. cit., s. 1550-1560; M. Ünal, op. cit., s. 134-139.

³¹ “Kıymet hakkı” ve “evraksız kıymetli evrak” kavramları ve tartışmalar hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Tekinalp, Evraksız, s. 14; Öztan, op. cit. s. 321-327; Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**; Poroy, Tekinalp, **Kıymetli Evrak**, s. N. 40; Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, **Ortaklıklar**, N. 1094d, 1094e; Ülgen, Helvacı, Kendigelen, Kaya, op. cit., s. 33, 42-45; M. Ünal, op. cit., s. 24-31, 346-351.

“Kıymet hakkı” veya “evraksız kıymetli evrak” teorisinde, menkul kıymet hesaplarında yer alan elektronik ortamdaki kayıtların maddi varlığa sahip beyan taşıyıcısı niteliğinde olduğu kabul edilerek kıymetli evraktaki senet unsurunun gerçekleştiği ileri sürülmektedir. Böylece senede bağlanmamış menkul kıymetlerin, kıymetli evrak ve dolayısıyla menkul kıymet tanımının dışına çıkmasına engel olunması amaçlanmıştır. Ayrıca elektronik ortamdaki kayıtların maddi varlığa sahip olduklarının kabul edilmesi ile bunların saklama (vedia) sözleşmesine³² ve mülkiyet hakkına konu olabilmeleri sağlanmaya çalışılmaktadır³³.

Kavramın ilk olarak ortaya atıldığı Almanya’da, kaydileştirilmiş devlet tahvilleri, Federal Tahvil Kurumu Kanunu³⁴,’nun 6. maddesinin açık hükmü uyarınca, Alman Depo Kanunu³⁵,’nun 42. maddesinin 1. fıkrası uyarınca senede bağlanmış formdaki menkul kıymetler için öngörülen hükümlere tabi tutulmuştur. Bu fiksion ile gerçekte kaydileştirilmiş formda bulunan menkul kıymetler, kıymetli evrak statüsünde sayılmış ve hak sahiplerinin bunlar üzerinde mülkiyet hakları olduğu kabul edilmiştir. Alman *Opitz*, bu menkul kıymetleri “kıymet hakkı” olarak nitelendirmiş ve kaydileştirilmiş devlet tahvillerinin yararlandığı bu statüden, kaydileştirilmiş formdaki tüm menkul kıymetlerin yararlanmasına imkan sağlayacak “evraksız kıymetli evrak” teorisini ortaya atmıştır³⁶.

Kavram daha sonra İsviçre hukukunda da benimsenmiş ve ilk olarak İsviçre Federal Menkul Kıymetler Borsası Kanunu³⁷,’nda kıymet hakkı kavramına yer verilmiş ve kıymet hakkı, “senede bağlanmış menkul kıymetler ile aynı işlevdeki senede

³² Türk ve İsviçre hukukunda, saklama (vedia) sözleşmelerine ancak maddi varlığa sahip taşınır şeyler konu olabilmektedir. Türk Borçlar Kanunu’nun saklama (vedia) sözleşmelerine ilişkin 561. maddesinde saklama (vedia) sözleşmesi; saklayanın, saklatanın kendisine bıraktığı bir taşınırı güvenli bir yerde koruma altına almayı üstlendiği sözleşme olarak tanımlanmaktadır. Aynı yönde bkz. İmre, *Alelade Vedia*, s. 214-223.

³³ Bkz. Tekinalp, *Evraksız*, s. 14; Öztan, *op. cit.* s. 321-327; Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**; Ülgen, Helvacı, Kendigelen, Kaya, *op. cit.*, s. 33; M. Ünal, *op. cit.*, s. 24-31, 346-351.

³⁴ Federal Debt Institution Act-FDIA (*Bundesschuldwesengesetz vom 12. Juli 2006*) Art. 6(2).

³⁵ Act on the Custody and Acquisition of Securities of 4 February 1973- German Securities Custody Act (*Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1973- Depotgesetz*).

³⁶ Chun, *op. cit.*, s. 177-178.

³⁷ Federal Securities Exchange and Transaction Act (Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Bösen und den Effektenhandel-BEHG) Art. 2(a).

bağlanmamış hak” olarak tanımlanmıştır. Böylece senede bağlanmamış menkul kıymetlerin de, senede bağlanmış menkul kıymetler gibi kıymetli evrak statüsünde ve dolayısıyla menkul kıymet niteliğinde sayılacağı kabul edilmiştir. Kıymet hakkı, daha sonra ayrıca İsviçre Borçlar Kanunu’na da (OR m. 973c) tanım olarak girmiştir. Ancak İsviçre Borçlar Kanunu’nda Alman hukukundaki gibi, taşınır eşya kurallarına tabi tutulmamış; senede bağlanmamış menkul kıymetlerin alacak hakkı niteliğinde oldukları ve devir ve rehin işlemlerinin alacak rehni ve alacağın temliki hükümlerine tabi olacağı hükme bağlanmıştır³⁸.

Türk hukukunda ise kıymet hakkı veya evraksız kıymetli evrak kavramına ilişkin herhangi bir kanuni düzenleme mevcut değildir³⁹.

Kıta Avrupası sistemine tabi milli hukuklarda benimsenmiş olan, menkul kıymetler ile kıymetli evrakı bütünleştirerek eşya hukuku odaklı bir menkul kıymet sistemi kuran bu anlayış, aracılaştırılmış sistemde mislileri ile birlikte havuz hesaplarda ayrıştırma olmadan saklanan menkul kıymetlere ilişkin olarak hesap sahiplerinin haklarının nitelendirilmesinde de etkili olmuş ve iç hukukların yeni sisteme uyumlaştırılmasında Anglo-Amerikan sistemine tabi milli hukuklardan daha fazla güçlüklerle karşılaşılmasına sebebiyet vermiştir.

³⁸ İsviçre Borçlar Kanunu m. 973c. İsviçre hukukunda kıymet hakkı denilen bu kurumun geliştirilmesinin esas sebebinin, misli nitelikte görülmeyen nama yazılı menkul kıymetlerin toplu saklama ve global senet uygulamasına konu edilebilmesinin sağlanması olduğu belirtilmektedir. Zira nama yazılı menkul kıymetlerin toplu saklamaya konu edilebilmeleri için erteleme yöntemi ile senet basımı gerçekleştirilmemekte idi. Senet basılmayarak gayri-maddi varlık haline gelen nama yazılı menkul kıymetlerin, hem menkul kıymet olarak tanımlanabilmeleri ve saklama ilişkisine konu olabilmeleri için kıymet hakkı kavramı kanunen de düzenlenmiştir. Bkz. Göksoy,op. cit., s. 197; Jörg A Witmer, “New Law Cures Paperless Securities Headache”, **International Financial Law Review**, June 2005, Vol. XXIV 6, pp. 85-87, s. 85. Also available at (Çevrimiçi) <http://www.iflr.com/Article/1984815/New-law-cures-paperless-securities-headache.html>, 12 Kasım 2013; Chun, op. cit., s. 326-327 dn. 9. Ayrıca İsviçre hukukunda 2010 yılında kabul edilen Federal Kanun ile aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin özel bir hukuki rejim getirilerek bu haklara, aynı haklara özgü birtakım etkiler tanınmıştır. Bu nedenle bu güncel düzenleme doğrultusunda İsviçre hukukunda bu hakları, “güçlendirilmiş/aynileşmiş alacak hak”ları olarak nitelendirmek mümkündür. Ayrıntılı bilgi için bkz. Aşağıda, s. 74.

³⁹ Kıymet hakkı kavramına Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu’nda yer verilerek düzenleme yapılması gerektiği yönünde bkz. Reha Tanör, “Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Kaydi Değer Olarak İhracına İlişkin Yasal Düzenlemelerin Kendi İçlerinde ve Yasal Düzenlemeler ile Finansal Uygulama Arasında Gözlenen Örtüşmezliğin Hukuksal Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, **Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Yıl 1, Sayı 2, s. 197.

2. Aracılaştırılmış Sistemde Menkul Kıymetlerin Toplu Saklanması ve Aynı Haklarda Belirlilik İlkesi

Klasik menkul kıymet tanımı ve anlayışı çerçevesinde, yukarıda da değindiğimiz üzere, kıymetli evrak niteliğindeki menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliği modeli söz konusu menkul kıymetler üzerinde “doğrudan hak sahibi” olma üzerinde kuruludur. Şöyle ki, nama yazılı menkul kıymetler bakımından, bizzat ihraççı veya ihraççı namına bir tescil kayıt kuruluşunun tuttuğu kayıtlarda hak sahibi olarak menkul kıymetin sahibi gözükmemekte; hamiline yazılı menkul kıymetler bakımından da menkul kıymetin doğrudan zilyetliğini menkul kıymetin sahibi elinde tutmaktadır. Dolayısıyla menkul kıymet sahipleri, doğrudan ve izlenebilir mülkiyet hakkına sahiptir. Bu bakımdan ihraççı şirket nazarında söz konusu menkul kıymetler ve bu menkul kıymetlerden doğan hak ve borçlar üzerinde hak sahibi “doğrudan” yatırımcıdır. Yatırımcı ile ihraççı şirket ve dolayısıyla menkul kıymetler arasında bir üçüncü kişi girmemektedir⁴⁰.

Ancak menkul kıymet sahiplerinin, münferit menkul kıymetler üzerinde doğrudan mülkiyet hakkı sahibi olmaları, menkul kıymetlerin aracı kurumlar nezdinde açılan menkul kıymet hesaplarına tevdi edildiği ve bu menkul kıymetlerin tevdi edildiği aracı kurumun menkul kıymet hesabını yürüten, bir üst kademede yer alan aracı kurumda aynı ihraca ait, aynı türde ve aynı hakları bahşeden mislileri ile birlikte ayrıştırılmaksızın, karışmış bir halde müşteri havuz hesaplarında saklandığı aracılaştırılmış sistem ile bağdaşmamaktadır⁴¹.

Şöyle ki, Kıta Avrupası ve Anglo-Sakson hukuk sistemlerinde kabul edilen ve temeli Roma hukukuna dayanan geleneksel eşya hukuku ilkeleri uyarınca, misli şeylerin karışması halinde, karışan misli şeyler bireyselliklerini kaybettiklerinden ve eşyası

⁴⁰ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 51 § 3.04; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 19; Haentjens, op. cit., s. 16.

⁴¹ Şeffaf sistemlerde de, menkul kıymet hesabının dayanak varlığını oluşturan menkul kıymetler münferit senetler formunda olup saklama kuruluşuna fiziksel olarak ayrıştırılarak (örneğin; özel bir kasada veya diğerlerinden ayrı bir şekilde bir iple bağlanarak saklanması gibi) veya kaydileştirilmiş formda olup her bir kaydileştirilmiş menkul kıymet tek tek numaralandırılmak suretiyle ihraç edilerek tevdi edilmiş olmadıkça, hesap sahibi ile belirli bir veya birden çok menkul kıymet arasında aidiyet ilişkisi kurulması söz konusu değildir. Bkz. Yukarıda, dn. 126.

bu karışıma girmiş olan maliklerden hiçbirisi eşyasını bireyselleştirip ayrıştıramadığından hiçbir hak sahibi karışıma girmiş misli eşyalardan herhangi birisi üzerinde münferit olarak mülkiyet hakkı iddia edememektedir⁴². Zira aynî haklarda “belirlilik ilkesi” buna engel olmaktadır⁴³.

Belirlilik ilkesi çerçevesinde, misli eşya niteliğinde olan menkul kıymetlerin saklanmak üzere bir aracı kuruma tevdi edilmesi halinde, saklatanlar, saklayan aracı kurumun, saklanan menkul kıymetleri aracı kuruma veya diğer saklatanlara ait mislileri ile bir arada, ayrıştırmaksızın yani karıştırarak saklamasına ve tasarruf etmesine açıkça izin vermedikçe, saklatanların tevdi ettikleri münferit menkul kıymetler üzerinde sahip oldukları mülkiyet hakları saklatanlarda kalmakta ve aracı kurumun aynen iade yükümlülüğü söz konusu olmaktadır⁴⁴. Bu nitelikteki saklama sözleşmeleri Kıta Avrupası hukuk sistemlerinde “alelade saklama (vedia)” (*regular deposit*)⁴⁵, Anglo-Amerikan hukuk sistemlerinde ise “özel saklama” (*special deposit*) olarak adlandırılmaktadır⁴⁶.

Ancak tersi durumda, yani saklatanların aracı kuruma, saklanmak üzere tevdi ettikleri menkul kıymetlerini, aracı kuruma veya diğer saklatanlara ait mislileri ile ayrıştırılmaksızın karıştırarak saklanması ve tasarrufu konusunda açıkça yetki vermeleri halinde, saklatanlar saklanmak üzere tevdi ettikleri münferit menkul kıymetleri üzerindeki mülkiyet haklarını kaybetmekte, mülkiyet hakkı saklatan aracı kuruma geçmekte ve saklatanların saklayan aracı kuruma karşı mislen iadeye yönelik

⁴² Türk Medeni Kanunu'nun 776. maddesinde, birden çok kişinin taşınır eşyasının karışması sonucunda, hak sahiplerinin her birinin ortaya çıkan yeni şey üzerinde kendi taşınırlarının karışma zamanındaki değeri oranında paylı mülkiyete sahip olacakları düzenlenmektedir. Bu hükümde dikkat edilmesi gereken husus, karışma neticesinde ortaya yeni bir taşınır eşyanın çıkması gerekliliğidir. Bkz. Oğuzman, Seliçi, Oktay Özdemir, **Eşya Hukuku**, s. 310, 752; Serozan, **Taşınır Eşya**, s. 89, 319-320

⁴³ Oğuzman, Seliçi, Oktay Özdemir, **Eşya Hukuku**, s. 26; Serozan, **Taşınır Eşya**, s. 65 vd.

⁴⁴ Institutes of Justinian, Book III, Title xiv, No. 3 (1.3.14.3) (Thomas, Joseph A, The Institutes of Justinian: Text, Translation and Commentary, Cape Town 1975); Joseph Story, **Commentaries on the Law of Bailments**, Cambridge 1832, Chapter 1, Section 4; Marcel Planiol, **Treatise on the Civil Law**, trans. Louisiana State Law Institute, Vol. 2, No. 2204-12, Buffalo 2005, s. 274-278; Guynn, Modernizing Securities Ownership, s. 20, 27; Goode, Dematerialised and Immobilised Securities, s. 116; Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 56; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 19; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 28 § 1.103, s. 55 § 2.80; Ooi, **Shares**, s. 47 § 3.14; Gullifer, Ownership of Securities, s. 18-19, 22-24.

⁴⁵ Bkz. İmre, Alelade Vedia, s. 214-223; Tiftik, op. cit., s. 29-38.

⁴⁶ Guynn, Modernizing Securities Ownership, s. 20 vd.

salt bir sözleşmesel alacak hakları söz konusu olmaktadır. Bu nitelikteki saklama sözleşmeleri ise Kıta Avrupası hukuksistemlerinde “usulsüz saklama (vedia)” (*irregular deposit*)⁴⁷, Anglo-Amerikan hukuk sistemlerinde ise “genel saklama” (*general deposit*) olarak adlandırılmaktadır⁴⁸.

Menkul kıymetlerin saklanmasında alelade saklama ilişkisinin tercih edilmesi, saklama kuruluşunun yani saklayanın, kendisine tevdi edilen menkul kıymetleri her bir müşterisi yani mudi adına münferit seri numaralarını kaydederek saklamasını yani müşteri adına münferit saklama yöntemini tercih etmesini gerektirmektedir. Ancak birinci bölümde de açıklandığı üzere, geleneksel sistemde uygulanan bu saklama yönteminde, menkul kıymetlerin misli olma niteliklerinden yararlanılmadığı

⁴⁷ “Usulsüz saklama (vedia)” ilişkisinde (*irregular deposit*), alelade saklama ve karz karışımı bir ilişki mevcuttur. Şöyle ki usulsüz saklama da bir saklama sözleşmesi olması itibariyle, bir kıymetin muhafazasını ve belirli bir süre sonra veya talep edildiğinde iadesini sağlayan bir sözleşmedir. Ancak usulsüz saklamada muhafaza edilmek üzere tevdi edilen mal misli maldır ve bu malın aynen iadesi değil misli ile iadesi yükümlülüğü söz konusu olduğu gibi; saklayanın saklama konusu malı kullanma yetkisi mevcuttur. Dolayısıyla saklayan, mislen iade borcu altında olduğu saklama konusu malı kendisinin veya bir başka müşterisinin benzer malvarlığı ile karıştırabilir ve üzerinde istediği gibi tasarrufta bulunabilir. Yani usulsüz saklamada, saklama konusu malın mülkiyetinin saklayana nakli gerçekleşmektedir. Bu nedenle usulsüz saklamada, saklatanın saklayana karşı sadece şahsi hakkı mevcuttur ve dolayısıyla alelade saklamadaki gibi istihkak iddiasında bulunamaz. (TBK 570 vd., OR 481). Bkz. Zahit İmre, “Usulsüz Vedia Akti: Türk, İsviçre, Alman ve Fransız Hukukları Üzerine Bir Tetkik” (Usulsüz Vedia), **İHF**, 1944, pp. 188-228, s. 203-204; Tiftik, op. cit., s. 106-107.

⁴⁸ Gerçekten de misli nitelikteki menkul kıymetlerin toplu olarak havuz hesaplarda saklanması ve karışmaları halinde öncelikle bakılması gereken ilişki Türk Borçlar Kanunu’nun 570 vd. maddelerinde düzenlenen misli şeylerin saklanmasına ilişkin usulsüz saklama ilişkisidir. Ancak misli bir malın muhafaza edilmek suretiyle bir kimseye tevdi edildiği ve saklayanın mislen iade borcunun bulunduğu her hal usulsüz saklama olarak nitelendirilememektedir. Burada saklama konusunun para veya para dışındaki bir misli mal olmasına göre bir ayrıma gitmek gerekmektedir. Şöyle ki; mühürsüz ve açık olarak bırakılmış para söz konusu ise, bu halde, taraflar arasında malın mislen iadesine ilişkin bir anlaşmanın karine olarak var olduğu kabul edilerek usulsüz saklama sözleşmesi kurulmuş sayılır ve paranın mülkiyeti saklayana geçer. Ancak mühürsüz ve açık olarak bırakılmış para” dışında misli bir malın, örneğin bir menkul kıymetin, saklayana tevdi halinde, saklatanın açık muvafakati bulunmadıkça, saklayanın, saklama konusu menkul kıymet üzerinde kullanma ve tasarrufta bulunma yetkisi yoktur ve mülkiyet saklatanda kalmaktadır. Zira böyle bir durumda, usulsüz saklamada aranan “mislen iadeye ilişkin açık veya örtülü anlaşma” taraflar arasında vuku bulmadığından usulsüz saklama sözleşmesi inikad etmiş sayılamaz; yani bu ilişki usulsüz saklama olarak nitelendirilemez (TBK 570/III, OR 481/II). Başka bir ifade ile “mühürsüz ve açık bırakılmış para dışında bir misli mal”ın muhafaza edilmesi amacıyla bir başkasına tevdi edilmesini öngören bir saklama ilişkisinin usulsüz saklama ilişkisi olarak nitelendirilebilmesi ve dolayısıyla saklama konusu malın mülkiyetinin ve kullanma/tüketme yetkisinin saklayana geçtiğinin kabulü için saklatanın bu yönde açık muvafakati gerekmektedir. Yani saklayan, saklatan mudinin açık muvafakati olmaksızın, saklatanın malını kendisinin veya diğer müşterilerinin aynı cinsten mislisi ile karıştıramaz. Saklatan mudinin bu yönde açık muvafakatının olmaması halinde para dışındaki malın muhafaza amacı ile tevdi alelade saklama olarak nitelendirilir. Bkz. İmre, Usulsüz Vedia, s. 196-197; Tiftik, op. cit., s. 106-107; Cevdet Yavuz, **Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, 7. Bası, Beta, İstanbul 2007, s. 814-815; M. Alper Gümüş, **Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, Cilt 2, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2010, s. 521-522.

gibi; bu yöntem, gerek ulusal gerekse uluslararası piyasalarda küçük meblağlı menkul kıymetlerin tedavüllerinin birdenbire artmasıyla yer ve işçi masrafları gibi idarî malî külfetleri beraberinde getirmiştir⁴⁹.

Piyasada takas işlemlerinin hızlı ve en az masrafla gerçekleştirilebilmesi için, aracılaştırılmış sistemde saklama kuruluşları ve aracı kurumlar tarafından tercih edilen mislî nitelikteki menkul kıymetlerin toplu halde havuz hesaplarda saklanması yöntemine ise, usulsüz saklama sözleşmesi hükümlerinin uygulanması, bu ilişkide yatırımcıya sadece ilgili aracı kuruma yani menkul kıymet hesabını açtırdığı aracı kuruma karşı ve salt bir alacak hakkı bahşedilmesi sebebiyle piyasa güvenliği açısından uygun bulunmamaktadır. Zira hesap sahipleri bu halde, gerek üçüncü kişilerin karşı hak talepleri ile ve gerekse aracı kurumların iflâs riski ile korunmasız bir şekilde karşı karşıya bırakılmaktadır. Nitekim piyasanın daha etkin ve hızlı işlemesi için menkul kıymetlerin saklanmasında münferit saklamadan, toplu saklamaya ve havuz hesaplara geçişin amacı esasen, piyasa güvenliği olduğuna göre; hak sahiplerinin münferit saklamada sahip oldukları hukukî konumdan daha elverişsiz bir konuma düşürülmemeleri gerekmektedir⁵⁰.

Neticede gerek münferit saklamayı gerektiren alelade saklama, gerekse toplu saklamaya usulsüz saklama sözleşmesi hükümlerinin uygulanması, piyasaların hızlı ve etkin takas işlemlerine olan ihtiyacı ile güvenlik ihtiyacını bir arada karşılamakta yetersiz kalmışlardır.

Bu nedenle hukuk sistemleri; aynı anda hem hesap sahiplerinin aracı kurumların iflâs riskinden korunmasına ilişkin kamu düzeninden kaynaklanan ihtiyaçlara hem de menkul kıymet işlemlerinin takasında kredi riski ve karşı taraf riskinin bertaraf edilerek işlem kesinliğinin sağlanması ve menkul kıymetlerin milletlerarası

⁴⁹ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 56 dn. 24; Guynn, Modernizing Securities Ownership, s. 20; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 19.

⁵⁰ Goode, Dematerialised and Immobilised Securities, s. 116; Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 57 § 3.11; Guynn, Modernizing Securities Ownership, s. 25-32; Charles W. Mooney Jr., "Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled By Intermediaries", **12 Cardozo Law Review**, Number 2, December 1990, pp. 305-427, s. 305-427; Nuri Erişgin, "Toplu Saklamada Saklatanlar Arasındaki İlişkiler", **BATİDER**, C. XXII, S. 1, Haziran 2003, pp. 157-181, s. 174; Öztan, op. cit., s. 315.

ticaretinde söz konusu olan risklerin ve masrafların azaltılması gereksinimlerine cevap verebilecek yeni hukuki kurumlara başvurma yoluna gitmişler ve büyük çoğunluğu buna ilişkin kanuni düzenlemeler getirmişlerdir⁵¹.

B. Aracılaştırılmış Sistemde Hesap Sahibinin Hakkının Hukuki Niteliği Konusundaki Yaklaşımlar

Milli hukuk sistemleri, takas ve kliring işlemlerinin kolaylaşması ve hızlanması ve menkul kıymet hesabı sahiplerinin işlem güvenliklerinin korunması ve özellikle milletlerarası menkul kıymet ticaretinde hukuki risklerin en aza indirilebilmesi için, gerek hareketsizleştirme ve kaydileştirme gerekse de toplu saklama ve havuz hesapların kullanılması sebebiyle menkul kıymetlerin kıymetli evrak özelliklerini yitirmeleri ve aynı hakka konu olamamalarından doğan problemlerin çözümünü sağlayacak ve aracılaştırılmış sistemin özellikleri ve ihtiyaçları ile uyumlu yeni bir hukuki rejime kavuşturma çabası içerisine girişmişlerdir.

Çeşitli milli hukuk sistemlerinde hesap sahiplerinin aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin olarak sahip oldukları hakların hukuki niteliği konusundaki yaklaşım ve düzenlemeleri, hesap sahibinin hakkının hukuki niteliğini eşya hukuku ilkelerine dayandıran “geleneksel yaklaşım” ve hesap sahibinin hakkının hukuki niteliğini yeni hukuki kurumlar ihdas ederek açıklayan “modern yaklaşım”ı hukuk sistemleri şeklinde gruplandırmak mümkündür. Aşağıda bu başlıklar altında değerlendirilen çeşitli milli hukuk sistemleri incelendikten sonra Türk hukukuna ilişkin değerlendirmelere yer verilecektir.

⁵¹ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 57 § 3.11; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 19 vd.

1. Aracılaştırılmış Sistemde Hesap Sahibinin Hakkının Hukuki Niteliğine İlişkin Geleneksel Yaklaşım

Bu gruba dahil milli hukuk sistemleri, aracılaştırılmış sistemde menkul kıymetlerin bir menkul kıymet hesabına alacaklandırılması neticesinde hesap sahiplerinin elde ettiği hakkın, yani aracılaştırılmış menkul kıymetlerin hukuki niteliğini, hukuk sistemlerinde mevcut geleneksel eşya hukuku ilke ve kuralları çerçevesinde açıklamayı tercih etmişlerdir.

Geleneksel yaklaşımda, hesap sahiplerinin menkul kıymetlere ilişkin hakları, menkul kıymetlerin bağlandukları münferit senetler veya global senet veya jumbo senetlerin toplu saklamada meydana getirdikleri “fiili menkul kıymet havuzu üzerinde müşterek mülkiyet hakkı” olarak nitelendirilmektedir.

Burada hesap sahiplerinin müşterek mülkiyet hakkı, sistemin en tepesinde yer alan CSDde depolanmış fiili menkul kıymet havuzuna ilişkin izlenebilir bir mülkiyet hakkıdır. Hak sahiplerinin menkul kıymet havuzundaki münferit senetler veya global veya jumbo senet (ayrıca Alman hukukunda; kıymet hakkı teorisi ile menkul kıymet senedi hükmünde olduğu varsayılan kaydileştirilmış menkul kıymetler) üzerinde, asli dolaylı zilyetliklerinin var olduğu kabul edilmektedir. Dolayısıyla söz konusu müşterek mülkiyet payı, belirli bir menkul kıymet üzerinde tek başına mülkiyet hakkına sahip olmanın hukuki sonuçlarını yaratmaktadır⁵².

ABD Ticaret Kanunu'nun 8. maddesinin 1978 versiyonu⁵³, Alman Depo Kanunu⁵⁴, İşpanyol Sermaye Piyasası Kanunu⁵⁵, 2010 değişiklikleri öncesi İşviçre hukuk

⁵² Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 58; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 21.

⁵³ UCC'nin 8. maddesi, günümüz versiyonu olan 1994 versiyonu ile getirilen yenilikçi değişikliklerden önce 1978 yılında, aracılaştırılmış sisteme uyum amacıyla bir değişikliğe uğramıştır. Ancak bu değişiklik yatırımcıların haklarını, saklama kuruluşunda depolanmış fiili menkul kıymet havuzu üzerinde oransal veya müşterek aynı haklar olarak tanımlamıştır. Bu düzenleme, geleneksel elde tutma sistemini ve geleneksel eşya hukuku teorilerini esas aldığı ve aracılaştırılmış elde tutma sisteminin ihtiyaçlarına cevap vermediği gerekçesiyle çok sert bir biçimde eleştirilmiştir. Bkz. Mooney Jr., op. cit., s. 310-311; Rogers, Revised UCC Art. 8, s. 1447; Guynn, Modernizing Securities Ownership, s. 26-27; Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 58. UCC'nin 8. maddesinin 1994 versiyonu için bkz. Aşağıda, s. 72.

doktrini ve Türk hukuk doktrini ardiye sözleşmesine dayanarak hesap sahiplerinin aracılaştırılmış sistem içerisindeki haklarını bu şekilde nitelendirmişlerdir⁵⁶. İngiliz hukukunda ise aynı sonuca “tröst” kavramından faydalanılarak ulaşılmaktadır⁵⁷.

Menkul kıymet hesabı sahiplerinin, aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin haklarının, doğrudan CSDlere depo edilmiş menkul kıymetler üzerinde müşterek mülkiyet hakkı olarak nitelendirilmesi; yatırımcıların, aracılaştırılmış sistemde mülkiyet haklarının muhafaza edilmesini ve dolayısıyla üçüncü kişilerin karşı hak iddialarına ve aracı kurumun iflası riskine karşı tam bir korumaya sahip olmasını sağlamaktadır. Ancak bu çözüm, menkul kıymetlerin bağlandıkları senetlerin önemini ve fonksiyonlarını tamamen yitirdiği aracılaştırılmış sistemde, halen taşınır eşya hukuku kurallarının uygulanmasını esas alması bakımından sistemin özelliklerine uygun görülmemektedir. Pek çok hukuki varsayım dayalı bu yaklaşım, elektronikleşmiş ve dolayısıyla hızlanmış menkul kıymet işlemleri bakımından

⁵⁴ *Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1973-Depotgesetz. (Act on the Custody and Acquisition of Securities of 4 February 1973- German Securities Custody Act)*. Alman hukukunda aracılaştırılmış sistem ve hesap sahiplerinin haklarının hukuki niteliğine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Jürgen Than, “Cross-Border Safe Custody and Settlement of Securities Transactions: Some Aspects under German Law”, A Discussion Paper on the Need for International Harmonization, **Capital Markets Forum**, Section on Business Law, International Bar Association 1996, s. 73-77 vd.; Martin Schödermeier, Klaus Löber, Beda Wortmann, “Germany” in **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, Ed. by Richard POTOK, Butterworths, 2002, s. 264-294; Chun, op. cit., s. 157-193.

⁵⁵ *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (Law 24/1988, of 28 July on the Securities Market)*. İspanyol hukukunda aracılaştırılmış elde tutma sistemi ve hesap sahiplerinin haklarının hukuki niteliğine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 21; Candido Paz-Ares, Francisco Garcimartin Alferez, Ana Buitrago, “Spain” in **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, Ed. by Richard POTOK, Butterworths, 2002, s. 532-550.

⁵⁶ 2010 değişiklikleri öncesi İsviçre hukuku için bkz. Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 55; Luc Thevenoz, “New Legal Concepts Regarding the Holding of Investment Securities for a Civil Law Jurisdiction-The Swiss Draft Act” (Swiss Draft Act), **Uniform Law Review**, Volume 10, 2005-1/2, pp. 301-337, s. 306; Daniel Girsberger, “Hague Securities Convention - The Swiss Prospects”, Actes de la 18e Journée de droit international privé du 24 mars 2006 à Lausanne; **Publications de l’Institut suisse de droit comparé**, 55, Schulthess 2006, pp. 97-111, s. 100; Christophe Bernasconi, David Känzig, Nedim Peter Vogt, “Switzerland” (Switzerland) in **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, Ed. by Richard POTOK, Butterworths, 2002, s. 572-573. Türk hukuku için bkz. Aşağıda, s. 78.

⁵⁷ İngiliz hukukunda aracılaştırılmış menkul kıymetlerin “tröst” kavramı dahilinde ne şekilde değerlendirildiğine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Goode, Dematerialised and Immobilised Securities, s. 119-121; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 21; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 39-59 § 2.33-2.90; Guy Morton, Richard Potok, Joanna Benjamin, “England” in **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, Ed. by Richard POTOK, Butterworths, 2002, s. 217-248 § 10.

piyasa aktörlerinin ihtiyaç duyduğu hukuki öngörülebilirliği ve muayyeniyeti sağlayamadığından *köhne* bir çözüm olarak nitelendirilmektedir⁵⁸.

2. Aracılaştırılmış Sistemde Hesap Sahibinin Hakkının Hukuk Niteliğine İlişkin Modern Yaklaşım

Bu gruba dahil hukuk sistemlerinde ise, hesap sahiplerinin fiili menkul kıymet havuzu üzerinde müşterek mülkiyet hakkına sahip olduğunu öngören ve tamamen geleneksel eşya hukuku kurallarına dayanan hukuk sistemlerinden tamamen farklı bir yol izlenmiş ve aracılaştırılmış sistemin ticari ve operasyonel gerçekleri göz önünde bulundurularak yeni hukuki kurumlar öngörülmüştür.

Aracılaştırılmış sistemde hesap sahiplerinin haklarının nitelendirilmesinde, geleneksel eşya hukuku kurallarından ayrılarak modern bir yaklaşım geliştiren bu hukuk sistemlerinde, hesap sahiplerinin aracılaştırılmış sistemdeki menkul kıymetlere ilişkin hakları, merkezi saklama kuruluşlarına depo edilmiş ve menkul kıymet hesaplarının dayanak varlıkları olan münferit menkul kıymet senetlerine veya global veya jumbo senetler üzerinde bir mülkiyet hakkı olmadığı gibi, sadece menkul kıymet hesabının bulunduğu ilgili aracı kuruma karşı ileri sürülebilecek bir şahsi hak niteliğinde de değildir. Burada, hesap sahiplerinin haklarının hukuki niteliğinin belirlenmesinde, depo edilen menkul kıymet senetleri dikkate alınmamaktadır. Diğer yandan yatırımcılara aynı haklara özgü koruma sağlanarak piyasa ve işlem güvenliği güvence altına alınmaktadır⁵⁹.

Başka bir ifade ile bu milli hukuk sistemleri, kanuni düzenlemeler ile, şahsi haklardan oluşan menkul kıymetlere, aynı hakların dışa dönük yani üçüncü kişilere yaygın etkileri olan; haksız saldırıya, yetkisiz tasarrufa ve cebri icrada el koymaya

⁵⁸ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 58; Mooney Jr., op. cit., s. 310-311; Rogers, Revised UCC Art. 8, s. 1447.

⁵⁹ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 59.

karşı koruma etkilerini sağlayarak “aynileşmiş/güçlendirilmiş alacak hakları” yaratmaktadır⁶⁰.

Bu yaklaşımın benimsendiği milli hukuk düzenlemelerinin ortak özelliği, aracılaştırılmış sistemde hesap sahibi yatırımcının menkul kıymet hesabı ile sahip olduğu hakkın, saklama kuruluşunda depo edilmiş senede bağlanmış (veya Alman hukukunda senede bağlanmamış) formdaki menkul kıymetlere değil; sadece menkul kıymet hesaplarında alacaklandırma kaydı ile ispat edilebilen veya vücut bulan pay sahipliği veya alacaklılık hakkı gibi menkul kıymetin özünü teşkil eden haklara ilişkin olmasıdır.

Hesap sahiplerinin haklarını yeni hukuki kurumlar öngörerek düzenleyen modern yaklaşıma sahip milli hukuklardaki düzenlemeleri; “farazi menkul kıymet havuzuna ilişkin müşterek mülkiyet hakkı” ve “kendine özgü malvarlığı hakkı” öngören yaklaşımlar şeklinde iki başlıkta incelemek mümkündür.

a. Farazi Menkul Kıymet Havuzuna İlişkin Müşterek Mülkiyet Hakkı Yaklaşımı

Günümüzde milletlerarası menkul kıymet piyasalarında faaliyet gösteren en önemli ICSDler olan, Euroclear Bankası'nın kuruluş ve lisans yeri hukuku olan Belçika hukuku⁶¹ ve Clearstream Bankası'nın kuruluş ve lisans yeri hukuku olan

⁶⁰ “Aynileşmiş/güçlendirilmiş alacak hakkı” kavramı ve Türk hukukundaki görünümleri için bkz. Rona Serozan, **Medeni Hukuk: Genel Bölüm/Kişiler Hukuku**, 4. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2013, s. 233; Kemal Oğuzman, Nami Barlas, **Medeni Hukuk: Giriş, Kaynaklar, Temel Kavramlar**, 18 Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012, s. 163 vd.; Oğuzman, Seliçi, Oktay Özdemir, **Eşya Hukuku**, s. 21-22; Serozan, **Taşınır Eşya**, s. 32 vd.

⁶¹ *Arrêté royal n° 62 coordonné relatif au dépôt d'instruments financiers fungibles et à la liquidation d'opérations sur ces instruments 10 novembre 1967 (Co-ordinated Royal Decree Nr. 62 of November 10, 1967 Relating to the Custody of Fungible Financial Instruments and the Settlement of Transactions in those Instruments -Belgian Royal Decree No. 62)* (Belçika Finansal Araçların Saklanması ve Takas İşlemleri Hakkında 62 Numaralı Kraliyet Kararnamesi). Belçika hukukunda aracılaştırılmış sistem ve hesap sahiplerinin haklarının hukuki niteliğine ilişkin olarak daha ayrıntılı bilgi için bkz. Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 22; Guynn, Modernizing Securities Ownership, s. 43-44; Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 58; Diego Devos, Bart Servaes, “Belgium” in **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, Ed. by Richard POTOK, Butterworths, 2002, s. 113-136.

Lüksemburg hukuku⁶² uyarınca; menkul kıymet hesabı sahiplerinin hakları, fiilen menkul kıymetleri temsil veya ispat eden senetlerin oluşturduğu havuz ve bu havuzun nerede depolandığının bir önemi olmaksızın; sadece hesap sahibinin hesabının bulunduğu aracı kurumun kayıtları ile ispat edilebilen, farazi bir menkul kıymet havuzuna ilişkin müşterek mülkiyet hakkı olarak nitelendirilmektedir⁶³.

Belçika ve Lüksemburg hukuklarında hesap sahiplerinin hakları, müşterek hak sahipleri adına bir aracı kurum tarafından elde tutulan aynı nitelikteki menkul kıymetlerden oluşan farazi bir menkul kıymet havuzunun belli bir oranına ilişkin müşterek mülkiyet olarak nitelendirilmektedir. Menkul kıymet hesaplarının dayanak varlığı olan ve bir merkezi saklama kuruluşuna depo edilmiş senede bağlanmış veya senede bağlanmamış menkul kıymetler ile menkul kıymet hesabı sahiplerinin ilişkisi kesilmektedir. Hesap sahiplerinin sadece menkul kıymet hesabının sağlandığı aracı kurum nezdinde tutulan hesap kayıtları ile ispat edilebilen farazi bir menkul kıymet havuzu üzerinde yani aslında gayri-maddi bir malvarlığı topluluğu üzerinde müşterek mülkiyet hakkına sahip oldukları kabul edilmektedir. Ayrıca hesap sahiplerine aracı kurumun iflası halinde istihkak talebinde bulunma hakkı tanınmaktadır⁶⁴. Böylece yukarıda belirttiğimiz şekilde, üçüncü kişilerin her türlü hak taleplerine karşı koruma altına alınmış aynileşmiş/güçlendirilmiş bir alacak hakkı ihdas edilmiştir.

⁶² *Loi du 1er août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles (Law of 1 August 2001 on the Circulation of Securities and Other Fungible Instruments)* (Lüksemburg Menkul Kıymetler ve Diğer Finansal Araçların Tedavülü Hakkında Kanun). Lüksemburg hukuku hakkında daha ayrıntılı bilgi için bkz. Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 22; Guynn, *Modernizing Securities Ownership*, s. 44-45; Guynn, Marchand, *Transfer or Pledge of Securities*, s. 61 dn. 35; Wim Hautekiet, Philippe Dupont, "Luxembourg" in **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, Ed. by Richard POTOK, Butterworths, 2002, s. 380-396 § 11.

⁶³ Devos, Servaes, op. cit., s. 115; Hautekiet, Dupont, op. cit., s. 382; Guynn, Marchand, *Transfer or Pledge of Securities*, s. 59; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 22.

⁶⁴ Devos, Servaes, op. cit., s. 115; Hautekiet, Dupont, op. cit., s. 382; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 22; Guynn, *Modernizing Securities Ownership*, s. 43-44; Guynn, Marchand, *Transfer or Pledge of Securities*, s. 58.

b. Kendine Özgü Malvarlığı Hakkı Yaklaşımı

Bu kategorideki modern hukuk sistemleri, hesap sahibi yatırımcıların aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki haklarını, müşterek hak sahipliği yaklaşımını kullanmaksızın, aynı haklara ilişkin özelliklere sahip kendine özgü bir malvarlığı hakkı olarak nitelendirme ve düzenleme yoluna gitmişlerdir.

Bunlardan Fransa; aracılaştırılmış sistemde, tüm menkul kıymet çeşitleri bakımından kaydileştirme yolunu seçmiş ve senede bağlanmış menkul kıymet ihracını sona erdirmiştir⁶⁵. Bu sistem dahilinde Fransa’da ihraç edilen tüm menkul kıymetler ihraççı veya yetkili bir finansal aracı kurum nezdinde açılan menkul kıymet hesaplarına “menkul kıymet hesabı sahibi (yatırımcı) adına” kaydedilmektedir. Bu kayıt hesap sahibi yatırımcıya kaydileştirilmiş formda bulunan ve havuz hesaplarda tutulan misli nitelikteki menkul kıymetler üzerinde doğrudan ve takip edilebilir bir aynı hak bahşetmekte ve yatırımcının bu hakkı sadece bu kayıt ile ispat edilebilmektedir⁶⁶. Ayrıca Fransız Kaydileştirme Kanunu, yatırımcıları kaydileştirilmiş sistemin pek çok riskine ve özellikle aracı kurumların iflası riskine karşı koruyacak hükümler ihtiva etmektedir⁶⁷.

Amerika Birleşik Devletleri, aracılaştırılmış elde tutma sistemi dahilinde işlem gören menkul kıymetlere ilişkin olarak yenilikçi bir yaklaşım izleyerek federal Ticaret Kanunu’nun (UCC) menkul kıymetleri düzenleyen 8. maddesinin 5. bölümünde 1994 yılında yaptığı değişiklik ile aracılaştırılmış menkul kıymetlerin hukuki rejimini

⁶⁵ Fransa, 1981 tarihinde kabul ettiği ve 1984 tarihinde yürürlüğe giren Kaydileştirme Kanunu ile tam kaydileştirilmiş sistemi kabul etmiştir. *Loi de dématérialisation des valeurs mobilières du 30 décembre 1981 (Loi de finance pour 1982 No 81-1160), et du décret n° 83-359 du 2 mai 1983.*

⁶⁶ Bu aynı nitelikteki hak, bir müşterek mülkiyet hakkı değildir. Zira Fransız menkul kıymetler hukuku bu şekilde bir nitelendirmeye imkan vermemektedir. Bkz. Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 60; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 23; International Swaps and Derivatives Association, Collateral Law Reform Group, **France-Country Report**, Supplement to Collateral Arrangements in the European Financial Markets: The Need for National Law Reform, March 2000, s. 2, (Çevrimiçi) http://www.isda.org/c_and_a/pdf/france.pdf, 12 Kasım 2013.

⁶⁷ Aracı kurumun iflası halinde menkul kıymet hesabı sahibi yatırımcıların hesapları bir başka aracı kuruluşa transfer edilerek iflasın etkilerine karşı koruma sağlanması öngörülmektedir. (3 Ocak 1983 tarihli ve 83-1 Numaralı Kanun). Bkz. Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 23 dn. 89.

düzenlemiş ve “menkul kıymet hakkı” (*security entitlement*)⁶⁸ adı verilen tamamen yeni ve *sui generis* nitelikte bir hukuki kavram yaratmıştır⁶⁹. “Menkul kıymet hakkı” (*security entitlement*), sözleşmesel ve aynı nitelikte haklar ihtiva eden ve sadece bir aracı kurum nezdindeki menkul kıymet hesabında gerçekleştirilen elektronik veri girişleri ile ispatı mümkün *sui generis* bir haklar paketi olarak tanımlanmaktadır. Buna göre, hak sahibinin, “menkul kıymet hakkı”nın dayanak varlığını oluşturan ve bir saklama kuruluşuna tevdi edilmiş menkul kıymetlere ilişkin takip edilebilir bir mülkiyet hakkı bulunmamakta; hak sahibi sadece doğrudan sözleşmesel ilişkide bulunduğu ve kendisine menkul kıymet hesabı sağlayan aracı kuruma karşı aynı haklara özgü etkilerle güçlendirilmiş sözleşmesel bir hak olan “menkul kıymet hakkı”na sahip bulunmaktadır⁷⁰. Bu bakımdan hak sahibi aslında, menkul kıymet hesabının dayanak varlığını oluşturan menkul kıymetlere değil tanımlandığı şekliyle bir “menkul kıymet hakkı”na sahiptir. Kıta Avrupası hukukçusu bakış açısıyla aslında bu düzenlemenin, menkul kıymet hesabı sahibine, hesabının bulunduğu aracı kuruma karşı, aracı kurumun iflasından ve üçüncü kişilerin karşı hak taleplerinden korunmasını sağlayacak aynı haklara ilişkin bazı özelliklerle donatılmış bir alacak hakkı bahşettiği söylenebilir⁷¹.

Ticaret ve eşya hukuku düzenlemeleri bakımından Alman hukukunun oldukça etkisinde olan Japonya ise, Fransa gibi kaydileştirme yöntemini tercih etmiştir⁷². Bu sistemde kaydileştirilmiş formda merkezi saklama kuruluşuna ihraç edilen ve aracılaştırılmış sisteme dahil edilen menkul kıymetlere ilişkin yatırımcıların hakları menkul kıymet hesaplarına işlenen elektronik kayıtlar ile temsil ve ispat edilebilmekte ve menkul kıymet hesaplarına yapılan tüm kayıtlar nihai yani kurucu niteliktedir. Yatırımcılar, menkul kıymet hesaplarına işlenen hakların doğrudan yasal

⁶⁸ Kavramın tanımı için bkz. UCC § 8-102 (a)(17).

⁶⁹ Rogers, Revised UCC Art. 8, s. 1450; Guynn, Modernizing Securities Ownership, s. 45-46; Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 59; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 24.

⁷⁰ Rogers, Revised UCC Art. 8, s. 1452, Guynn, Modernizing Securities Ownership, s. 45-46; BERNASCONI, Preliminary Document no. 1, s. 24-25; Chun, op. cit., s. 212 vd.

⁷¹ Amerikan hukukuna ilişkin daha ayrıntılı bilgi ve analiz için bkz. Rogers, Revised UCC Art. 8, s. 1431-1545; Chun, op. Cit. , s. 197-246.

⁷² Shasai, *Kabusiki to no Hurikae ni Kansuru Houritsu, Act No. 75 of 2001 as amended (Act on Book-Entry Transfer of Corporate Bonds, Shares, etc.)* (Tahviller, Hisseler vb. Finansal Araçlara İlişkin Kaydi İşlem Kanunu). Japon hukukunda aracılaştırılmış sistem ve aracılaştırılmış menkul kıymetler hakkında ayrıntılı bilgi için Bkz. Chun, op. cit., s. 291-293 vd.

hak sahipleri olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle yatırımcıların menkul kıymet hesapları ile sahip oldukları hak müşterek mülkiyet hakkı veya yararlanma hakkı değil, hisselerin ve borçlanma araçlarının bizzat kendilerini oluşturan, ortaklık ve alacaklılık gibi gayri maddi varlığa sahip haklardır. Burada amaçlanan, gayri maddi formda bulunan aracılaştırılmış menkul kıymetlerin kıymet hakkı veya evraksız kıymetli evrak teorileri gibi teoriler ile bu hakların menkul kıymet hesaplarındaki elektronik kayıtlar vasıtasıyla cisimleştiği kabul edilerek kıymetli evrak ve taşınır eşya kurallarına tabi olması değildir. Burada bizzat menkul kıymetleri oluşturan hakların kendileri gayri maddi formda birer malvarlığı değeri kabul edilmekte ve bu malvarlığı değerinin tedavülünün kolaylaştırılması ve güvenli bir hale getirilebilmesi için kıymetli evrak niteliğindeki menkul kıymetlere ilişkin tasarruf işlemlerine uygulanan kuralların, bu gayri maddi malvarlığı değerlerinin tasarruf işlemlerine de uygulanması sağlanmaktadır. Bu amaç doğrultusunda, yatırımcıların aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin haklarını ihraççı da dahil olmak üzere üçüncü kişilere karşı ileri sürebileceği kabul edilmiş, iyiniyetle iktisap kuralları getirilmiş ve nihai güvenlik tedbiri olarak da kanunla “Yatırımcı Koruma Fonu” oluşturulmuştur⁷³.

İsviçre, bu gruptaki ülkelerden, aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hukuki rejimini en son düzenleyen ve yenileyen ülkedir. İsviçre, 2010 tarihinde yürürlüğe giren Aracılaştırılmış Menkul Kıymetlere İlişkin Federal Kanun (FISA) ve Kanuna bağlı olarak İsviçre Borçlar Kanunu’na “toplu saklama, global senet ve senede bağlanmamış menkul kıymetler”e ilişkin olarak getirilen ek maddeler (OR m. 973a, 973b, 973c)⁷⁴ ile aracılaştırılmış menkul kıymet rejimini düzenlemiştir⁷⁵. Getirilen yeni düzenlemeler ile İsviçre hukukunda “aracılaştırılmış menkul kıymet” (*intermediates securities/Bucheffekten/titre intermédies*) adı verilen, *sui generis* nitelikte tamamen yenibir malvarlığı değeri ihdas edilmiştir. “Aracılaştırılmış menkul

⁷³ Ayrıntılı bilgi için bkz. Bkz. Chun, op. cit. , s. 294-299, 322-323 vd.

⁷⁴ İsviçre Borçlar Kanunu’nun Almanca, Fransızca ve resmi olmayan İngilizce tercümesi için bkz. (Çevrimiçi) <http://www.admin.ch/opc/en/classified-compilation/19110009/201305280000/220.pdf>, 12 Kasım 2013.

⁷⁵ *Loi fédérale sur les titre intermédies du 3 octobre 2008 (LTI) - Bundesgesetz über Bucheffekten vom 3. Oktober 2008 (Bucheffektengesetz-BEG)* - (Federal Act on Intermediated Securities of 3 October 2008 - FISA). Kanunun Fransızca, Almanca ve resmi olmayan İngilizce çevirisi için bkz. (Çevrimiçi) <http://www.admin.ch/opc/en/classified-compilation/20061735/index.html>, 12 Kasım 2013.

kıymet”, FISA ile düzenlenen hukuki rejimin temel kavramıdır ve “*bir menkul kıymet hesabına alacaklandırılmış ve menkul kıymet hesabı sahibi tarafından kanunun öngördüğü hükümler çerçevesinde tasarruf edilebilecek, ihraççıya yönelik alacak ve ortaklık hakları*” olarak tanımlanmaktadır (FISA Art. 3(1))⁷⁶. Tanımdan da anlaşılacağı üzere, gayri maddi varlığa sahip “aracılaştırılmış menkul kıymet”ler, İsviçre Medeni Kanunu anlamında eşya niteliğine haiz değildir. Ancak Kanun, “aracılaştırılmış menkul kıymet”i oluşturan bu hakların, menkul kıymet hesabının bulunduğu aracı kuruma ve herhangi bir üçüncü kişiye ileri sürülebileceğini yani *erga omnes* etkiye sahip olduğunu ve özellikle ilgili aracı kurumun alacaklıları bakımından cebri icra ayrıcalığına sahip olduğunu düzenleyerek bu hakka aynı haklara özgü etkiler tanımıştır (FISA Art. 3(2))⁷⁷⁷⁸. “Aracılaştırılmış menkul kıymetler”, münferit veya global senetlerin bir aracı kuruma tevdi edilmesi veya kaydileştirilmiş bir menkul kıymet ihracının bir aracı kurumun sağladığı sicile işlenmesi ve akabinde menkul kıymet hesabı sahiplerinin hesaplarında karşılık alacaklandırma kayıtlarının gerçekleşmesi ile ihdas edilmektedir (FISA Art. 6(1)). Bu bakımdan hem “aracılaştırılmış menkul kıymetler”in ihdas edilmesinde hem de bunlara ilişkin tasarruf işlemlerinde (FISA Art. 24) menkul kıymet hesaplarında gerçekleştirilen alacaklandırma kayıtları kurucu etkiye sahiptir⁷⁹. Ayrıca kanun, iyiniyetli iktisabı koruyucu hükümler de öngörmektedir (FISA Art. 29)⁸⁰. İsviçre hukukunda, kanunla *sui generis* bir malvarlığı değeri yaratılmış olması her ne kadar Amerikan hukukundaki “menkul kıymet hakkı”na ilişkin düzenlemeye benzer gözükse de, iki kavram arasında çok temel farklılıklar bulunmaktadır. Bunların en

⁷⁶ FISA Art. 3(1): “*Intermediated securities within the meaning of this Act are personal or corporate rights of a fungible nature against an issuer which: (a) are credited to a securities account; and (b) may be disposed of by the account holder in accordance with the provisions of this Act*”.

⁷⁷ FISA Art. 3(2): “*Intermediated securities are effective against the custodian and any third party; they are beyond the reach of other creditors of the custodian*”.

⁷⁸ Thevenoz, The Swiss Draft Act, s. 306; Chun, op. cit., s. 329.

⁷⁹ Thevenoz, The Swiss Draft Act, s. 306; Chun, op. cit., s. 337.

⁸⁰ FISA’nın 29. maddesi uyarınca; hesap sahiplerinin, Kanunda belirtilen iktisap yöntemlerinden biri ile aracılaştırılmış menkul kıymetleri bedeli karşılığında ve iyi niyetle iktisap etmesi halinde; menkul kıymetleri transfer edenin tasarrufta bulunduğu menkul kıymetler üzerinde bu şekilde bir tasarruf yetkisi olmasa veya tasarrufa konu menkul kıymetlerin transfer edenin hesabına alacaklandırılması işlemi transferin gerçekleşmesinden sonra iptal edilmiş olsa dahi, transfer alanın iyi niyetli iktisabının korunacağı hüküm altına alınmıştır. Buna göre, örneğin; bir alım-satım ilişkisi çerçevesinde aracılaştırılmış menkul kıymetleri devreden (A), bu menkul kıymetleri aslında önceden (B) ile giriştiği bir menkul kıymet teminatı ilişkisi çerçevesinde hesabında bulunduruyor olsa ve bu menkul kıymetleri satıp devretme yetkisi bulunmasa dahi, menkul kıymetleri bedeli karşılığında ve iyi niyetle devralan hesap sahibi (C)’nin iyi niyetli iktisabı korunacaktır.

önemlilerinden ilki, FISA anlamında “aracılaştırılmış menkul kıymetler”in, UCC m. 8’de düzenlenen “menkul kıymet hakkı”ndan farklı olarak, sadece ilgili aracı kuruma karşı değil, ihraççıya yönelik haklar öngörmesidir. İkincisi ise, “menkul kıymet hakkı”nın sadece bir menkul kıymet hesabında gerçekleştirilen alacaklandırma kaydı ile ihdas edilebilmesi karşısında, “aracılaştırılmış menkul kıymetler” bakımından menkul kıymet hesabında gerçekleştirilecek kayıttan önce bir aracı kuruma tevdiin şart kılınmış olmasıdır⁸¹. Tüm bu özellikleri değerlendirildiğinde, İsviçre hukukunda FISA anlamında “aracılaştırılmış menkul kıymet”, sadece kurucu etkiye sahip menkul kıymet hesaplarında gerçekleştirilen alacaklandırma kayıtları ile ispat edilebilen ve yine bu menkul kıymet hesaplarında gerçekleştirilen alacaklandırma ve borçlandırma kayıtları ile tasarruf işlemlerine konu olabilen ve menkul kıymetlerin bağlandıkları senetlerden bağımsız, aynı etkilere ve kıymetli evrakın tedavül fonksiyonlarına sahip *sui generis* yeni bir gayri maddi malvarlığı değeri olarak kabul edilmektedir⁸². Bu bakımdan İsviçre hukukunda da, Japon hukukundakine benzer şekilde, aracılaştırılmış sistem dahilinde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlerin gerek kıymetli evrak gerekse evraksız kıymetli evrak teorilerinden bağımsız bir hukuki rejime kavuşturuldukları görülmektedir.

⁸¹ Bkz. Chun, op. cit. , s. 337-338.

⁸² Thevenoz, The Swiss Draft Act, s. 307-308; Chun, op. cit., s. 337.

C. Türk Hukukunda Hesap Sahibinin Hakkının Hukuki Niteliği

1. Genel Bilgi

Türk hukukunda aracılaştırılmış sistemde hesap sahiplerinin haklarının hukuki niteliğine ilişkin değerlendirmelerin yukarıda incelenen gelenekselve modern yaklaşımlardan ayrı bir başlık altında incelenmesinin sebebi, henüz bu konunun net bir hukuki altyapıya kavuşturulamamış olmasıdır.

Esasında Türkiye’de aracılaştırılmış elde tutma sistemi, yukarıda incelediğimiz diğer ülkeler ile paralel bir şekilde yapılanmıştır. Türk sermaye piyasalarında, aracılaştırılmış sistemin gelişimine bakıldığında “hareketsizleştirme dönemi” ve “kaydileştirme dönemi” olmak üzere iki ayrı dönem karşımıza çıkmaktadır. Türk sermaye piyasalarının yapılanmasındaki bu iki dönem arasındaki farklılıklar, Türk hukukunda aracılaştırılmış sistemde hesap sahibi yatırımcıların menkul kıymetler üzerindeki haklarının hukuki nitelendirilmesi bakımından da farklı değerlendirmelere sebep olmaktadır. Bu nedenle, Türk hukukunda aracılaştırılmış sistemde hesap sahibinin hakkının hukuki niteliği, “hareketsizleştirme” ve “kaydileştirme” dönemleri esas alınarak ayrı başlıklar altında incelenecektir.

2. Türk Sermaye Piyasalarında Hareketsizleştirme Dönemi ve Hesap Sahibinin Hakkının Hukuki Niteliği

a. Hareketsizleştirme Döneminin Özellikleri

Türkiye’de menkul kıymetlerin alım satım işlemlerinin takası 1986-1988 yıllarını kapsayan dönem içerisinde aracısız olarak işlemin tarafları arasında gerçekleştiriliyordu.1991 yılında - daha sonra 2013 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın yerini Borsa İstanbul A.Ş.’nin (BIST) alması ile birlikte

İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (TAKASBANK) unvanını alan⁸³ - İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Takas ve Saklama A.Ş. kurulmuş ve 1995 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) aldığı karar⁸⁴ ve aracı kurumlara ilişkin tebliği⁸⁵ ile bu kuruluş Türkiye'nin menkul kıymetlerin saklanması ve takası hizmetleri bakımından tek yetkili merkezi saklama kuruluşu statüsüne kavuşturulmuştur. Ardından "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Takas ve Saklama Yönetmeliği"⁸⁶ ile takas ve saklama hizmetlerinin hukuki alt yapısı düzenlenmiştir. Böylece Türk sermaye piyasalarında hareketsizleştirme yöntemi benimsenerek toplu saklama ve menkul kıymet işlemlerinin kaydi şekilde takip edilmesi suretiyle elektronik takasın aktörleri ve hukuki alt yapısı oluşturulmuştur⁸⁷.

b. Hareketsizleştirme Döneminde Hesap Sahibinin Hakkının Hukuki Niteliği

Menkul kıymetlerin hareketsizleştirme yöntemi ile saklandığı dönemde, saklama sözleşmesinin ve hesap sahiplerinin haklarının hukuki niteliğine ilişkin olarak gerek sermaye piyasası mevzuatında gerekse Ticaret Kanunu ve Borçlar Kanunu'nda herhangi bir özel düzenlemeye yer verilmemiştir.

Bunun üzerine Türk hukuk doktrininde, hesap sahiplerinin haklarının hukuki niteliğine ilişkin olarak, İsviçre hukukunda 2010 yılında Aracılaştırılmış Menkul Kıymetlere İlişkin Federal Kanun (FISA) yürürlüğe girmeden önce İsviçre hukuk doktrininde öne sürülen hukuki değerlendirmelere paralel şekilde, Medeni Kanun ve

⁸³ 30 Aralık 2012 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (RG. 30.12.2012-28513) 138. maddesi uyarınca, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yerini Borsa İstanbul A.Ş. ye bırakmıştır. Buna paralel olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nin unvanı, 11 Nisan 2013 tarihinden itibaren "İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. - Takasbank" olarak değiştirilmiştir.

⁸⁴ Sermaye Piyasası Kurulu'nun 15.12.1994 tarih ve 81 sayılı kararı.

⁸⁵ Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: V, No: 19 sayılı "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği".

⁸⁶ RG. 19.02.1996-22559.

⁸⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. M. Ünal, op. cit, s. 134-139. Ayrıca bkz. (Çevrimiçi) <http://www.takasbank.com.tr/tr/Sayfalar/Tarihce.aspx>, 12 Kasım 2013.

Borçlar Kanunu'nda var olan hükümlerden yararlanılarak birtakım görüşler ileri sürülmüştür⁸⁸.

Bu çerçevede toplu saklama ve havuz hesaplarda, hesap sahipleri ile aracı kurumlar arasındaki ilişkinin ve hesap sahiplerinin aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin haklarının hukukî temelini oluşturmak üzere ileri sürülen görüşlerden Türk doktrini ve 2010 yılı öncesinde, yeni düzenlemeler kabul edilmeden önce İsviçre doktrininde en çok kabul gören görüş, dayanağını TBK m. 573'te (OR m. 484) bulan “karma-atipik ardiye sözleşmesi”⁸⁹ görüşüdür.

Bu görüş doğrultusunda, saklama konusu misli malın mülkiyeti saklayana geçmemekte saklatanlarda kalmaktadır. Ancak misli mallar saklama esnasında karıştığından saklatanlar arasında paylı mülkiyet ilişkisi doğmaktadır. Buna göre saklatanların, aynı tür ve aynı hakları veren mislen saklanan her bir menkul kıymet üzerinde, menkul kıymetlerinin değeri oranında müşterek mülkiyet hakkı mevcuttur. Bu bakımdan, saklatanlardan her birisinin saklayana, üçüncü kişilere ve saklayanın iflası halinde iflas masasına karşı müşterek mülkiyet hissesi oranında “aynî talep hakkı” bulunmaktadır. Ancak saklatanlardan her birinin, TMK m. 688'deki prosedürlere gerek olmaksızın, hissesini diğer saklatanlardan bağımsız olarak

⁸⁸ Bu konudaki ayrıntılı çalışmalar için bkz. Tekinalp; Evraksız, s. 1-16; Manavgat, Merkezi Saklama, s. 129-141; Öztan, op. cit., s. 310-321; Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**; Erişgin, op. cit., s. 157-181; Gümüş, op. cit., s. 521-522; Ünal, op. cit., s. 307-344.

⁸⁹ Türk ve İsviçre hukukunda “ardiye sözleşmesi” (TBK m. 573, OR m. 484); bir saklama (vedia) sözleşmesi türü olması itibarıyla, bir malın muhafaza edilmek üzere tevdisine ilişkindir. Ancak ardiye sözleşmesinde, saklama sözleşmesinden farklı olarak mudîin ücret ödeme borcu asıldır. Bu bakımdan ardiye sözleşmesi, eksik iki taraflı borç doğuran bir sözleşme değil, tam karşılıklı borç doğuran bir sözleşmedir. Bkz. İhsan Erdoğan, **Ardiye Sözleşmesi**, Selçuk Üniversitesi Basımevi, Konya 1990, s. 23. Ayrıca ardiye sözleşmesinde, alelade saklamadan farklı olarak, saklayan, saklatanlar tarafından kendisine yetki verilmesi halinde, saklama konusu misli eşyayı aynen ve ferden değil, aynı cinsten misli malı kendisine tevdi etmiş olan başka saklatanların malları ile birlikte, kül halinde ve fakat kendi malvarlığından ayrı olarak muhafaza edebilmektedir. Dolayısıyla ardiye sözleşmesinde, saklayana yetki verilmesi halinde, saklama konusu misli mal aynı cinsten başka saklatanların mallarıyla karışmış bir halde saklanabilmektedir. Bu nedenle ardiye sözleşmesinde, alelade saklamadan farklı olarak, saklayanın iade borcu aynen iade değil mislen iadedir. Ancak dikkat edilmesi gereken nokta, ardiye sözleşmesinde saklayanın, saklatanın misli malını sadece diğer mudîilerin aynı cinsten misli malı ile birlikte muhafaza etme yetkisinin bulunması; kendi malvarlığı ile karıştırma yetkisinin bulunmamasıdır. Dolayısıyla ardiye sözleşmesinde saklayan, kendisine tevdi edilen misli malın mülkiyetini iktisap etmez. Bu nedenle ardiye sözleşmesinde, usulsüz saklamadan farklı olarak, saklama konusu misli malın mülkiyeti saklayana geçmemekte; saklatanlarda kalmaktadır. Bkz. İmre, **Usulsüz Vedia**, s. 205-206; Erdoğan, op. cit., s. 45-49.

topluluktan ayırma hakkı bulunduğundan, bu paylı mülkiyet ilişkisi gevşek ve kuramsal *sui generis* bir “atipik paylı mülkiyet” ilişkisi olarak nitelendirilmektedir⁹⁰.

Ayrıca söz konusu menkul kıymetlerin saklanması ilişkisi içerisinde, merkezi saklama kuruluşları genellikle sadece saklama hizmeti değil; bunun yanında tevdi edilmiş menkul kıymetlerden doğan hakların kullanılması, takas işlemlerinin yapılması gibi menkul kıymetlerin yönetilmesi faaliyetleri olarak adlandırabileceğimiz ve vekalet sözleşmesinin konusunu oluşturan hizmetler de verdiği için söz konusu saklama sözleşmesi bir karma akit niteliğindedir⁹¹.

Dolayısıyla hareketsizleştirme yönteminin benimsendiği dönemde, Türk aracılaştırılmış elde tutma sistemi bakımından, Merkezi Saklama Kuruluşu olan TAKASBANK, kendisine tevdi edilen menkul kıymetler bakımından sadece dolaysız fer’i zilyet ve menkul kıymet hesabı sahibi yatırımcılar ise dolaylı müşterek aslı zilyet konumunda bulunmaktaydı. Merkezi saklama kuruluşu ile yatırımcılar arasında yer alan ve TAKASBANK ile yapılan saklama sözleşmesinin tarafı olan ve yatırımcıların menkul kıymet hesaplarını sağlayan ve yöneten borsa üyesi aracı kurumlar ile yatırımcılar arasındaki ilişki ise salt bir vekalet ilişkisi olduğundan, bu aracı kurumlar dolaylı fer’i zilyet konumundaydılar⁹².

Bu sistemde toplu saklamaya girmiş olan her bir menkul kıymet üzerinde saklatanların sahip oldukları menkul kıymetlerin tutarı oranında elde ettikleri

⁹⁰ Bu noktada belirtmek gerekir ki doktrinde, toplu saklamayı TMK m. 766 uyarınca paylı mülkiyet ilişkisi olarak açıklamaya çalışan görüşler zayıf kalmıştır. Zira söz konusu toplu saklama neticesinde “yeni bir eşya” meydana gelmediğinden, TMK 766’nın uygulanamayacağı; uygulansa dahi bu hüküm çerçevesinde paylı mülkiyete uygulanması gereken TMK m. 688 hükmünün menkul kıymet piyasalarında toplu saklama ile amaçlanan ihtiyaçlara cevap vermediği ve bu nedenle TMK m. 766’nın uygun bir hukuki dayanak olmadığı ileri sürülmektedir. Bu nedenlerle, her ne kadar toplu saklama uygulaması TBK m. 573 vd. uyarınca ardiye sözleşmesi için öngörülen şartlar çerçevesindeki saklamadan farklılıklar ve sapmalar arz etse de; saklatan hak sahiplerine aynî talep hakkı ve ayırma hakkının sağlanması piyasa güvenliği açısından hayati önem arz ettiğinden ardiye sözleşmesi hükümlerinin kıyasen uygulanması gerektiği konusunda görüş birliği mevcuttur. Bkz. İmre, *Usulsüz Vedia*, s. 205-206; Erdoğan, *op. cit.*, s. 45-49; Tekinalp; Evraksız, s. 7-8; Manavgat, *Merkezi Saklama*, s. 135-139; Serozan, **Taşınır Eşya**, s. 320-321; Erişgin, *op. cit.*, s. 167-175; Öztan, *op. cit.*, s. 316-316; Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 24-28; M. Ünal, *op. cit.*, s. 331-332.

⁹¹ Manavgat, *Merkezi Saklama*, s. 131; Erişgin, *op. cit.*, s. 173; M. Ünal, *op. cit.*, s. 340.

⁹² İmre, *Usulsüz Vedia*, s. 205-206; Tekinalp; Evraksız, s. 8; Erdoğan, *op. cit.*, s. 45-49; Manavgat, *Merkezi Saklama*, s. 131; Öztan, *op. cit.*, s. 318; Erişgin, *op. cit.*, s. 173; M. Ünal, *op. cit.*, s. 340.

kuramsal ve atipik müşterek mülkiyet payı üzerindeki tasarruf işlemleri kaydî olarak yapıldığından zilyetliğin fiilen teslimi mümkün değildi. Bu noktada da çözüm, TMK m. 979 uyarınca zilyetliğin teslimsiz devri kurallarının devreye sokulması ile “zilyetliğin havalesi” yönteminde bulunmuştu⁹³.

Netice itibariyle, hareketsizleştirme yönteminin benimsendiği dönemde, menkul kıymet hesapları aracılığı ile elektronik ortamda elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetler, Türk doktrinindeki hakim görüş uyarınca, kıymetli evrak özelliğine ve maddi varlığa sahip menkul kıymet yığını üzerinde *sui generis* nitelikte müşterek mülkiyet payı olarak nitelendirilmiştir.

2. Türk Sermaye Piyasalarında Kaydileştirme Dönemi ve Hesap Sahibinin Hakkının Hukuki Niteliği

a. Kaydileştirme Döneminin Özellikleri

(1) Merkezi Kayıt Sistemi

Türk aracılaştırılmış elde tutma sistemi henüz hareketsizleştirilmiş sistemde gerek menkul kıymetlerin gerekse hak sahiplerinin haklarının hukuki niteliğine ilişkin olarak açık ve öngörülebilir bir hukuki rejime kavuşturulamamışken, 2000 yılında mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na eklenen ve “sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi” başlıklı 10/A maddesi (6362 sayılı SPKan. m. 13) ile kaydileştirilmiş sisteme geçişin temeli atılmıştır⁹⁴.

⁹³ Öztan, op. cit., s. 337; Çağlar Manavgat, “Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları” (Kaydi Sistem), **AÜHFD**, C. 50, S. 2, 2001, pp. 159-191, s. 182; Erişgin, op. cit., s. 175; M. Ünal, op. cit., s. 406-407. Ayrıca “zilyetliğin havalesi” hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Serozan, **Taşınır Eşya**, s. 121 vd.; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **Eşya Hukuku**, s. 79.

⁹⁴ Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılması ile Ticaret ve Sanayi Odaları, Ticaret Odaları, Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları, Ticaret Borsaları ve Türkiye Ticaret, Sanayi, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine Dair Kanun (Kanun No. 4487) (RG. 18.12.1999-23910). 4487 sayılı Kanun ile mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na eklenen Geçici 6. madde ile, kaydileştirmede iki basamaklı bir geçiş süreci öngörülmüştür. Buna göre; birinci dönem, yeni fiziki sermaye piyasası aracı basılmasının mümkün olduğu dönem (21.09.2001 – 28.11.2005); ikinci dönem, yeni fiziki sermaye piyasası aracı basılmasının mümkün

Bu değişiklik ile sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihracı esası getirilmiş vekayden ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarını ve kayden izlenecek hakları belirleme yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmiştir⁹⁵.

Ardından 2001 yılında mülga SPKan.'nun 10/A maddesi uyarınca, kaydileştirilmiş sistemin merkezi saklama kuruluşu hizmetlerini yürütecek “Merkezi Kayıt Kuruluşu”nun (MKK) kurulması ve faaliyet ve çalışma esasları ile ilgili yönetmelik⁹⁶ yayımlanmış ve MKK'nın kurulması ile birlikte mülga SPKan.'nun 10/A maddesi yürürlüğe girmiştir⁹⁷.

2002 yılında ise Sermaye Piyasası Kurulu tarafından “Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulması ve Esasları Hakkında Tebliğ”⁹⁸ (Kaydileştirme Tebliği) yayınlanarak, kaydileştirilmiş formdaki aracılaştırılmış menkul kıymetlerin ve bunlara ilişkin hakların Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından kayden izlenmesine ilişkin usul ve esaslar düzenlenmiştir (Kaydileştirme Tebliği m. 1). Bu düzenlemelerin ardından, kaydileştirmenin gerçekleşebilmesi, kaydileştirilmiş menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde açılacak hesaplarda tutulması, izlenmesi ve işlemlerin elektronik ortamda yürütülmesini sağlamak amacı ile “Merkezi Kaydi Sistem” (MKS) geliştirilmiştir⁹⁹. Kaydileştirme ise ilk olarak 25.04.2005 tarihinde yatırım fonları katılma belgelerinin

olmadığı ancak mevcut fiziki sermaye piyasası araçlarının muhafaza edilmesinin mümkün olduğu dönem (28.11.2005 – 31.12.2007) ve üçüncü dönem, mevcut fiziki sermaye piyasası araçlarının muhafaza edilmesinin de mümkün olmadığı dönemdir (01.01.2008 - ∞). Ayrıntılı bilgi için bkz. M. Ünal, op. cit., s. 151-155.

⁹⁵ Bkz. mülga 2499 sayılı SPK m. 10/A (1), 6362 sayılı SPK m. 13 (1).

⁹⁶ Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik. (RG. 21.06.2001-24439). (Son değişiklik için bkz. RG. 2.11.2010 – 27747). Değişiklikler eklenmiş konsolide metin için bkz. (Çevrimiçi) <https://www.mkk.com.tr/wps/wcm/connect/2ce76fc9-d7fe-40d2-8feb-8c0cb4203fd2/Y%C3%B6netmelik.pdf?MOD=AJPERES>, 12 Kasım 2013.

⁹⁷ 4487 sayılı Kanun'un 30. maddesinde, mülga SPKan.na eklenen 10/A maddesinin MKK'nın kuruluşu ile yürürlüğe gireceği düzenlenmiştir.

⁹⁸ Sermaye Piyasası Kurulu Seri: IV No: 28. (RG. 22.12.2002-24971). (Son değişiklik için bkz. RG. 4.7.2013 – 28697). Değişiklikler eklenmiş konsolide metin için bkz. (Çevrimiçi) <https://www.mkk.com.tr/wps/wcm/connect/9e7f7ec8-d197-4b04-bf40-b001a5c352eb/Tebliğ.pdf?MOD=AJPERES>, 12 Kasım 2013.

⁹⁹ Merkezi Kaydi Sistem (MKS) hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. (Çevrimiçi) <https://www.mkk.com.tr/wps/portal/MKK/Hakkimizda/BilgiTeknolojileri>, 12 Kasım 2013.

kaydileştirilmesi ile başlamış ve 28.11.2005 tarihinde¹⁰⁰ İMKB’de (şimdiki unvanı ile BIST) işlem gören anonim şirketlerin borsada işlem görsün görmesin tüm hisse senetlerinin kaydileştirilmesi ile devam edilmiştir¹⁰¹.

2013 Ağustos tarihi itibariyle, Türk sermaye piyasasında, BIST’te işlem gören şirketlerin hisse senetleri, özel sektör ve devlet iç borçlanma senetleri gibi daha pek çok sermaye piyasası aracının Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kaydileştirilmesine karar verilmiştir ve bunlara ilişkin işlemler MKK tarafından kayden izlenmektedir¹⁰².

Bugünkü durum itibariyle, Türk aracılaştırılmış elde tutma sistemini temel hatları ile ortaya koymak gerekirse, ikili bir yapı karşımıza çıkmaktadır. Şöyle ki 6362 sayılı SPKan.’nun 13. maddesi uyarınca, birer sermaye piyasası aracı olan menkul kıymetlerin senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihracı esastır. Menkul kıymetlerin kaydileştirilmek suretiyle aracılaştırılmış sisteme dahil edilmesi esas olmakla birlikte, SPKan. m. 13 uyarınca, kayden ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarını ve kayden izlenecek hakları belirleme yetkisi SPK’ya verilmiştir. Aynı şekilde Kaydileştirme Tebliği’nin 4. maddesinde, “kaydi sermaye piyasası araçları”; Kurulca kaydileştirilmesine karar verilen sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla Türk aracılaştırılmış elde tutma sisteminde, SPK uyarınca kaydileştirilmesine karar verilmiş sermaye piyasası araçları bakımından,

¹⁰⁰ Sermaye Piyasası Kurulu’nun 28.10.2005 tarih ve 43/1318 sayılı kararı ile borsada işlem gören anonim şirket hisse senetlerinin 28.11.2005 tarihi itibariyle toplu olarak kaydileştirilmesine ilişkin duyurusu için bkz. (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2005&sayi=45&submenuheader=null&ext=.pdf>, 12 Kasım 2013.

¹⁰¹ Türkiye’de sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin hukuki düzenlemeler ve aşamalar hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. M. Ünal, op. cit., s. 134-161.

¹⁰² 2013 Ağustos tarihi itibariyle Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kaydileştirilmesine karar verilmiş olan ve MKK tarafından kayden izlenen sermaye piyasası araçları; BIST’te işlem gören şirketlerin pay senetleri, devlet iç borçlanma senetleri, geçici makbuzlar, rüçhan hakları, menkul kıymet yatırım fonları, borsa yatırım fonları, özel sektör tahvilleri, özel sektör finansman bonoları, banka bonoları, banka garantili bonolar, alım hakkı veren aracı kuruluş varantları, satım hakkı veren aracı kuruluş varantları, varlığa dayalı menkul kıymetler, varlık teminatlı menkul kıymetler, sertifikalar, hazine kira sertifikaları, özel sektör kira sertifikaları ve yabancı sermaye piyasası araçlarıdır. Bkz. (Çevrimiçi) <https://www.mkk.com.tr/wps/portal/MKK/UyeHizmetleri/MerkeziSaklama>, 12 Kasım 2013.

kaydileştirilmiş aracılaştırılmış sistem; karar verilmemiş sermaye piyasası araçları bakımından ise hareketsizleştirilmiş sistem uygulanmaktadır.

Kaydileştirilmiş sistem bakımından merkezi saklama kuruluşu, MKK; hareketsizleştirilmiş sistem bakımından ise merkezi saklama kuruluşu TAKASBANK'tır. Her iki sistemde de, işlemler menkul kıymet hesapları aracılığı ile elektronik ortamda gerçekleştirilmektedir. 6362 sayılı SPKan.'un menkul kıymetler tanımında yer alan sermaye piyasası araçlarının tümü bugün itibariyle SPK kararları uyarınca kaydileştirilmiş olduklarından, Türk aracılaştırılmış elde tutma sisteminde menkul kıymetler bakımından kaydileştirilmiş aracılaştırılmış sistemin uygulanmaktadır.

SPKan.'un 13. maddesi ile sermaye piyasası araçlarının ihracı bakımından esas yöntem olarak belirlenen kaydileştirme, "tam kaydileştirme" modelidir. "Tam kaydileştirme" modelinde, "kısmi kaydileştirme" modelinden farklı olarak, kaydileştirilmiş sermaye piyasası araçlarının yanında fiziki sermaye piyasası araçlarının muhafazasına, kullanımına ve kaydi sermaye piyasası araçlarının yatırımcılar tarafından talep edilmesi halinde fiziki sermaye piyasası aracına dönüştürülmesine izin ve imkan verilmemektedir¹⁰³. Bu bakımdan Türk aracılaştırılmış elde tutma sistemi; Fransa ve Japonya ile benzerlikler arz etmekte; kısmi kaydileştirme modeli altında değerlendirebileceğimiz İsviçre'den ise ayrılmaktadır.

Türk aracılaştırılmış elde tutma sisteminde, kaydi sermaye piyasası araçları bakımından merkezi saklama kuruluşu MKK, merkezi takas kuruluşu ise TAKASBANK¹⁰⁴, tır (SPKan. m. 80 (3), 81).

¹⁰³ Mülga 2499 sayılı SPKan.na eklenen Geçici 6. madde uyarınca, mevcut fiziki sermaye piyasası araçlarının muhafaza edilmesinin de mümkün olmadığı dönemin başlangıcı olan 01.01.2008 tarihinden itibaren tam kaydileştirme sağlanmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat, Kaydi Sistem, s. 160; M. Ünal, op.cit., s. 174-175.

¹⁰⁴ TAKASBANK tarafından yürütülen merkezi takas hizmetleri ve merkezi karşı taraf uygulamasına ilişkin esasları belirlemek üzere 6362 sayılı SPKan.nun yürürlüğe girmesinden sonra iki adet yönetmelik hazırlanmıştır: Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik (RG. 30.05.2013 - 28662) ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Takas Yönetmeliği (RG. 18.07.2013 – 28711).

MKK sisteminde, kaydi sermaye piyasası araçları ve bunlara bağlı haklar, MKK tarafından bilgisayar ortamında, MKK “Üye”leri aracılığı ile ve kural olarak¹⁰⁵ “hak sahipleri ismine” açılmış hesaplarda izlenmektedir (SPKan. m. 13, Kaydileştirme Tebliği m. 5). Yani MKK’nın elektronik sistemi olan MKS’deki kayıtlar Üyeler tarafından tutulmakta ve fakat hak sahipleri bazında izlenmektedir. Hak sahibi bazında izleme, üye hesapları ile bağlantı kurularak hak sahiplerinin Üyeler nezdindeki hesap kayıtlarına ulaşılması ile gerçekleştirilmektedir (Kaydileştirme Tebliği m. 5/II).

Buna göre MKK, sermaye piyasası araçları üzerinde hak sahibi olan herkesin kimlik bilgilerini ve hesap detaylarını bilmekte ve hesapları izlemektedir. Ancak her hak sahibi, MKK nezdinde doğrudan menkul kıymet hesabı açmamakta ve işlem yapmamaktadır. MKK nezdinde doğrudan menkul kıymet hesabı açma ve işlem yapma yetkisi MKK Üyelerine aittir. MKK Üyeleri ise TCMB, ihraççılar¹⁰⁶, aracı kuruluş (yatırım kuruluşu)¹⁰⁷, yetkili takas ve saklama kuruluşları ile Kurul tarafından belirlenen diğer kuruluşlardır (Kaydileştirme Tebliği m. 4). Bu tanıma paralel olarak MKK nezdinde açılacak hesap türleri; TCMB hesabı, ihraççı hesabı, aracı kuruluş (yatırım kuruluşu) hesabı ve bugün itibariyle tek yetkili takas

¹⁰⁵ SPKan. uyarınca SPK, sermaye piyasası aracının türüne ve ihraççısının veya MKK üyesinin niteliğine göre sermaye piyasası araçlarının hak sahibi ismine hesap açılmaksızın hesapların toplu olarak tutulmasına karar verme yetkisine sahiptir (SPKan. m. 13 (2)).

¹⁰⁶ SPKan. m. 3(h) uyarınca “ihraççı”; “*sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve bu Kanuna tabi yatırım fonları*” olarak tanımlanmaktadır.

¹⁰⁷ Mülga 2499 sayılı SPKan.nun 3. maddesi ve Kaydileştirme Tebliği’nin 4. maddesi uyarınca “aracı kuruluş”; “*aracı kurum ve bankalar*” olarak tanımlanmıştır. Ancak 6362 sayılı SPKan.da “aracı kuruluş” kavramı kullanılmamış ve tanımlanmamıştır. Bunun yerine SPKan. m. 3(a) tarafından 37. maddeye yapılan atıf uyarınca “aracı kurum”; “*sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi*” hizmet ve faaliyetlerinde bulunmak üzere “*SPK tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşu*” olarak tanımlanmış ve yine 6362 sayılı SPKan. m. 3(v) uyarınca “yatırım kuruluşu”; “*aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları ve bankalar*” olarak tanımlanmıştır. Bu çerçevede her ne kadar henüz Kaydileştirme Tebliği bu bakımdan 6362 sayılı SPKan.na uyumlaştırılmamış olsa da kanaatimizce Kaydileştirme Tebliği’nde geçen “aracı kuruluş” kavramının yeni Kanun’a uygun olarak “yatırım kuruluşu” olarak anlaşılması gerekmektedir.

kuruluşu TAKASBANK olduğundan TAKASBANK hesabıdır (Kaydileştirme Tebliği m. 6).

Dolayısıyla MKK Üyeleri haricindeki kurumsal veya bireysel yatırımcıların MKS sisteminde hesap açabilmeleri ve belli bazı işlemler dışında¹⁰⁸ işlem yapabilmeleri için, MKK Üyesi bir aracı kuruluş (yatırım kuruluşu) tarafından temsil edilmeleri; yani MKK Üyesi bir aracı kuruluş (yatırım kuruluşu) nezdinde “yatırımcı hesabı”na sahip olmaları gerekmektedir (Kaydileştirme Tebliği m. 6/II). Yatırımcı hesabı, hak sahibi adına MKK Üyesi bir aracı kuruluş nezdinde açılmış, kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin hakların izlendiği hesaptır. Bu hesaplar, hak sahiplerinin kimlik bilgilerinin MKK’ya bildirilmesi üzerine açılmakta ve hesaplar üzerinde işlem yapmaya yetkili Üyeler ile bağlantısı kurularak etkinleştirilmektedir (Kaydileştirme Tebliği m. 10)¹⁰⁹.

Bu çerçevede, MKK tarafından izlenen Merkezi Kaydi Sistem’de, MKK nezdinde doğrudan hesap açabilme ve işlem yapabilme yetkisinin MKK Üyeleriyle sınırlandırılmış olması, yani kayıtların Üyeler aracılığı ile tutulması, aracılaştırılmış sistem ile amaçlanan takas işlemlerinin etkin ve hızlı bir şekilde yerine getirilmesi ihtiyacına uygundur.

Türk kaydi aracılaştırılmış elde tutma sistemi bir taraftan piyasa menfaatleri gereğince bu kademeli yapıyı tercih ederken, diğer taraftan; hak sahiplerinin menfaatlerinin en üst düzeyde korunmasını sağlamak amacıyla, (tam kaydileştirme yöntemini benimseyen diğer ülkeler olan Fransa ve Japonya’dan farklı olarak) sistem dahilindeki tüm hak sahiplerinin kimlik bilgilerinin ve hesap detaylarının en alttaki ilgili aracı kurumdan en üstteki aracı kurum olan MKK’ya aktarıldığı hak sahibi bazında izleme yöntemini; yani “şeffaf sistem” modelini benimsemiştir. MKK kayıtlarında nihai hak sahibinin görülebilmesi; gerçek hak sahipliğinin belirlenmesini

¹⁰⁸ Üyeler dışındaki hak sahiplerinin, bilgi edinme haricinde, MKS sisteminde doğrudan yapabilecekleri işlemler sadece yatırımcı blokajı ve genel kurul blokajı işlemleridir. Bilgi için bkz. M. Ünal, op. cit., s. 301-303.

¹⁰⁹ Türkiye’de kaydi sermaye piyasası araçları bakımından aracılaştırılmış sistemin yapısına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat, Kaydi Sistem, s. 169-176; M. Ünal, op. cit., s. 272-303.

ve aracı kuruluşlarla yatırımcıların malvarlıklarının karışmasının önlenmesini sağlamaktadır. Böylece bir aracı kuruluşun iflası halinde, üçüncü kişilerin bu aracı kuruluşu yönelik hak ve takiplerine karşı nihai hak sahibi yatırımcının malvarlığı güvence altına alınmakta ve çeşitli suiistimaller engellenmektedir¹¹⁰.

Hesap detaylarının ve işlemlerin MKK tarafından hak sahibi bazında izlenmesi esasının istisnası olarak ise SPK'ya, sermaye piyasası aracının türüne ve ihraçısının veya MKK üyesinin niteliğine göre, sermaye piyasası araçlarının hak sahibi ismine hesap açılmaksızın toplu olarak tutulmasına karar verme yetkisi tanınmıştır (SPKan. m. 13(2)). Bu yetki kapsamında değerlendirilebilecek bir düzenleme de Kaydileştirme Tebliği'nin 6. maddesine eklenmiştir¹¹¹. Buna göre, yabancı merkezi saklama kuruluşlarının MKK nezdinde, yabancı kuruluşun başvurusu ve SPK'nın kararı ile hak sahibi bazında izlenmeyen hesaplar açtırması mümkün kılınmıştır (Kaydileştirme Tebliği m. 6(2)). Kanaatimizce bu düzenleme oldukça yerinde olmuştur. Zira yukarıda da incelediğimiz üzere, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerin büyük çoğunluğu (Örneğin; ABD, Japonya, Almanya, Fransa, İsviçre) ve özellikle milletlerarası saklama ve takas hizmeti veren ABD Merkezi Saklama Kuruluşu DTC gibi saklama ve takas kuruluşları ile Euroclear ve Clearstream gibi ICSDler aracılaştırılmış elde tutma sistemlerini şeffaf olmayan sistem modeli çerçevesinde olarak yapılandırmışlardır¹¹². Ayrıca yüksek bütçeli kurumsal yatırımcılar ve fonların çoğu zaman kimliklerine ve hesap hareketlerinin detaylarına ilişkin bilgileri merkezi saklama kuruluşları ile paylaşmak istemedikleri, gizlilik aradıkları da bir gerçektir. Bu nedenle Türk sermaye piyasalarının, yabancı sermaye piyasaları ile entegre olabilmesi ve milletlerarası menkul kıymet ticaretinin artması için gerekli

¹¹⁰ Şeffaf sistem modeli çerçevesinde MKK sisteminde benimsenen müşteri ismine saklama ve izleme yönteminin, hak sahibi yatırımcıların aracılaştırılmış elde tutma sisteminde, aracı kurumların iflası halinde alacaklıların takiplerinden ve üçüncü kişilerin karşı hak taleplerinden korunabilmesi için en etkili yol olduğu konusunda bkz. Manavgat, Merkezi Saklama, s. 140-141; Manavgat, Kaydi Sistem, 271-272.

¹¹¹ RG. 13.12.2012 – 28496.

¹¹² Şeffaf olmayan ve şeffaf sistemler hakkında bilgi için bkz. Yukarıda, s. 39 vd.

bağlantıların kurulabilmesi bakımından esneklik ve kolaylık getiren bu düzenleme büyük önem arz etmektedir¹¹³.

Hak sahibi bazında izlemenin yanı sıra, Türk aracılaştırılmış elde tutma sisteminde yatırımcılara daha güçlü bir koruma sağlanması amacıyla, ek bir güvenlik tedbiri olarak, tüm yatırım kuruluşlarının (aracı kurum ve bankalar) katılımının zorunlu olduğu kamu tüzel kişiliğini haiz “Yatırımcı Tazmin Merkezi”nin kurulması öngörülmüştür (SPKan. m. 83 vd.). Yatırımcı Tazmin Merkezi’nin görevi ve amacı; yatırım kuruluşlarının (aracı kurum ve bankalar), yatırım hizmet ve faaliyetinden kaynaklanan nakit ödeme veya sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini yerine getirememeleri hâlinde, Sermaye Piyasası Kurulunca SPKan.nun 82. maddesi çerçevesinde alınan hak sahibi yatırımcıların tazmin edilmesine ilişkin kararı yerine getirmektedir¹¹⁴.

(2) Merkezi Kayıtların Hukuki Etkisi

Menkul kıymetlerin kaydileştirilmiş formda doğrudan MKK kayıtlarına ihraç edilerek aracılaştırılmış sisteme dahil edildiği ve bu kaydi menkul kıymetlere ilişkin hakları konu alan devir veya teminat hakkı tesisi gibi işlemlerin MKK Üyesi kurum ve kuruluşlar aracılığı ile sadece menkul kıymet hesapları arasında gerçekleştirilen alacaklandırma ve borçlandırma kayıtları ile gerçekleştirildiği Türk kaydi aracılaştırılmış elde tutma sisteminde, gerek ihraç anındaki kayıtların gerekse tasarruf işlemlerine ilişkin kayıtların hukuki etkisi; yani bu kayıtların kurucu nitelikte mi yoksa açıklayıcı nitelikte mi olduğu meselesi de gerek yatırımcıların menfaatlerinin korunması gerekse işlem güvenliği bakımından büyük önem arz etmektedir. Ancak bu kayıtların hukuki etkisine ilişkin olarak gerek SPKan.da gerekse Kaydileştirme Tebliği’nde açık bir hüküm bulunmamaktadır.

¹¹³ Aynı yönde değerlendirmeler için bkz. İbrahim Haselçin, “Yabancı Yatırımcıya Bir İyilik Daha”, HTEkonomi, 16.12.2012, (Çevrimiçi) <http://ekonomi.haberturk.com/yazarlar/ibrahim-haselcin/803854-yabanci-yatirimciya-bir-iyilik-daha>, 12 Kasım 2013.

¹¹⁴ Yatırımcı Tazmin Merkezi’nin organizasyonuna, yönetimine ve görev ve yetkilerine ilişkin usul ve esaslar, SPKan.nun ilgili maddelerinin yanı sıra “Yatırımcı Tazmin Merkezine İlişkin Yönetmelik” ile düzenlenmiştir (RG. 06.06.2013-28669).

Bu durum karşısında Türk doktrininde çoğunlukla kabul edilen görüş; SPKan. ve Kaydileştirme Tebliği'nde MKK kayıtlarına, kural olarak, bir istisna dışında (SPKan. m. 13(5)), kurucu sisteme özgü bir etki tanınmamış olması sebebiyle, açıklayıcı kayıt sisteminin kabul edildiği ve bu nedenle kaydi sermaye piyasası araçları üzerindeki haklara ilişkin kayıtların kurucu değil, açıklayıcı etkiye sahip olduğu yönündedir¹¹⁵.

Nitekim kurucu kayıt sisteminde; kaydi olarak işlem gören aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki haklar sadece merkez veya sicilde gerçekleştirilen kayıtlar ile doğmakta, devredilmekte ve terkinle sona ermekte ve bu bağlamda sistemdeki kayıtların, kıymetli evraktaki senet unsuru gibi, aleniyet ve güven fonksiyonu bulunmakta ve dolayısıyla kayıtlara aynı etkiler tanınmaktadır. Bu bakımdan, sermaye piyasası araçları için tapu siciline benzer bir kamu güvenliğini haiz sicil sistemi uygulanmaktadır¹¹⁶.

Ancak MKK sistemine ilişkin mevcut düzenlemelerde kurucu kayıt sisteminin temel özellikleri arasında sayılan; aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hakların sadece merkez veya sicilde gerçekleştirilen kayıtlarla doğması ve terkinle sona ermesi, hukuki işlemlerin sadece kayıtlar ile kurulması, MKK sistemine kamu güvenliğini haiz bir menkul kıymet sicili statüsü tanınarak bu sicilde tutulacak kayıtlara aynı etkiler sağlanması ve dolayısıyla zilyetlik ve düzgün ciro zinciri yerine; sistemdeki kayıtların aleniyet ve güven fonksiyonlarının tanınması ve neticede iyiniyetli üçüncü kişilerin MKK'daki bu kayıtlara güvenerek hak iktisabının mümkün kılınmasına ilişkin herhangi bir kanuni düzenleme yer almadığından, kayıtların kurucu etkiye sahip olduklarını kabul etmek mümkün gözükmemektedir. Başka bir deyişle, Türk hukukunda kaydileştirilmiş sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların tesisi veya

¹¹⁵ Ünal Tekinalp, "Nama Yazılı Kaydi Payların Devrinde Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Niteliği" (MKK Kayıtları), **Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan**, İstanbul 2000, pp. 537-543, s. 542-543; Manavgat, Kaydi Sistem, s. 181-183; Göksoy, op. cit., s. 207; Ümit Yayla, "Merkezi Kayıt Kuruluşu ve Kaydi Sistem: Uygulamada Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 71, 2009, pp. 104-115, s. 106; M. Ünal, op. cit., s. 357 vd. Kayıtların kurucu nitelikte olduğu yönündeki karşı görüş için bkz. Asuman Turanboy, "2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na 4487 Sayılı Kanunla Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydi Değer Düzenlemesi" (Kaydi Değer Düzenlemesi), **AÜHFD**, Cilt: 48, Sayı: 1-4, 1999, pp. 39-55, s. 50-51.

¹¹⁶ Tekinalp, Evraksız, s. 10-11; Manavgat, Kaydi Sistem, s. 182.

devri konusunda aynı etkiler sağlayan kamu güvenliğini haiz kanuni bir sicil düzenlemesi henüz bulunmamaktadır¹¹⁷.

Dolayısıyla Türk aracılaştırılmış elde tutma sisteminde, kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin hakların MKK tarafından izlenen kaydi sistem (MKS) dışında doğması, el değiştirmesi ve sona ermesi, başka bir ifadeyle, merkezi sistem dışında işlemlerin genel hükümlere göre gerçekleştirilmesi mümkün görülmektedir¹¹⁸.

Açıklayıcı kayıt sisteminden bir sapma olarak nitelendirilen tek düzenleme ise¹¹⁹, MKS dışı işlemlere ilişkin SPKan.nun 13. maddesinin 5. fıkrasıdır. Bu hüküm uyarınca, *“kayden izlenen sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde, MKK’ya yapılan bildirim tarihi esas alın(acak)”*tır. Ancak kanaatimizce esasen bu hüküm, açıklayıcı kayıt sisteminden bir sapma değil; kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerin MKS dışında gerçekleşmesinin mümkün olduğuna dayanak teşkil etmesi bakımından kayıtların açıklayıcı etkiye sahip olduğunu teyit eder niteliktedir. Hükümün amacı da aslında, açıklayıcı kayıt sisteminde, kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin hakların devri veya teminat hakkına konu olmaları gibi işlemler MKS dışında gerçekleşebildiğinden, gerçek hak sahipliğinin tespitinde ve dolayısıyla işlem güvenliğinde yaşanması muhtemel mahzurların önüne geçmektir.

Yoksa bu hüküm, örneğin; iyi niyetli bir devralanın, devredilen menkul kıymetler üzerinde tasarruf yetkisi olmayan veya tasarruf yetkisi sonlandırılan bir devredenden

¹¹⁷ Kaydi menkul kıymetlere ilişkin işlemlerin eşya hukuku prensipleri yönünden izah edilebilmesi ve tedavül güvenliğinin sağlanabilmesi için kayıtlara aynı etkinin tanınması gerektiği ve bunun da ancak kayıtların güven ve aleniyeti sağlayıcı nitelikte olduğuna ilişkin bir kanuni düzenleme ile mümkün olabileceği; fakat mevcut SPKan. ve Kaydileştirme Tebliği’nde böyle bir düzenlemeye yer verilmediği yönünde bkz. Tekinalp, Evraksız, s. 10-11; Tekinalp, MKK Kayıtları, s. 543; Manavgat, Kaydi Sistem, s. 182; Göksoy, op. cit., s. 207; Erişgin, op. cit., s. 176; M. Ünal, op. cit., s. 358. SPKan.daki düzenlemenin aynı etkiler sağlayan bir sicil düzenlemesi olduğu yönünde bkz. Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 68; Turanboy, Kaydi Değer Düzenlemesi, s. 50-51.

¹¹⁸ Kaydi sermaye piyasası araçlarının devri ve rehni, alacağın temlik ve hak rehni hükümlerine göre gerçekleştirilir. Bu bakımdan, yazılı temlikname veya rehin sözleşmesi tasarruf işlemi niteliğindedir. MKK’ya bildirim ise sadece açıklayıcı etkiye sahiptir. Bkz. Tekinalp, MKK Kayıtları, s. 542; Manavgat, Kaydi Sistem, s. 182; Göksoy, op. cit., s. 207; M. Ünal, op. cit., s. 359.

¹¹⁹ MKK kayıtlarının kurucu ve aynı etkiye sahip olduğunu savunan görüş bu hükümden yola çıkmaktadır. Bkz. Turanboy, Kaydi Değer Düzenlemesi, s. 50-51.

devraldığı kaydi menkul kıymetlere ilişkin olarak iyiniyetli iktisabını koruyacak mahiyette bir düzenleme öngörmemektedir¹²⁰. Dolayısıyla bu düzenleme, kayıtların kurucu niteliğine ve iyi niyetli iktisabın korunmasına yönelik değil, esasen öncelik sırasına ilişkin bir düzenlemedir. Bu bağlamda, gerek devir gerekse teminat hakkı tesisine ilişkin işlemlerde, MKK kayıtlarında hak sahibi olarak görünen kişi öncelik kazanacaktır¹²¹.

Netice itibariyle, Türk aracılaştırılmış elde tutma sisteminde, kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin kayıtlar, Japonya ve İsviçre'den¹²² farklı olarak kurucu değil, sadece açıklayıcı niteliktedir. Bu bakımdan, MKK sistemindeki kayıtlar, aynı etkiye sahip olmadığı gibi bu kayıtlara güvenerek Japon ve İsviçre sistemlerinde olduğu gibi iyi niyetli hak iktisabının korunması da sağlanamamaktadır.

Özetle Türk aracılaştırılmış elde tutma sisteminin özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür: menkul kıymetlere ilişkin kağıt dolaşımının bertaraf edilmesinde tam kaydileştirme yöntemi uygulanmaktadır; kaydi menkul kıymetler üzerindeki haklar ve bu haklara ilişkin işlemler merkezi saklama kuruluşu olan MKK tarafından Merkezi Kaydi Sistem'de Üye kuruluşlar aracılığı ile hak sahibi bazında izlendiğinden kademeli fakat şeffaf sistem uygulaması benimsenmiştir ve MKK tarafından izlenen kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin kayıtlar kurucu değil, açıklayıcı etkiye sahiptir.

¹²⁰ İyiniyetli iktisabı koruyan bir düzenleme olan İsviçre FISA m. 29 ile karşılaştırmak için bkz. Yukarıda, s. 75.

¹²¹ Manavgat, Kaydi Sistem, s. 182; M. Ünal, op cit., s. 360-361.

¹²² Japonya ve İsviçre'deki sisteme ilişkin olarak bkz. Yukarıda, s. 74 vd.

b. Kaydileştirme Döneminde Hesap Sahibinin Hakkının Hukuki Niteliği

Türk sermaye piyasaların aracılaştırılmış sistemin yapılanması ve bu yapının işleyişi kaydileştirme ile birlikte yukarıda açıkladığımız şekilde değişmiş olmakla birlikte, çalışmamız açısından esas öneme sahip olan taraflar arasındaki hukuki ilişkilerin ve yatırımcıların sahip oldukları hakların hukuki niteliği konusunda, kaydileştirme öncesindeki hareketsizleştirilmiş sistemde olduğu gibi, herhangi özel bir kanuni düzenleme yapılmamıştır. Başka bir ifade ile kaydileştirilmiş Türk sermaye piyasası sisteminde elde tutulan ve işlem gören kaydi menkul kıymetlerin hukuki niteliği ve sahibine ne tür bir hak bahsettiği hususunda Türk hukukunda bir açıklık bulunmamaktadır.

Türk hukukunda tümü kaydileştirilmiş formda olan aracılaştırılmış menkul kıymetlere, İsviçre (*intermediated securities*) ve Amerikan (*securities entitlement*) hukuklarındaki gibi kanuni düzenlemelerle özel bir hukuki statü tanınmamıştır. Bir sermaye piyasası aracı çeşidi olan kaydi menkul kıymetler SPKan. (m. 3(ş)) ve Kaydileştirme Tebliği'nde (m. 4), hukuki niteliğine ve hak sahiplerine ne tür bir hak bahsettiğine ilişkin herhangi bir nitelendirme yapılmaksızın, Kurulca kaydileştirilmesine karar verilen menkul kıymet olarak tanımlanmıştır.

Türk hukukunda menkul kıymet kavramı ise, yukarıda da açıkladığımız üzere, mülga SPKan.un 3. maddesinde,menkul kıymeti oluşturan ortaklık veya alacaklılık haklarının kendilerini değil, bu hakların bağlandığı senetleri ifade edecek şekilde, kıymetli evrakın bir çeşidi olarak tanımlanmıştı (mülga SPKan. m. 3(b)). Bu tanım doğrultusunda, kaydi menkul kıymetlerin, Türk sermaye piyasası hukuku uyarınca menkul kıymet olarak nitelendirilebilmesi için kıymetli evrak niteliğinde olması; yani kıymetli evrakın tüm özelliklerini taşıması gerekmekte idi¹²³. Ancak kaydileştirme ile menkul kıymetlerde, kıymetli evrakın senet unsuru tamamen bertaraf edilmişti.

¹²³ Türk hukukunda menkul kıymet kavramı için bkz. Yukarıda, s 9.

Menkul kıymetlerin, mülga SPKan. uyarınca, menkul kıymetleri teşkil eden hakların bağlandığı senetler olarak ve dolayısıyla bir kıymetli evrak çeşidi olarak düzenlendiği Türk hukukunda; kaydi menkul kıymetlerin hukuki niteliği Türk hukuk doktrini tarafından yukarıda üzerinde durduğumuz kıymet hakkı ve evraksız kıymetli evrak teorileri çerçevesinde açıklanmaya çalışılmıştır¹²⁴.

Bu teori çerçevesinde, menkul kıymetlere ilişkin kaydileştirilmiş sistemdeki elektronik kayıtların maddi varlığa ve belli bir dayanıklılığa sahip irade beyanı taşıyıcısı oldukları ve kaydi menkul kıymetlerin senetler yerine bu elektronik kayıtlarda cisimleştiği kabul edilerek, bunların kıymetli evrak¹²⁵ ve dolayısıyla menkul kıymet statülerini korudukları ve bu şekilde maddi bir varlığa sahip olan kaydi menkul kıymetlerin Türk Medeni Kanunu anlamında da eşya olmanın bütün vasıflarını taşıdıkları ileri sürülmüştür¹²⁶.

Bu varsayımlardan hareketle, hareketsizleştirilmiş sistemde olduğu üzere, kaydi menkul kıymetlerin MKK nezdinde saklanması merkezi kaydi saklama olarak isimlendirilmekte ve atipik ardiye sözleşmesi olarak nitelendirilmekte ve hak sahiplerinin, kaydi menkul kıymetlerin dolaylı zilyetliğine ve müşterek mülkiyet hakkına sahip oldukları ileri sürülmüştür. Yine yatırımcı ile aracı kurum arasındaki sözleşme salt bir vekalet sözleşmesi olarak görülmekte ve yatırımcının menkul kıymetlerden kaynaklanan haklarını doğrudan ihraççıya karşı ileri sürülebileceği kabul edilmiştir¹²⁷.

¹²⁴ Kıymet hakkı ve evraksız kıymetli evrak teorilerine ilişkin açıklamalar için bkz. Tekinalp, *Evraksız*, s. 14; Öztan, *op. cit.* s. 321-327; Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**; Poroy, Tekinalp, **Kıymetli Evrak**, s. N. 40; Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, **Ortaklıklar**, N. 1094d, 1094e; Ülgen, Helvacı, Kendigelen, Kaya, *op. cit.*, s. 33, 42-45; M. Ünal, *op. cit.*, s. 24-31, 346-351. Ayrıca bkz. Yukarıda, s. 57 vd.

¹²⁵ Öztan, *op. cit.* s. 321-327; Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**; Ülgen, Helvacı, Kendigelen, Kaya, *op. cit.*, s. 33, 42-45; M. Ünal, *op. cit.*, s. 24-31, 346-351.

¹²⁶ Bu görüşe göre; kaydi sermaye piyasası araçları maddi varlığa sahip olma, hakimiyete elverişlilik, kişilik dışılık ve iktisadi değer taşıma gibi eşyaya ilişkin tüm özellikleri taşımakta ve bu bakımdan Türk Medeni Kanunu anlamında eşya olmanın tüm sonuçlarını yaratabilecek özelliklere sahip bulunmaktadır. Bkz. Öztan, *op. cit.*, s. 336; Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 350-351

¹²⁷ Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 51; Ünal, *op.cit.* s. 314, 348.

Kanaatimizce MKK sisteminde işlem gören kaydi menkul kıymetlerin hukuki niteliğine ilişkin olarak yapılan tüm bu değerlendirmeler hukuki dayanaktan yoksun oldukları gibi yerinde değil ve her bakımdan sorunludur.

Kanaatimizce sorunun temeli, senet adı verilen fiziki bir varlığa sahip beyan taşıyıcısından koparılmış, bağımsızlaştırılmış gayri maddi formdaki menkul kıymeti teşkil eden haklar bütünü, yani Türk sermaye piyasalarındaki kaydi menkul kıymetlerin, evraksız kıymetli evrak teorisi uyarınca birer kıymetli evrak çeşidi olarak kabul edilmesi ve hukuki niteliğinin bu varsayım üzerinden açıklanmaya çalışılmasıdır. Bunun iki sebebi vardır. Birincisi, menkul kıymetlerin mülga SPKan.da Türk hukukunda bir kıymetli evrak çeşidi olarak tanımlanmış olması ve bu nedenle kaydi menkul kıymetlerin de menkul kıymet olarak nitelendirilebilmesi için mutlaka kıymetli evrak özelliği taşıması gerekliliği; ikincisi ise, kaydi menkul kıymetlere bu yolla maddi bir varlık kazandırılarak hak sahiplerine aynı hak tanınması ihtiyacıdır.

Her ne kadar bu teori ve beraberinde getirdiği varsayımların, mülga SPKan. da, menkul kıymetlerin birer kıymetli evrak türü olarak tanımlanmış olması karşısında, kaydi menkul kıymetlerin, kıymetli evrak ve dolayısıyla menkul kıymet tanımı içerisinde telakki edilebilmesi için mecburi bir dayanak noktası olduğu kabul edilebilirse de; Sermaye Piyasası Kanunu, Türk Ticaret Kanunu ve Türk Borçlar Kanunu'nda, İsviçre hukuku veya Alman hukuklarının aksine¹²⁸, evraksız kıymetli evrakteorisine dayanak oluşturabilecek ve kıymet haklarının kıymetli evrak statüsünde sayıldığına ilişkin herhangi bir kanuni düzenlemenin bulunmaması Türk hukuku bakımından bu teorinin uygulanabilirliğini tartışmalı hale getirmektedir.

Şöyle ki, evraksız kıymetli evrak teorisi uyarınca kıymet haklarının, zaten bizzat kıymetli evrak niteliğindeki menkul kıymet içerisinde mündemiç olan haklar bütünü olması ve bu haklar bütünü fiziki varlığa sahip senetten bağımsızlaştırılmasının bu hakların esasına ilişkin hiçbir etki yapmaması sebebiyle, kendi başlarına bir

¹²⁸ Alman ve İsviçre hukuklarında kıymet hakkına ilişkin kanuni düzenlemeler için bkz. Yukarıda, s. 57 vd.

malvarlığı değeri olarak hukuken tanınmaları için kanuni bir düzenlemeye kanaatimizce de gerek bulunmamaktadır. Ancak bu sadece kıymet haklarının birer malvarlığı değeri olarak hukuken tanınmaları için geçerlidir. Yoksa bu, kıymet hakkı olarak isimlendirilen ve senet unsurunu tamamen kaybetmiş kaydi menkul kıymetlerin, TTK anlamında kıymetli evrak olarak nitelendirilebilmesine imkan sağlamaz¹²⁹. Nitekim İsviçre hukukunda, FISA'nın yürürlüğe girmesine paralel şekilde İsviçre Borçlar Kanunu'nda yapılan değişiklik ile kıymet hakkı niteliğindeki, senede bağlanmamış menkul kıymetlerin, kıymetli evrak niteliğindeki menkul kıymetlerle aynı fonksiyonları haiz sayılacağı kanuni bir düzenleme ile hüküm altına alınmıştır (OR m. 973c(1)).

Diğer yandan, kaydi menkul kıymetlerde, bilgisayarda yer alan elektronik kayıtların, ispat vasıtası olarak kullanılabilecek maddi bir varlığa ve belli bir dayanıklılığa sahip olduğu ve bu nedenle kağıtsız irade beyanı taşıyıcısı olarak değerlendirilerek kıymetli evraktaki senet unsurunu karşıladığı yönünde ileri sürülen görüşler de yerinde değildir. Zira bu MKK sistemindeki elektronik kayıtlardaki beyanlar, kolayca ve süratle ve özellikle taşıyıcıya zarar vermeden ayrılabilir ve değiştirilebilir niteliktedir. Bu bakımdan, elektronik kayıtlardaki beyanlar ile taşıyıcısı arasında tesadüfi ayrılmaların yaşanması çok muhtemeldir. Beyan ile taşıyıcısı arasında bu ölçüdeki zayıf bağıllık karşısında, MKK sistemindeki elektronik kayıtların; optik elektronik partör, telefaks veya chipskarttan farklı olarak, senet olarak değerlendirilmesi mümkün görülmemektedir¹³⁰.

Paralel şekilde, kağıtsız beyan taşıyıcı yani bir senet olarak nitelendirilemeyecek herhangi bir maddi varlığı bulunmayan ve üzerinde hakimiyet kurmaya yani zilyetliğe elverişli olmayan elektronik kayıtların, taşınır eşya hükmünde kabul edileceği kanuni bir düzenleme ile hüküm altına alınmış elektrik, su, doğalgaz gibi doğal güçlerle karşılaştırılarak, Türk Medeni Kanunu anlamında eşya olmanın tüm

¹²⁹ Aynı yönde Tekinalp, Evraksız , s. 15-16; Öztan, op. cit., s. 325; Paslı, op.cit., s. 1556.

¹³⁰ Aynı yönde Paslı, op. cit., s. 1553; Öztan, op. cit., s. 335.

hukuki sonuçlarını gerçekleştirebilecek nitelikte olduğuna ve bu nedenle eşya olarak kabul edilmesi gerektiğine ilişkin görüş de hukuken yerinde değildir¹³¹.

Nitekim kaydileştirilmiş menkul kıymetler üzerinde mülkiyet hakkı kurulabileceğine ilişkin olarak Alman hukukunda yukarıda da bahsettiğimiz üzere özel bir hüküm bulunmaktadır. Ayrıca İsviçre hukukunda, kıymet haklarının kıymetli evrak özelliğinde olduğuna ilişkin özel bir hüküm bulunmasına rağmen, Alman hukukundaki (Alman Depo Kanunu m. 42(1)) gibi mülkiyet hakkı öngören bir hüküm yer almamakta ve kaydileştirilmiş formdaki menkul kıymetler İsviçre Medeni Kanunu anlamında eşya olarak nitelendirilmemektedir. İsviçre Borçlar Kanunu'nda, kıymet hakkı niteliğindeki senede bağlanmamış menkul kıymetlerin devri ve rehniye ilişkin işlemler açıkça alacağın temliki ve alacağın rehni hükümlerine tabi kılınmıştır (OR m. 973c(4)). Dolayısıyla özel bir düzenleme olmaksızın Türk hukuku için de böyle bir değerlendirme yapmak mümkün değildir.

Ayrıca hareketsizleştirilmiş sistemden farklı olarak, kaydileştirilmiş sistemde, Sermaye Piyasası Kurulunca aksine onay verilmedikçe, MKK kayıtları MKK Üyesi kurumlar aracılığı ile ve fakat hak sahipleri adına alt hesaplarda tutulduğundan ve dolayısıyla MKK nezdinde zaten hesap sahipleri bazımında bir ayrıştırma yapıldığından müşterek mülkiyet ilişkisinin nasıl doğduğu da anlaşılamamaktadır.

Kaydi menkul kıymetlerin, gayri maddi malvarlığı değerleri olarak kabulü halinde, MKK tarafından sunulan hizmetin bir saklama sözleşmesi olarak nitelendirilemeyecek olması ve bu nedenle kaydi menkul kıymetlerin mülkiyet hakkına konu olamayacak olmasına ilişkin endişeler ise gereksizdir.

Zira MKK sisteminde, doğrudan hak sahipliği modeli¹³² benimsenmiş ve hak sahiplerinin menkul kıymetlere doğrudan ihraççıdan sahip oldukları yani menkul kıymet hesaplarına işlenen hakların yasal hak sahipleri oldukları ve bu haklarını ihraççıya karşı ileri sürebilecekleri kabul edilmiştir. Başka bir deyişle, yatırımcıların

¹³¹ Aynı yönde Paşlı, op. cit., s. 1553-1554.

¹³² Doğrudan hak sahipliği sistemine ilişkin olarak bkz. Yukarıda, s. 55.

menkul kıymet hesapları ile ellerinde tuttıkları pozisyonların ve tasarruf işlemlerinin konusu, müşterek mülkiyet hakkı veya yararlanma hakkı değil, hisselerin ve borçlanma araçlarının bizzat kendilerini oluşturan haklar ve borçlardır. Dolayısıyla hak sahiplerinin ilgili aracı kurum ile olduğu gibi MKK ile de bir atipik vekalet ilişkisi içerisinde olduğunu kabulde bir mahsur bulunmamaktadır. Diğer taraftan bu ilişkinin bir saklama ilişkisi olarak nitelendirilebilmesi için, mutlaka İsviçre hukukunda olduğu gibi özel bir kanuni düzenleme yapılması gerekmektedir.

Dolayısıyla kaydi menkul kıymetlerin Türk hukukunda hiçbir kanuni düzenlemeye dayanmaksızın tamamen doktrinsel varsayımlarla ve mevzu hukuku uygulamaya uydurmak telaşıyla evraksız kıymetli evrak teorisi çerçevesinde kıymetli evrak ve devamında aynı hakka konu olabilecek bir eşya olarak nitelendirilmiş olması hukuken hatalı olup aracılaştırılmış menkul kıymetler bakımından Türk sermaye piyasalarındaki hukuki riski gözler önüne sermektedir.

Kaydi menkul kıymetlerin hukuki niteliğinin belirlenmesinde yapılan bu hatanın temelinde ise yukarıda açıklandığı üzere Türk hukukunda ve genellikle Kıta Avrupası hukuku sistemlerinde benimsenen menkul kıymet kavramının, menkul kıymetin bağlandığı senet yani kıymetli evrak olma özelliği üzerinden tanımlanmış olması yatmaktadır. Halbuki menkul kıymet kavramı esasen, menkul kıymeti oluşturan ve menkul kıymet sahipliğine bağlanan haklar ve borçlar bütünüdür kendisidir ve menkul kıymet edinen kimse bu haklar ve borçlar bütünlüğüne sahip olmaktadır. Dolayısıyla menkul kıymet, kendisine bağlanan hakların ve borcun kaynağını ifade etmektedir¹³³. Örneğin, nama yazılı bir hisse bünyesinde, hisse sahibinin şirketin tüm malvarlıkları üzerinde hissesi oranında sahip olduğu alacak hakkı gibi birçok gayri-maddî nispî hak ihtiva eder ve nama yazılı bir hisse, bu nispî hakların bütünlüğünden ibarettir.

¹³³ Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, **Ortaklıklar**, N. 760, 761.

Bu bakımdan, yukarıda da açıklandığı üzere, menkul kıymetler aslında kendilerini oluşturan nispî hakların toplamıdır ve maddi olmayan malvarlığı değerleridir. Menkul kıymetlerin, senetlere bağlanarak kamu güvenliğini haiz birer kıymetli evrak hükmünde kabul edilmelerinin amacı ise sadece ve sadece menkul kıymetlere taşınır eşya hukuku kurallarının ve özellikle iyi niyetli iktisabın uygulanmasına imkan tanımak suretiyle tedavül kolaylığının ve piyasa güvenliğinin sağlanması ve bu şekilde menkul kıymetlerin değer kaybının önüne geçilmesi olmuştur¹³⁴. Nitekim menkul kıymetlerin içerdiği haklar, kıymetli evraka bağlanınca devri ve dermeyanı değişik kurallara tâbi kılınmakla birlikte, hakların içeriği değişmemektedir. Bu nedenle menkul kıymetlerin senede bağlanması, o menkul kıymetin içerdiği hakların, borçların ve yükümlülüklerin öz yapılarında, kullanılmalarında ve ileri sürülmelerinde herhangi bir değişiklik yapmamaktadır¹³⁵. Bu bakımdan menkul kıymetlerin bağlandıkları senetler, söz konusu menkul kıymetlerin içerdikleri haklar bakımından kurucu değil, açıklayıcıdır. Zira menkul kıymetlerin içerdikleri hak ve borçlar, senede bağlanmadan önce de mevcuttur. Örneğin menkul kıymet olarak pay, menkul kıymeti ihraç edecek tüzel kişiliğin kurulmasının veya sermaye artırımının tescili ile birlikte kendiliğinden oluşmakta ve senede bağlanma zorunluluğu olmaksızın menkul kıymet niteliğini taşımaktadır¹³⁶.

Dolayısıyla mülga 2499 sayılı SPKan.da menkul kıymet kavramının tanımında, kıymetli evrak özelliği taşımanın ana bir unsur olarak kabul edilmesi, kavramın niteliği ve tarihsel gelişimi açısından uygun olmamıştır. Nitekim *Poroy/Tekinalp/Çamoğlu* da, menkul kıymet kavramının ana unsurları olarak; misli nitelikte olma, yatırım aracı olarak kullanılma ve dönemsel ürün verme özelliklerini saymakta ve bunlar arasında kıymetli evrak özelliği taşıma unsuruna yer vermemektedir¹³⁷.

¹³⁴ Menkul kıymetlerin gayri maddi malvarlığı değerleri oldukları hususunda bkz. Yukarıda, dn. 54.

¹³⁵ Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, **Ortaklıklar**, N. 762, 766, 1094b, 1097; Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 109; Rogers, *Negotiability*, s. 478-480; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 34 § 2.10; Benjamin, Yates, Montagu, op. cit, § 1.14 s. 7-8; Micheler, *Quasi-Negotiability*, s. 358; Micheler, *Legal Nature of Securities*, pp. 131-149, s. 140-143

¹³⁶ Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, **Ortaklıklar**, N. 762, 764, 1094b, 1095.

¹³⁷ Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, **Ortaklıklar**, N. 1094.

Kaldı ki dönemin ihtiyaçları doğrultusunda menkul kıymetlerin tedavülünü kolaylaştırmak ve piyasa güvenliğini sağlamak amacıyla ticari teamüllerle menkul kıymetler hukukuna dahil eden kıymetli evrak kavramı, bugünün ticari teamüllerine yani elektronikleşmiş ve aracılaştırılmış sermaye piyasasının ihtiyaçlarına cevap verememekte, aksine hem uygulamada hem de hukuken güçlüklerle sebebiyet vermektedir. Bu nedenle kaydi menkul kıymetlerin hukuki niteliğine ilişkin değerlendirmeleri kıymetli evrak teorisi üzerinden sürdürmenin şu andaki ticari teamüller çerçevesinde bir faydası da kalmamıştır. Aksine aracılaştırılmış elde tutuma sisteminin yapısal özelliklerini dikkate almaksızın, geleneksel hukuk sistemlerinde görülen aracılaştırılmış elde tutma sisteminin hukuki rejimini geleneksel kıymetli evrak ve eşya hukuku esaslarına göre düzenlemek veya bu esaslar çerçevesinde türlü varsayımlarla açıklamaya çalışmak milletlerarası piyasalarda çok önem verilen hukuki öngörülebilirliği ve muayyeniyeti zedelemekte ve Türk sermaye piyasalarını yabancı yatırımcılar açısından bir cazibe merkezi haline getirme hedefinin önünde bir engel teşkil etmektedir¹³⁸.

Bu doğrultuda yeni 6362 sayılı SPKan.da olumlu bir adım atılmıştır¹³⁹. 6362 sayılı SPKan.da menkul kıymet kavramı tanımlanırken kıymetli evrak kavramına yer verilmemiş ve “pay senedi” ve “borçlanma senedi” yerine, “pay” ve “borçlanma aracı” terimleri kullanılmıştır (SPKan. m. 3(o))¹⁴⁰. Bu tanımları, menkul kıymetlerin, söz konusu menkul kıymeti teşkil eden hak ve borçların kendisi olarak tanımlandığı ve menkul kıymetler bakımından kıymetli evrak özelliği taşıma şartından vazgeçildiği şeklinde yorumlamak mümkündür¹⁴¹.

Kanaatimizce kıymetli evrak özelliği taşımayan ve gayri maddi formdaki kaydi menkul kıymetlerin bu yeni hüküm ile menkul kıymet niteliğinde oldukları yönündeki şüpheler bertaraf edilmiş ve evraksız kıymetli evrak teorisine de ihtiyaç kalmamıştır.

¹³⁸ Aynı yönde bkz. Öztan, op. cit., s. 326-327.

¹³⁹ Sorunun çözümü için mülga SPKan. daki menkul kıymet tanımının değiştirilmesi gerektiğine ilişkin öneri için bkz. Paslı, op. cit., s. 1556.

¹⁴⁰ 6362 sayılı SPKan. da menkul kıymet kavramının tanımına ilişkin olarak bkz. Yukarıda, s. 9 vd.

¹⁴¹ Aksi yönde görüş için bkz. Ülgen, Helvacı, Kendigelen, Kaya, op.cit., s. 32-33.

Dolayısıyla, SPKan. ile getirilen yeni menkul kıymet tanımı doğrultusunda, Türk hukukunda aracılaştırılmış menkul kıymetlerin, yani bir menkul kıymet hesabında gerçekleştirilen alacaklandırma neticesinde hesap sahibinin elde ettiği hakların, bağlandıkları senetlerden bağımsız olarak, ihraç edilen ortaklık payları veya borçlanma araçlarını oluşturan hak ve alacakların kendilerini ifade ettiği ve bunların birer menkul kıymet olduklarında tereddüt kalmamıştır.

SPKan.da kaydi menkul kıymetlere ilişkin olarak doğrudan hak sahipliği modeli benimsenmiş olduğundan, bu haklar ihraççıya karşı ileri sürülebilir haklardır.

Ancak yeni SPKan.da, mülga Kanunda olduğu gibi, MKK siciline aynı etkiler ve MKK kayıtlarına kurucu etki tanınmasına veya iyiniyetli hak iktisabına ilişkin herhangi bir hükme yer verilmemiş olması, iyiniyetli iktisabın korunması önünde ciddi bir engel oluşturduğu gibi, hak sahiplerinin aracı kurumun iflasından korunması bakımından alınan, “Yatırımcı Tazmin Merkezi”nin kurulması gibi önlemleri de eksik bırakmaktadır.

Dolayısıyla sermaye piyasalarının yapısı göz önünde bulundurarak aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hukuki rejimini yeniden düzenleyen hukuk sistemlerinde olduğu gibi (Örneğin; Belçika, Lüksemburg, ABD, Japonya, İsviçre gibi) Türk hukukunda da aracılaştırılmış menkul kıymetlerin; menkul kıymeti meydana getiren hak ve borçlar bütününe kendisini ifade eden, senet yerine menkul kıymet sicili ile aynı etkiler tanınan *sui generis* nitelikte gayri maddi malvarlığı değerleri olduğunun kabulünü sağlayacak kanuni düzenlemelerin yapılması gerekmektedir. Bu noktada kaydi menkul kıymetler açısından, fikri mülkiyet haklarının hukuki rejiminin gerek ticaret hukuku ve kıymetli evrak hukuku ve gerekse eşya hukukuna ilişkin temel ilke ve kurallarımızın örtüştüğü İsviçre hukukunda aracılaştırılmış elde tutma sistemine ve aracılaştırılmış menkul kıymetlere yönelik yapılan yeni hukuki düzenlemelerin yol gösterici olacağı kanaatindeyiz.

Bu haliyle ise Türk sermaye piyasası mevzuatı değerlendirildiğinde, kaydi menkul kıymetleri kısmen aynı etkiler tanınmış gayri maddi malvarlığı değerleri olarak

tanımlamak mümkündür. Bu nitelikteki kaydi menkul kıymetlerin devri alacağın temliki ve rehni de hak rehni hükümlerine tabi olacaktır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
ARACILAŞTIRILMIŞ SİSTEMDE MENKUL KIYMETLERE İLİŞKİN
MİLLETLERARASI NİTELİKLİ HAK SAHİPLİĞİ İHTİLAFLARINDA
UYGULANACAK HUKUK

I. ARACILAŞTIRILMIŞ SİSTEMDE MENKUL KIYMETLERE İLİŞKİN
MİLLETLERARASI NİTELİKLİ HAK SAHİPLİĞİ MESELELERİNDE
KANUNLAR İHTİLAFI KURALLARININ ÖNEMİ

Birinci bölümde incelediğimiz üzere, aracılaştırılmış sistem, menkul kıymetleri temsil eden senetlerin fiziksel olarak teslimini gerektirmeyen takas ve netleştirme işlemlerine olanak sağlayarak büyük miktarlarda ve meblağlardaki milletlerarası menkul kıymet işlemlerinin takasının hızlı ve etkin bir biçimde gerçekleştirilebilmesini mümkün kılmış ve global menkul kıymet piyasalarına genişlik ve derinlik kazandırmıştır¹.

Ancak diğer yandan milletlerarası menkul kıymet işlemlerinde, farklı ülkelerde faaliyette bulunan, farklı milli hukuk düzenlemelerine tâbi takas sistemlerine erişim ve/veya takas sistemlerinin birbirleri ile iletişim halinde bulunması ve bu bağlantıların sağlanabilmesi için yerel ticaretteki milli CSD ve aracı kurumlara ek olarak, ICSDler, global saklama kuruluşları ve yerel ajanlar gibi ek aracı kurumların devreye girmesi aracılaştırılmış sistemi ve dolayısıyla milletlerarası menkul kıymet işlemlerini daha kademeli ve daha karmaşık bir hale getirmiştir²³.

¹ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 54-55; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, s. 19 § 2.35; UNIDROIT Explanatory Notes, s. 5; Gullifer, op cit, s. 3; Maisie Ooi, “Intermediated Securities: The Choice of a Choice of Law Rule” (Intermediated Securities), in: **Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues**, ed. Louise Gullifer/Jennifer Payne, Hart Publishing, Oxford 2010, pp. 219-245, s. 219; Chun, op. cit., s. 15.

² Benjamin, Yates, Montagu, op. cit, s. 5 § 1.8; Benjamin, Cross- Border Proprietary Rights, s. 6 dn. 2. Ayrıca aracılaştırılmış sistemde milletlerarası menkul kıymet ticareti için bkz. Yukarıda, s. 44 vd.

³ Aracılaştırılmış sistemin çok kademeli olmasından ve farklı milli hukuklara tabi aracı kurumların tek bir işlemden devreye girmesinde kaynaklanan riskler “aracı kurum riski” (*intermediary risk*), “sistemik risk” (*systemic risk*) ve “hukuki risk” (*legal risk*) olmak üzere üç başlıkta incelenmektedir. Bu riskler ve bunlara karşı alınan önlemler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Joanna Benjamin, “Overview of Post-Trade Infrastructure” (Post-Trade Infrastructure), **3, 4 & 5 Journal of International Banking and Financial Law**, 2003, pp. 127-131, 171-177, 223-228, s. 130; Steven L. Schwarcz, Joanna

Milletlerarası menkul kıymet işlemlerinde farklı hukuklara tabi birden çok aracı kurumun tek bir işlemin gerçekleştirilmesinde devreye girmesi, her bir kademede gerçekleşen ilişkiye ve işleme farklı bir milli hukukun uygulanması ihtimalini ortaya çıkartmıştır. Başka bir ifade ile, tek bir milletlerarası işlemde, birden fazla hukuk farklı kademelerde devreye girebilmektedir⁴.

Ayrıca içerisinde birbirinden farklı milli hukuklara tabi ihraççılar tarafından ihraç edilmiş menkul kıymetleri ihtiva eden ve tek bir hesapta tutulan uluslararası menkul kıymet portföylerinin kül halinde devri ve teminat olarak gösterilmesi de oldukça yaygınlaşmıştır. Uluslararası bir menkul portföyünü oluşturan menkul kıymetler tek bir aracı kurum tarafından sağlanan tek bir menkul kıymet hesabında izlenebilmekte ise de, bu menkul kıymetlerin dayanak varlıklarını oluşturan hareketsizleştirilmiş menkul kıymet senetleri veya bu menkul kıymetlerin bir parçası oldukları kaydi şekilde gerçekleştirilmiş ihracın kayıtları genellikle birbirinden farklı piyasalarda ve farklı milli hukuklara tabi olarak faaliyet gösteren saklama kuruluşlarında veya Euroclear veya Clearstream gibi uluslararası merkezi saklama kuruluşlarında bulunmaktadır. Dolayısıyla bu portföyler üzerindeki tek bir işlem aynı anda birden fazla hukuk düzeninin alanına etki etmektedir⁵.

Bir örnekle somutlaştırmak gerekirse⁶;

Türk hukukuna göre kurulmuş ve esas idare merkezi İstanbul'da bulunan Türk yatırımcı (T), 500.000 adet Illinois Inc. şirketi payını aracılaştırılmış sistemde elinde bulundurmaktadır. Illinois Inc. şirketi, ABD Illinois eyaleti hukukuna göre kurulmuştur. Illinois Inc. şirketi, 5.000.000 adet pay ihraç etmiştir. Şirketin ihraç ettiği tüm paylar, New York'ta kurulu ve esas idare merkezi de New York'ta bulunan DTC (ABD ulusal merkezi saklama kuruluşu) nezdinde açılan ihraççı hesabında tutulmaktadır. DTC, Illinois Inc. tarafından ihraç edilen payları temsil eden pay

Benjamin; "Intermediary Risk in the Indirect Holding System for Securities", **Duke Journal of Comparative & International Law**, Volume 12, Number 2, Spring 2002, pp. 309-330, s. 309 vd

⁴ Beyond G30, s. 5; Cross-Border Securities Settlements, s. 55; Benjamin, Cross-Border Proprietary Rights, pp. 6-19, s. 6 dn. 2; Thevenoz, Legal Risk, s. 386-387. Ooi, Intermediated Securities, s. 219.

⁵ Thevenoz, Legal Risk, s. 387-388; Haentjens, op cit, s. 91 § 6.11.

⁶ Örneğin orijinali için bkz. Bernasconi, Preliminary Document No. 1, s. 15.

senetlerini, New York'ta bulunan bir kasada muhafaza etmektedir. Illinois Inc., New Jersey'de bulunan bir tescil yetkilisi marifetiyle, pay sicili tutmaktadır. Bu pay sicilinde, tüm paylar DTC'nin temsilcisi olan Cede&Co. adına tescil edilmiştir. Türk yatırımcı (T)'nin, 500.000 adet Illinois Inc. payı üzerindeki hak sahipliği, Paris'te bulunan bir Fransız Bankası tarafından (T) adına açılmış menkul kıymet hesabına yapılan kayıt ile alacaklandırılmıştır. Fransız Bankası, Türk yatırımcı (T)'nin Illinois Inc. paylarına ilişkin haklarını, Bankanın diğer müşterilerinin de hakları ile birlikte, bir ICSD olan Euroclear tarafından yürütülen, "Fransız Bankası Müşteri Havuz Hesabı"nda tutmaktadır. Fransız Bankası'nın Euroclear'da sahip olduğu "Müşteri Havuz Hesabı"nda toplamda 1.200.000 adet Illinois Inc. payı alacaklandırılmıştır. Euroclear da, Fransız Bankası'nın Illinois Inc. paylarını, diğer üyelerinin/katılımcılarının hakları ile birlikte, California, Los Angeles'ta kurulu bir alt-aracı kurumu tarafından yürütülen, "Euroclear Müşteri Havuz Hesabı"nda tutmaktadır. Euroclear'ın, California Alt-Aracı Kurum'da sahip olduğu müşteri havuz hesabında, toplamda 2.500.000 adet Illinois Inc. payı alacaklandırılmıştır. California Alt-Aracı kurum da, Euroclear'ın Illinois Inc. paylarına ilişkin haklarını, diğer müşterilerinin hakları ile birlikte, DTC tarafından yürütülen "California Alt-aracı kurum Müşteri Havuz Hesabı"nda tutmaktadır. Bu hesapta da toplamda 3.000.000 adet Illinois Inc. payı alacaklandırılmıştır.

Türk yatırımcı, Illinois Inc. payları üzerinde, kredi karşılığında, bir İngiliz Bankası lehine rehin hakkı tesis etmek istemektedir. Taraflar arasındaki bu teminat sözleşmesinde, sözleşmeye uygulanacak hukuk olarak İngiliz hukuku seçilmiştir. Ancak bu teminat ilişkisine girişmeden evvel, İngiliz Bankası, sahip olacağı teminat hakkının geçerli ve üçüncü kişilerin karşı hak talepleri karşısında korunabilmesi için (örn.; Türk yatırımcının iflası halinde iflas masasına karşı ileri sürülebilmesi için) yerine getirilmesi gereken ek bazı koşulların olup olmadığını öğrenmek istemektedir.

İşte teminat alan İngiliz Bankasının, aracılaştırılmış Illinois Inc. payları üzerinde teminat hakkı ihtisabına ve hükümlerine ilişkin bu sorusuna cevap verebilmek için, işlem konusu aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukukun belirlenmesi gerekmektedir. Olaya baktığımızda pek çok ihtimal karşımıza çıkmaktadır:

- (i) İhraççının tabi olduğu hukuk olan Illinois hukuku mu?
- (ii) Illinois Inc. paylarına ilişkin hak sahipliğinin tescil yeri hukuku olan New Jersey hukuku mu?
- (iii) Illinois Inc. paylarına ilişkin pay senetlerinin bulunduğu yer hukuku olan New York hukuku mu?
- (iv) ABD ulusal merkezi kuruluşu DTC'nin bulunduğu yer hukuku olarak New York hukuku mu?
- (v) California Alt-saklama kuruluşunun bulunduğu yer hukuku olan California hukuku mu?
- (vi) Euroclear'ın bulunduğu yer hukuku olan Belçika hukuku mu?
- (vii) Yatırımcının ilgili aracı kurumu olan Fransız Bankasının bulunduğu yer hukuku olan Fransız hukuku mu?
- (viii) Türk yatırımcı ile İngiliz Bankası'nın teminat sözleşmesini tabi tuttıkları İngiliz hukuku mu?
- (ix) Teminat alanın tabi olduğu hukuk olarak İngiliz hukuku mu?
- (x) Teminat verenin tabi olduğu hukuk olarak Türk hukuku mu?

Bu sorunun cevabı oldukça büyük önem arz etmektedir. Zira ikinci bölümde ayrıntılı olarak gözler önüne serildiği üzere, milletlerarası bir menkul kıymet işlemine dahil olan aracı kurumların tabi oldukları milli hukukların, aracılaştırılmış sistem dahilinde menkul kıymet hesaplarına yapılan elektronik kayıtlarla transfer edilen veya teminat hakkına konu olan bu kayıt formundaki aracılaştırılmış menkul kıymetler için öngördükleri hukuki sonuçlar ve aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerinde hesap sahiplerinin haklarına ilişkin hukuki nitelendirmeler birbirinden oldukça farklı olduğu gibi çoğu zaman piyasa ihtiyaçlarının da gerisinde, yetersiz ve muğlak hükümler içermektedir. Halen pek çok milli hukuk, maddi hukuk düzenlemelerinde, yatırımcıların veya teminat hakkı sağlamak isteyen alacaklıların bu işlemler neticesinde elde edecekleri hakları üçüncü kişilerin iddialarına veya ihraççının veya

aracı kurumun iflasına karşı koruyacak yeterli açıklıkta ve kesinlikte hukuki düzenlemelere sahip bulunmamaktadır⁷.

Uygulanacak milli hukukun, aracılaştırılmış menkul kıymetlerin geçerli ve tarafların işlemi yapma niyetlerine uygun olarak iktisap edilmesi, ileri sürülmesi ve tasarruf edilmesini, üçüncü kişilerin iddialarına karşı korunmasını ve ihraççının veya aracı kurumun iflası halinde diğer alacaklıların alacak taleplerine nazaran öncelik tanınmasını sağlayacak hukuki düzenlemelere sahip olmaması veya bir başka hukuk uyarınca sahip olunan ve korunan bu hakların tanınmasını ve ileri sürülmesini engelleyici hukuki düzenlemeler ihtiva etmesi; yatırımcıları, gerçekleştirdikleri işlemin geçersizliği riskinin yanında üçüncü kişilerin muhtemel karşı iddiaları ve aracı kurumun iflası veya açığa düşmesi (short-fall) riski ile de karşı karşıya bırakmaktadır⁸. Dolayısıyla uygulanacak hukuk taraflar arasındaki tasarruf işleminin geçerliliğine etki edebileceği gibi, yatırımcıyı veya teminat alanı üçüncü kişilerin hak iddialarına veya ihraççı veya aracı kurumun iflasında diğer alacaklılara karşı korunmasız bırakacak düzenlemeler ihtiva ederek tarafların zarara uğramasına sebebiyet verebilmektedir⁹.

Bu nedenle milletlerarası nitelikli bir menkul kıymet işleminde tarafların, işlem konusu menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğinin iktisabı, üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesi, sonuçları, aynı menkul kıymet üzerindeki hak iddialarının öncelik sırası ve hak sahipliğinin sona ermesi gibi hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukuku önceden ve yeterli bir kesinlik ve açıklıkla belirlemeleri oldukça önemlidir.

Bu çerçevede bu bölümde, yukarıda verdiğimiz örnekteki gibi, milletlerarası aracılaştırılmış elde tutma sisteminde, aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin niteliğine ve etkilerine, hak sahipliğinin devrine, teminat hakkı tesis edilmesine, iktisabına, üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesine, hak sahipliğinde

⁷ Guynn, *Modernizing Securities Ownership*, s. 5, 27-29; Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 126.

⁸ Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 108 dn. 8, 118.

⁹ Guynn, *Modernizing Securities Ownership*, s. 5-12; Goode, *Dematerialised and Immobilised Securities*, s. 108

öncelik sırasına ve hak sahipliğinin sona ermesine uygulanacak hukukun belirlenmesinde bağlama kuralları incelenecektir(*proprietary issues*). Görüldüğü üzere, hak sahipliği meseleleri olarak ifade ettiğimiz bu meseleler görüldüğü üzere, taşınır eşya niteliğindeki menkul kıymetlerde aynı hakka ilişkin meselelerdir.

Bu bağlamda aşağıda öncelikle, menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukuku belirlenmesinde benimsenen *lex cartae sitae* ve *lex societatis* gibi klasik bağlama kuralları incelenecek; ardından bu bağlama kurallarının aracılaştırılmış sisteme uygulandığında sebebiyet verdikleri teorik ve pratik sorunlar ele alınacak ve sonrasında aracılaştırılmış sistemde hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun belirlenmesinde önerilen bağlama kuralları incelenerek bunlara ilişkin değerlendirmelere yer verilecektir.

Bu başlıklara geçmeden önce, belirtmek gerekir ki, aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin milletlerarası nitelikli hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun belirlenmesinde, gerek milletlerarası doktrinde gerekse milletlerarası belgelerde, milletlerarası özel hukuk hakkaniyetinin gerçekleştirilmesi bakımından en çok üzerinde durulan husus, ihdas edilecek bağlama kurallarının, menkul kıymet işleminin hızlı ve en az masrafla gerçekleştirilmesine olacak verecek şekilde; yorum ve uygulama farklılıklarına yol açmayacak kesinlik ve taraflarca öngörülebilir nitelikte bir hüküm içermesidir¹⁰.

Burada amaçlanan; uyuşmazlığı görmekle yetkili mahkemenin uyuşmazlığı, tarafların uygulanmasını öngörmedikleri ve uyuşmazlık konusu devir veya teminat işleminin geçersizliğini sonuçlayacak bir hukuka tabi kılması ve/veya uyuşmazlık konusu işlemin hukuki niteliğini veya sonuçlarını tarafların iradelerinden farklı bir şekilde vasıflandırması sebebiyle tarafların zarara uğraması riskinin bertaraf edilmesidir. Örnek vermek gerekirse; yetkili mahkemece, bir menkul kıymet portföyü üzerinde rehin hakkının ihdası ve iktisabı için taraflarca yerine getirilmemiş

¹⁰ Guynn, *Modernizing Securities Ownership*, s. 5 vd.; Guynn, *Marchand, Transfer or Pledge of Securities*, s. 64 § 3.21; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 17 Int-34; Haentjens, *op. cit.* s. 15; Ooi, *Intermediated Securities*, s. 219.

ek bazı şartlar öngören bir hukukun uygulanmasına karar verilmesi halinde veya taraflar, teminat hakkı sağlamak amacıyla bir devir işlemi yani teminaten temlik işlemi gerçekleştirmişken yetkili mahkemece söz konusu işlemin tarafların iradelerine aykırı bir şekilde hak sahipliğinin devri olarak nitelendirilmesi halinde tarafların zarara uğracakları muhakkaktır¹¹.

Bu nedenle aşağıda bağlama kurallarına ilişkin açıklamalarımız ve değerlendirmelerimizde esas alınacak olan kriter, bağlama kuralının aracılaştırılmış sistemin işleyişine ve milletlerarası menkul kıymet ticaretinin gerçeklerine uyumlu olması ve uygulanacak hukukun belirlenmesinde öngörülebilirliği ve açıklığı sağlaması; yani işlem ve piyasa menfaatlerinin korunmasıdır.

¹¹ Ooi, **Shares**, s. 92 § 6.13-6.14; Haentjens, op. cit., s. 24.

II. MENKUL KIYMETLERE İLİŞKİN MİLLETLERARASI NİTELİKLİ HAK SAHİPLİĞİ İHTİLAFLARINA UYGULANACAK HUKUKUN BELİRLENMESİNDE KLASİK YAKLAŞIM

A. Genel Bilgi

Milletlerarası özel hukuk doktrininde ve milli hukuk düzenlemelerinde evrensel bir prensip olarak kabul edildiği üzere, milletlerarası eşya hukukuna *lex rei sitae* (veya *lex situs*) hakimdir. Buna göre, taşınır ve taşınmaz eşya üzerindeki aynı ve sınırlı aynı haklar ve zilyetlikle ilgili tüm meseleler, aynı haklara etki eden işlem sırasında eşyanın bulunduğu ülke hukukuna tabidir. Taşınmazlar üzerindeki aynı haklara ilişkin meselelerde *lex rei sitae*'nin uygulanması orta çağda Statüler Teorisi'nden beri kabul edilmiş bir prensip olmakla birlikte, taşınır eşya açısından daha yenidir. Nitekim taşınır eşya üzerindeki aynı haklara önceleri, "taşınır eşyanın sahibinin ikametgahı hukuku"nun uygulanması öngörülmekteydi. Bugün ise her ne kadar taşınırlarda, özellikle taşınmakta olan mallarda, taşıma araçlarında ve maddi olmayan taşınırlarda *lex rei sitae* kuralının uygulanmasında "işlem anında eşyanın bulunduğu yer" in yani *situs*'un belirlenmesi güçlüklerle sebebiyet verse de taşınır eşya bakımından da *lex rei sitae* kuralının uygulanması genel kabul gören bir ilke haline almıştır¹².

Bunun sebebi ise esas itibariyle aynı haklar bakımından *lex rei sitae*'nin uygulanma gerekçelerinde kendisini göstermektedir. Şöyle ki aynı haklar, konusunu oluşturan eşya ile çok yakından ilgilidir. Ayrıca sadece işlemin taraflarına karşı değil üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilir yani *erga omnes* etkiye sahiptirler. Bu nedenle aynı hakların hem eşya ile yakından ilişkide olan hem de gerek işlemin taraflarının gerekse üçüncü kişilerin kolaylıkla belirleyebilecekleri ve öngörebilecekleri bir

¹² Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1279, 1286; Gülören Tekinalp, Ayfer Uyanık Çavuşoğlu, **Milletlerarası Özel Hukuk Bağlama Kuralları**, 11. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2011, s. 317, 318; Ergin Nomer, **Devletler Hususi Hukuku**, 20. Bası, Beta, İstanbul 2013, s. 292-293; Aysel Çelikel, B. Bahadır Erdem, **Milletlerarası Özel Hukuk**, 12. Bası, Beta, İstanbul 2012, s. 298-299; Cemal Şanlı, İnci Ataman-Figanmeşe, Emre Esen, **Milletlerarası Özel Hukuk**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2013, s. 222.

hukuka tabi olmaları esastır. Bu çerçevede aynı haklara uygulanacak hukuk bakımından temel prensip, aynı haklara uygulanacak hukukun, eşya üzerindeki aynı hak sahipliğinin tesis edildiği ve dolayısıyla aleniyet kazandığı ve bu nedenle tasarruf işlemlerinin geçerli ve üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilir bir şekilde gerçekleştirilebileceği yerin hukukuna tabi olmalarıdır. Burada gözetilen menfaat, uygulanacak hukukun sadece taraflarca değil üçüncü kişilerce de kolaylıkla belirlenebilmesi ve bu sayede işlem güvenliğinin korunmasıdır¹³.

Dolayısıyla taşınır eşya üzerindeki gerek aynı haklar gerekse sınırlı aynı haklar, eşya üzerindeki fiili hakimiyet yani zilyetlik ile aleniyet kazandığından ve bu fiili hakimiyet yani zilyetlik eşyanın bulunduğu yerde görünür olduğundan, taşınır eşya üzerindeki aynı haklar bakımından da bu yerin hukuku yani *lex rei sitae* kabul edilmiştir. Nitekim *lex rei sitae* ticari hayatta çok büyük önem arz eden taşınır eşya üzerindeki aynı haklara ilişkin işlemler bakımından, sadece tarafların değil üçüncü kişilerin de kolaylıkla belirleyebilecekleri ve dolayısıyla işlem güvenliğini ve dolayısıyla ticari hayatın gereklerini karşılayabilecek bir bağlama kuralıdır. Taşınırlarda *lex rei sitae*'nin belirlenmesinde güçlüklerin yaşandığı taşınmakta olan mallar ve taşıma araçları üzerindeki aynı haklara ve fikri mülkiyet haklarına ilişkin sorunlar ise özel kanunlar ihtilafı kuralları ile çözülmeye çalışılmaktadır (Örneğin MÖHUK m. 21/II, m. 22 ve m. 23)¹⁴.

Geleneksel sisteminde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğinin doğumu, devri veya sınırlı aynı hak tesisi gibi aynı haklarla ilgili uyuşmazlıklarda uygulanacak hukukun belirlenmesinde de genel olarak kabul gören ve uygulanan yaklaşım, aynı haklara ilişkin temel bağlama kuralı olan *lex rei sitae*

¹³ Dicey, Morris, Collins, op. cit, s. 1279; Tekinalp, Çavuşoğlu, op. cit., s. 317; Nomer, op. cit, s. 293; Çelikel, Erdem, op. cit, s. 299; Şanlı, Ataman-Figanmeşe, Esen, op. cit., s. 222-223; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 29; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 151 § 7.13; Haentjens, op. cit., s. 25.

¹⁴ Ayrıntılı bilgi için bkz. Tekinalp, Çavuşoğlu, op. cit., s. 326-339; Nomer, op. cit, s. 299-303; Çelikel, Erdem, op. cit, s. 303, 307-309, 310-316; Şanlı, Ataman-Figanmeşe, Esen, op. cit., s. 224, 228-229, 237.

kuralının uygulanmasıdır. Buna göre, menkul kıymetlere ilişkin aynı hak meseleleri, menkul kıymetin bulunduğu yer hukukuna tabidir¹⁵.

Ancak ikinci bölümde üzerinde ayrıntısı ile durduğumuz üzere menkul kıymetler esasen haklar ve borçlar bütünlüğü olan gayri maddi malvarlığı değerleri, başka bir deyişle maddi olmayan mallardır. Aynı hak statüsünü işaret eden *lex rei sitae* kuralının uygulanabilmesi için ise uyumsuzluk konusunun geleneksel eşya hukuku ilkeleri çerçevesinde zilyetlik ve dolayısıyla aynı hak iktisabına elverişli bir maddi varlık olarak vücut bulması, yani ortada bir eşyanın, “*res*”in bulunması gerekmektedir¹⁶.

Bu bağlamda, menkul kıymetler bakımından *lex rei sitae* kuralının uygulanabilmesi için, menkul kıymeti oluşturan haklar ve borçlar bütünlüğünün kıymetli evrak teorisi dahilinde bir senette tecessüm ederek maddi bir varlık kazanıp kazanmadığının ve dolayısıyla taşınır eşya kurallarına tabi tutulup tutulamayacağı belirlenmesi gerekmektedir. Bu nedenle hemen aşağıda öncelikle, menkul kıymetlerin hukuki niteliğinin hangi hukuka göre belirleneceği incelenecek; ardından menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına uygulanan bağlama kuralları ele alınacaktır.

¹⁵ Dicey, Morris, Collins, op. cit, s. 1294; Tekinalp, Çavuşoğlu, op. cit., s. 323; Nomer, op. cit, s. 296; Çelikel, Erdem, op. cit, s. 302; Gynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 47 § 3.01; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 3; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 17 Int-36; Ooi, Intermediated Securities, s. 220.

¹⁶ Eşya kavramı hakkında bkz. Bkz. Tekinay, Akman, Burcuoğlu, Altop, op.cit., s. 22 vd.; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **Eşya Hukuku**, s. 4 vd.; Serozan, **Taşınır Eşya**, s. 71 vd.

B. Menkul Kıymetlerin Hukuki Niteliğinin Tabi Olduğu Hukuk

Kural olarak aynı hak statüsü, bir malvarlığı değerinin hukuki niteliğini belirlemede de söz sahibidir¹⁷.

Ancak unutulmamalıdır ki, kıymetli evrak niteliğindeki bir senette cisimleşmiş nama veya hamiline yazılı menkul kıymetlerde de, esasında menkul kıymet dediğimiz malvarlığı değeri senet değildir. Menkul kıymet esasen, o senette cisimleşmiş haklar ve borçlar bütünlüğüdür. Zira menkul kıymeti oluşturan hak ve borçlar bütünlüğünün cisimleştiği kıymetli evrak niteliğindeki senet kaybolduğunda veya tahrif olduğunda menkul kıymet sahibinin hak sahipliği sona ermez. Her ne kadar hamiline yazılı menkul kıymetlerde hak sahipliğine ilişkin ispat sorunu doğsa da, tahrif olduğu veya kaybolduğu iddia edilen senet iyiniyetli üçüncü bir kişi tarafından iktisap edilmedikçe hamiline yazılı menkul kıymetin sahibinin hak sahipliği de hukuken devam eder. Nitekim menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliğindeki senetlere bağlanmasının amacının kıymetli evrakın ticaret hayatında sağladığı avantajlardan ve bunlar arasında özellikle üçüncü kişilerin iyi niyetli hak iktisabının korunmasından menkul kıymet piyasasının da yararlandırılması olduğu unutulmamalıdır¹⁸.

Dolayısıyla kıymetli evrak niteliğindeki senetlere bağlanmış hamiline ve nama yazılı menkul kıymetler, hem aynî hem de şahsî hak unsurlarını bünyelerinde taşımaktadırlar. Bu nedenle senette cisimleşmiş alacak hakkı olarak da tarif edilebilecek senede bağlanmış nama ve hamiline yazılı menkul kıymetlerde, aynî hakla ilgili kurallar sadece bir taşınır eşya oluşturduğu ölçüde senet için geçerli olup; menkul kıymetlerin bünyesindeki haklar bütünlüğü ilgili olduğu ölçüde borçlar hukuku ve ticaret hukuku kurallarına tâbidir¹⁹.

Bu çerçevede, gerek *common law* gerekse Kıta Avrupası hukuk sistemlerinde, söz konusu malvarlığı değerinin menkul kıymet olup olmadığı, menkul kıymet ise bunun

¹⁷ Dicey, Morris, Collins, op. cit, s. 1279; Tekinalp, Çavuşoğlu, op. cit., s. 318-319; Nomer, op. cit, s. 294-295; Çelikel, Erdem, op. cit, s. 298; Şanlı, Ataman-Figanmeşe, Esen, op.cit., s. 222.

¹⁸ Menkul kıymetlerin gayri maddi malvarlığı değerleri oldukları hususunda bkz. Yukarıda, s. 95.

¹⁹ Tekinay, Akman, Burcuoğlu, Altop, op. cit., s. 9 dn. 21; Serozan, **Taşınır Eşya**, s. 16.

türü ve bir menkul kıymet için basılan senedin kıymetli evrak niteliğinde olup olmadığı, başka bir deyişle, söz konusu menkul kıymeti oluşturan hak üzerinde tasarrufta bulunabilmek için o menkul kıymetin basıldığı senet üzerinde de bir tasarrufta bulunmanın gerekli ve yeterli olup olmadığı söz konusu “senette belirtilen menkul kıymeti teşkil eden haklar bütünlüğünün tabi olduğu hukuk”a, yani hakkı meydana getiren hukuki işlem veya müesseseye uygulanan hukuka göre belirlenmektedir²⁰.

Bu noktada, ortaklık hakkı veren paylar ile alacaklılık hakkı veren borçlanma araçları arasında bir ayırım yapılması gerekmektedir.

Buna göre, söz konusu menkul kıymetin bir ortaklık payı olması durumunda, söz konusu payın ihtiva ettiği hak ve borçlar bütünlüğünün bir senette tecessüm edip etmediği ve dolayısıyla söz konusu pay üzerinde tasarrufta bulunabilmek için sadece senedin devrinin gerekli ve yeterli olup olmadığı kısacası kıymetli evrak niteliğinde olup olmadığı, o payı oluşturan hak ve borçların tabi olduğu hukuk olan ortaklığın yani “ihraççının tabi olduğu hukuka” (ortaklık statüsü-*lex societatis*) göre belirlenir. Zira ihraç edilen payın, ortaklığa ilişkin haklar ve borçlar içermesi sebebiyle pay sahipliği, ortaklığın hukuken idaresi ile yakından ilintili olduğundan ve ihraç edilecek payın türü ortaklığın ana sözleşmesi belirlendiğinden, ihraç edilen payların hukuki niteliğinin ve türünün ortaklık statüsüne tabi olması doğal görülmektedir²¹.

“İhraççının tâbi olduğu yer hukuku” (*lex societatis*) yani ortaklık statüsü bakımından ise milletlerarası özel hukukta “kuruluş teorisi” ve “merkez teorisi” olmak üzere iki farklı yaklaşım görülmektedir. Buna göre, kuruluş teorisinin benimsendiği hukuk sistemlerinde *lex societatis* (ortaklık statüsü) olarak, “ihraççının kuruluş yeri hukuku” (*lex incorporationis*); *siège réel* doktrini çerçevesinde geliştirilmiş merkez

²⁰ Tekinalp, Çavuşoğlu, op. cit., s. 326; Nomer, op. cit., s. 296; Bernasconi, Känzig, Vogt, Switzerland, s. 572-573; Schödermeier, Löber, Wortmann, Germany, s. 265; Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 932; Hans Van Houtte, “The Law Applicable to Securities Transactions: Choice of Law Issues”, in **The Future for the Global Securities Market-Legal and Regulatory Aspects**, Ed. by Fidelis Oditah, s. 69-70; Ooi, **Shares**, s. 72 § 5.31-5.32.

²¹ Nomer, op. cit., s. 230; Bernasconi, Känzig, Vogt, Switzerland, s. 572-573; Schödermeier, Löber, Wortmann, Germany, s. 266; Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 932; Van Houtte, op. cit., s. 69-70; Ooi, **Shares**, s. 72 § 5.32; Morton, Potok, Benjamin, England, s. 223.

teorisinin benimsendiği ve Türk hukukunun da dahil olduğu hukuk sistemlerinde ise “ihraççının esas idare merkezi hukuku” uygulanmaktadır (MÖHUK m. 9/IV-V)²².

Uyuşmazlık konusu menkul kıymetin, tahvil, bono gibi borçlanma aracı niteliğinde bir menkul kıymet olması halinde ise, menkul kıymetin türünün ve niteliğinin belirlenmesinde “menkul kıymeti teşkil eden haklar bütünlüğünün tabi olduğu hukuk”un, söz konusu sermaye piyasası aracını meydana getiren borç ilişkisinin veya hukuki müessesenin tabi olduğu hukuk yani *lex causae* (hüküm statüsü) olduğu kabul edilmektedir²³.

²² Kıta Avrupası hukuk sistemlerinden Fransa, Almanya ve Belçika esas idare merkezi hukukunu tercih ederken; *common law* hukuk sistemleri ve Hollanda, İtalya ve İsviçre kural olarak kuruluş yeri hukukunu tercih etmişlerdir. Bkz. Tekinalp, Çavuşoğlu, op. cit., s. 93; Nomer, op. cit., s. 228-229; Çelikel, Erdem, op. cit., s. 206-207; Şanlı, Ataman-Figanmeşe, Esen, op.cit., s. 106-108; Schödermeier, Löber, Wortmann, Germany, s. 266; Bernasconi, Känzig, Vogt, Switzerland, s. 572-573; Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 932; Van Houtte, op. cit., s. 69-70; Ooi, **Shares**, s. 72 § 5.31-5.32; Haentjens, op. cit., s. 26.

²³ Van Houtte, op. cit., s. 73-74; Bernasconi, Känzig, Vogt, Switzerland, s. 572-573; Schödermeier, Löber, Wortmann, Germany, s. 267; Morton, Potok, Benjamin, England, s. 224.

C. Menkul Kıymetlere İlişkin Milletlerarası Nitelikli Hak Sahipliği İhtilaflarının Tabi Olduğu Hukuk

1. Kıymetli Evrak Niteliğindeki Menkul Kıymetlere İlişkin Aynı Hak İhtilaflarında *Lex Rei Sitae (Lex Cartae Sitae)* Kuralı

“Menkul kıymeti teşkil eden haklar bütünlüğünün tâbi olduğu hukuk”a, yani paylar bakımından ortaklık statüsü ve borçlanma araçları bakımından da hüküm statüsüne göre, kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmış olduğu ve dolayısıyla taşınır eşya niteliğinde olduğu belirlenen nama veya hamiline yazılı menkul kıymetler üzerindeki aynı haklarla ilgili uyuşmazlıkların aynı hak statüsüne yani *lex rei sitae* kuralına tabi olacağında şüphe yoktur.

Kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmış hamiline ve nama yazılı menkul kıymetler bakımından *lex rei sitae*'nin belirlenmesinde, söz konusu menkul kıymetlerin *situsunun* yani bulunduğu yerin, senedin bulunduğu yer olduğu kabul edilmektedir. Bu nedenle senede bağlanmış menkul kıymetlere ilişkin aynı hakların, kıymetli evrak statüsü olarak senedin bulunduğu yer hukukuna (*lex cartae sitae*) tabi olduğu kabul edilmektedir²⁴.

²⁴ Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 932; Tekinalp, Çavuşoğlu, op. cit., s. 323-324; Nomer, op. cit, s. 296; Çelikel, Erdem, op. cit, s. 302; Ooi, **Shares**, s. 16 § 2.11, 35 § 2.62; Bernasconi, Känzig, Vogt, Switzerland, s. 575; Girsberger, op. cit., s. 100; Schödermeier, Löber, Wortmann, Germany, s. 268; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 3; Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, § 3.01 s. 49; Benjamin, **Interests in Securities**, § 7.13-7.17 s. 151; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.63 s. 27; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 17 Int-36; Haentjens, op. cit., s. 25.

2. Kıymetli Evrak Niteliğinde Olmayan Menkul Kıymetlere İlişkin Hak Sahipliği İhtilaflarının Tabi Olduğu Hukuk

“Menkul kıymeti teşkil eden haklar bütünlüğünün tâbi olduğu hukuk”a göre, örneğin; İngiliz hukuku, kıymetli evrak niteliğindeki bir senede bağlanmamış ve bu nedenle taşınır eşya kurallarının uygulanamayacağı; hak sahipliğinin devri için mutlaka bir sicile tescilin gerektiği ve sadece ispat aracı niteliğindeki bir belgeye bağlanmış nama yazılı menkul kıymetler²⁵ ile hiçbir şekilde belgeye bağlanmamış çıplak, kaydileştirilmiş menkul kıymetlere ilişkin tasarruf işlemlerinden kaynaklanan ve hak sahipliğine ilişkin uyuşmazlıkların hangi statü çerçevesinde değerlendirilerek hangi bağlama kuralına tabi olacağı isetartışmalıdır.

Bu konuda, menkul kıymetlerin hukuki niteliğinin tabi olduğu hukukun belirlenmesinde olduğu gibi, ortaklık hakkı sağlayan pay türündeki menkul kıymetler ile alacaklılık hakkı sağlayan borçlanma araçları türündeki menkul kıymetler bakımından farklı yaklaşımlar öngörülmüştür.

a. Alacağın Temliki Statüsüne Tabi Tutan Yaklaşım

“Menkul kıymeti teşkil eden haklar bütünlüğünün tâbi olduğu hukuk”a göre, kıymetli evrak niteliğindeki bir senede bağlanmamış olduğu kabul edilen menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun belirlenmesindeki yaklaşımlardan biri, uygulanacak hukukun “alacağın temliki statüsüne” göre belirlenmesini ileri süren yaklaşımdır.

Buna göre; kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmamış ve gayri maddi malvarlığı niteliğinde olan menkul kıymetler, ortaklık hakkı sağlayan paylar ve

²⁵ İngiliz hukukunda, nama yazılı menkul kıymetler için basılan belgelerin kıymetli evrak niteliğinde görülmediği ve menkul kıymetlerin basıldıkları evrakın sadece hak sahipliğinin ileri sürülmesinde bir ispat aracı olarak görüldüğü ve bu nedenle İngiliz hukukunda nama yazılı menkul kıymetlerin, belgeye bağlanmış olsun olmasın, gayri maddi birer malvarlığı değeri olarak nitelendirildikleri husunda bkz. Yukarıda, s. 24.

alacaklılık hakkı sağlayan borçlanma araçları arasında bir ayırım gözetilmeksizin, salt birer şahsi (alacak) hakkı olarak nitelendirilmekte ve dolayısıyla bu alacak hakkı niteliğindeki gayri maddi malvarlığı değerleri üzerindeki hak sahipliğinin devri de alacağın temlik olarak nitelendirilmektedir. Bu nedenle alacak hakkı niteliğindeki bu hakların tasarrufundan doğan hak sahipliğine ilişkin ihtilaflar alacağın temlikine ilişkin bağlama kuralına tabi tutulacaktır²⁶.

Alacağın temlikine uygulanacak bağlama kuralının belirlenmesinde ise doktrinde genellikle ikili bir ayırımın yapıldığı görülmektedir. Şöyle ki, bir alacağın temlik işlemi işlemin sözleşmesel ve hak sahipliğine ilişkin boyutu olmak üzere iki boyutunun bulunduğu kabul edilmektedir. Alacağın temlik işleminin sözleşmesel boyutu, temlik eden ile temlik alan arasındaki ilişkidir ve temlik eden ile temlik alanın temlik sözleşmesi uyarınca birbirilerine karşı olan yükümlülükleri ve temlik sözleşmesinin geçerliliği, temlik sözleşmesinin tabi olduğu hukuka yani *lex contractus*'a göre belirlenecektir²⁷.

Alacağın temlik işleminin hak sahipliği boyutu ise, alacağın temlike elverişli olup olmadığı, temlik borçluya karşı geçerliliği, temlik alan ile borçlu arasındaki ilişki, temlik işleminin hangi şartlarla borçluya ve üçüncü kişilere karşı ileri sürülebileceği, temlik alanlar ve/veya alacak üzerinde teminat hakkı tesis edenler arasındaki öncelik sırası ve borçlunun borcunun sona ermesine ilişkin meselelerdir²⁸.

Bu noktada tartışma, alacağın temlik işleminin hak sahipliği boyutuna ilişkin meselelerin sözleşmesel ilişki kapsamına değerlendirilip borçlar statüsüne²⁹ mi tabi

²⁶ Bkz. Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1184; Teun H. D. Struycken, "The Proprietary Aspects of International Assignment of Debts and the Rome Convention, Article 12", **Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly**, 1998, pp. 345-360, s. 346.

²⁷ Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1184; Struycken, op. cit., s. 347.

²⁸ Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1184; Struycken, op. cit., s. 354.

²⁹ AB üyesi ülkeler bakımından borçlar statüsüne tabi tutulduğunda, AB Akdi Borç İlişkilerine Uygulanacak Hukuka Dair Roma I Tüzüğü'nün (Roma I Tüzüğü) "alacağın temlikini"ni düzenleyen 14. maddesi uygulanacaktır. Bkz. *Regulation (EC) No 593/2008 of the European Parliament and of the Council of 17 June 2008 on the Law Applicable to Contractual Obligations* (Rome I), OJ L 177/6-4.7.2008.

tutulacağı yoksa bunların aynı haklar statüsüne tabi tutularak *lex rei sitae*'nin mi uygulanacağı noktasındadır³⁰.

Meselenin borçlar statüsü çerçevesinde değerlendirilerek alacağın temlik statüsüne tabi tutan yaklaşım, alacağın temlik işlemlerinin hak sahipliği boyutuna ilişkin meselelerin her ne kadar salt bir sözleşmesel yükümlülük olarak nitelendirilemesi mümkün olmasa da, işlem konusu alacağın neticede bir sözleşmesel ilişkiden kaynaklandığını ve bu bakımdan bu meseleleri sözleşmesel hak ve yükümlülüklerden farklı görmenin çok gerçekçi olmayacağını ve bu meselelerin “temlik konusu alacağın tabi olduğu hukuk”a; yani “temlik konusu alacağı doğuran hukuki işlem veya müessesenin tabi olduğu hukuk”a (*lex causae*) tabi olacağını savunmaktadır³¹.

Bu görüşün dayandığı temel argüman şu şekilde ifade edilmektedir: gayri maddi malvarlığı niteliğindeki bir alacağı veya borcu doğuran, ona hukuki sonuçlar bağlayan hukuk, bu gayri maddi malvarlığı değerinin devredilebilir olup olmadığını ve eğer devri kabil ise bu devrin ne şekilde gerçekleşeceğini de belirlemeye yetkili olmalıdır. Ayrıca işlem konusu gayri maddi malvarlığı değerini doğuran hukuki ilişkinin taraflarının da, yani temlik eden ile asıl borçlunun, söz konusu malvarlığı değerinin sadece bu hukuki ilişkinin tabi olduğu hukukun atfettiği hukuki özelliklere ve sonuçlara sahip olması beklentisi ve iradesini taşıdıklarının da göz ardı edilmemesi gerekmektedir³².

Bu çerçevede bu görüşe göre, kıymetli evrak niteliğindeki bir senede bağlanmamış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin devri ve teminat hakkı tesisi gibi

³⁰ Tartışma için bkz. Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1182-1183; Struycken, op. cit., s. 345-360; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 154-155.

³¹ Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1187; Tekinalp, Çavuşoğlu, op. cit., s. 483-487; Nomer, op. cit., s. 323; Alman Federal Temyiz Mahkemesi aynı alacağı ilişkin iki temlik alan arasındaki öncelik meselesine ilişkin kararında 1980 tarihli Roma Konvansiyonu'nun 14. maddesinin 2. fıkrasını uygulayarak, uyumsuzluğun alacağın tabi olduğu hukuka göre çözümlenmesine karar vermiştir. (BGH 20.06.1990) (Bkz. Struycken, op. cit., s. 349). Ayrıca Hollanda Temyiz Mahkemesi de aynı yaklaşımla, *Brandsma q.q. v. Hansa Chemie AG* kararında temlik işleminin üçüncü kişilere karşı etkisi meselesine ilişkin kararında 1980 tarihli Roma Konvansiyonu'nun 12. maddesini uygulamış, ancak Alman Temyiz Mahkemesi'nden farklı olarak meseleyi 1. fıkra hükmü çerçevesinde değerlendirmiştir (*Brandsma q.q. v. Hansa Chemie AG*, Hoge Raad, 16 May 1997) (Bkz. Struycken, op. cit., s. 349).

³² Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1183-1184; Tekinalp, Çavuşoğlu, op. cit., s. 484-485.

tasarruflardan kaynaklanan hak sahipliği ihtilaflarına, temlik konusu alacağı doğuran hukuki işlemin tabi olduğu hukuk yani “menkul kıymeti teşkil eden haklar bütünlüğünün tabi olduğu hukuk” uygulanacaktır³³ (Roma I Tüzüğü m. 14(2)³⁴; İsviçre IPRG m. 145³⁵, m. 105).

O halde bu yaklaşıma göre, kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmamış ortaklık paylarına ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına, ihraççının tabi olduğu hukuk (*lex societatis*); borçlanma araçlarına ise, bu borçlanma aracını yaratan ilişkinin tabi olduğu hukuk (*lex causae*) uygulanacaktır (Örneğin; ihtilaf konusu bir İngiltere hazine tahvili ise İngiliz hukuku uygulanacaktır) .

b. Aynı Hak Statüsüne Tabi Tutan Yaklaşım

Gayri maddi malvarlığı değerlerinin temlik işlemlerinin hak sahipliği boyutuna ilişkin meselelerin, borçlar statüsü kapsamında değil aynı haklar statüsüne tabi tutulması gerektiğini ileri süren ve bazı İngiliz hukukçular tarafından savunulan bu yaklaşıma göre ise; hak sahipliği meseleleri, söz konusu malvarlığı değerini daha önce meydana getirmiş olan sözleşmesel ilişkiden ziyade malvarlığı değerinin kendisi ile ilgilidir. Ayrıca yine bu görüşe göre, hak sahipliği ihtilafları sözleşmeden kaynaklanan ihtilaflar olmadığından, borçlar statüsüne ve dolayısıyla alacağın temlik statüsüne tabi tutulamazlar. Bu nedenle gayri maddi malvarlığı değerlerinin hak sahipliği boyutuna ilişkin meselelerden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde

³³ Benjamin, *Interests in Securities*, s. 154 § 7.22-7.24; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 55; Bernasconi, Känzig, Vogt, Switzerland, s. 569, 577; Girsberger, op. cit., s. 100.

³⁴ Roma I Tüzüğü'nün 14. maddesinde temlik kavramı, alacak üzerindeki hak sahipliğinin devri, alacağın teminaten temlik, alacak rehni veya alacak hakları üzerinde tesis edilebilecek diğer teminat haklarını da kapsamına alacak şekilde kullanıldığından, teminat hakkı tesisine ilişkin tüm tasarruflar “alacağın tabi olduğu hukuk”a tabi olacaktır (Roma I Tüzüğü m. 14/3).

³⁵ İsviçre IPRG'nin alacağın temlikine ilişkin 145. maddesinin 1. fıkrasında her ne kadar temlik eden ile temlik alana hukuk seçimi imkanı tanınmışsa da, bu hukuk seçiminin borçlunun onayı alınmadıkça, borçluya karşı ileri sürülemeyeceği belirtilmiştir. Ayrıca maddenin 4. fıkrasında, sadece temlik veren ile temlik alan arasındaki ilişkiyi ilgilendiren uyuşmazlıkların, temlik işleminin dayandığı hukuki ilişkiye uygulanacak hukuka tabi olduğu belirtilmekle, temlik işleminin sözleşmesel ve aynı boyutuna ilişkin ayırımın kabul edildiği anlaşılmaktadır.

söz konusu malvarlığı değerinin, örneğin; alacak hakkının bulunduğu yer hukukunun yani *lex situs*'un uygulanması gerektiği savunulmaktadır³⁶.

Bir alacak bakımından *lex situs* ise, genellikle bu alacağın en etkin biçimde icra edilebileceği yer hukuku yani “borçlunun ikametgah veya mutad meskeni hukuku” olarak kabul edilmektedir³⁷.

Bu görüşü desteklemek üzere ileri sürülen en önemli gerekçelerden biri; bir alacak hakkının özünün bu hakka sahip olan hak sahibine borçluya karşı bir alacak davası açma hakkı vermesi olduğu ve bu alacağın en etkin bir şekilde borçlunun ikametgahı veya mutad meskeninin bulunduğu ülke mahkemelerinde güvence altına alınabileceği ve icra edilebileceğidir³⁸.

Ancak bu görüş, gayri maddi malvarlığı değerlerine bir *situs* atfetmenin oldukça yapay bir yaklaşım olduğu ve çoğu zaman bu yerin tespitinin zor olması, ayrıca söz konusu gayri maddi malvarlığı değerini meydana getiren hukuki işlem veya ilişkinin taraflarının iradelerini dikkate almadığı gerekçeleriyle eleştirilmekte ve mahkeme kararlarının tanınması ve tenfizine ilişkin kuralların büyük oranda yeknesaklaştığı günümüzde artık sadece borçlunun ikametgahı veya mutad meskeninin bulunduğu ülkenin mahkemeleri tarafından bu ülkenin hukukunun uygulanmasının alacağın icrasını teminat altına alacağı argümanının büyük ölçüde önemini yitirdiği ifade edilmektedir³⁹.

Nitekim *Dicey & Morris* de son basısında, bu görüşten uzaklaşarak bir alacağın temlik işleminin hak sahipliği boyutunun da temlik statüsü dahilinde değerlendirilmesinin daha uygun olduğunu ifade etmektedir⁴⁰.

³⁶ M. Moshinsky, “The Assignment of Debts in the Conflict of Laws”, 109 **Law Quarterly Review**, 1992, s. 591; Roy Goode, **Commercial Law**, 2nd Ed., Penguin Books, London 1995, s. 1127; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 155 § 7.25-7.28.

³⁷ Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1286.

³⁸ Bkz. Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1181; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 155 § 7.28; Struycken, op. cit., s. 357.

³⁹ Struycken, op. cit., s. 357.

⁴⁰ Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1187.

c. Ortaklık Statüsüne Tabi Tutan Yaklaşım

“Menkul kıymeti teşkil eden haklar bütünlüğünün tâbi olduğu hukuk”a göre, kıymetli evrak niteliğindeki bir senede bağlanmamış olduğu kabul edilen menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun belirlenmesindeki yaklaşımlardan bir diğeri ise, meseleyi ortaklık payları ve borçlanma senetleri arasında bir ayırım öngören ve ortaklık paylarına ilişkin hak sahipliği ihtilaflarını ortaklık statüsüne tabi tutan yaklaşımdır.

Nitekim son yıllarda doktrinde, kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmamış ortaklık paylarının devrine veya teminat hakkı tesisine ilişki tasarruf işlemlerinden kaynaklanan hak sahipliğine ilişkin ihtilafların, temlik statüsüne tabi tutulmalarına ilişkin kanunlar ihtilafı yaklaşımının terk edildiği görülmektedir.

Son basısında *Dicey & Morris* tarafından da benimsenen bu yaklaşım, alacağın temlikine ve rehnine ilişkin olarak çoğunlukla kabul gören ve bu işlemlerden kaynaklanan hak sahipliğine ilişkin meselelerin, tasarrufun konusu alacağın tabi olduğu hukuka tabi tutulmasını öngören alacağın temlik statüsü yaklaşımını ve bunun dayandığı temeli doğru bulmakla birlikte; ortaklık payları bakımından alacağın temlik statüsüne gidilmesinin uygun olmadığını ileri sürmektedir⁴¹.

Bunun gerekçesini oluştururken *Dicey & Morris*, meseleye sadece menkul kıymetler ve özellikle ortaklık payları özelinde değil, daha genel olarak, kökeni itibariyle salt sözleşmesel bir ilişkiye dayanmayan ve özellik arz eden tüm gayri maddi malvarlığı değerleri açısından değerlendirmektedir. Bu kapsamda; sözleşmesel bir hak olarak nitelendirilemeyecek “fikri mülkiyet hakları”nı⁴²; her ne kadar tamamen sözleşmesel temelli olsa da tek bir borç ilişkisini değil birden çok borç ilişkisini konu alan mevcut veya gelecekte meydana gelecek müstakbel borçların bir arada, tek bir temlik işlemi

⁴¹ Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1187.

⁴² Fikri mülkiyet haklarına uygulanacak hukuka ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Esra Dardağan, **Fikir ve Sanat Eserleri Üzerindeki Haklardan Doğan Kanunlar İhtilafı**, Betik Yayıncılık, 2000; B. Bahadır Erdem, **Patent Hakkının Korunmasına ve Patent Hakkına İlişkin Sözleşmelere Uygulanacak Hukuk**, İstanbul, 1999; B. Bahadır Erdem, “Fikri Haklarda Ülkesellik Prensibi”, **Prof. Dr. Nihal Uluocak’a Armağan**, 1999.

ile devredilmesi veya rehnedilmesi anlamına gelen “global temlik işlemleri”ni (*global assignments*)⁴³ ve nihayetinde salt sözleşmesel bir hak olarak nitelendirilemeyecek, ortaklık hukuku ile yakın ilişkili ortaklık paylarını, özellik arz eden gayri maddi malvarlığı değerleri olarak nitelendirmekte ve alacağın temlikine ilişkin klasik kanunlar ihtilafı yaklaşımının bu haklar bakımından uygun sonuçlar doğurmayacağını ifade etmektedir⁴⁴.

Buna göre, ortaklık paylarını meydana getiren hukuki işlemin sözleşmesel bir yönü olmakla birlikte; örneğin bir satım sözleşmesinden kaynaklanan hak ve borçlar gibi salt sözleşmesel bir işlem olarak nitelendirilemez. Zira bir ortaklık payı, pay sahibine alacak hakkı olarak nitelendirilebilecek mali haklar yanında, ortaklık hakları da vermekte ve bunları konu alan işlemler söz konusu ortaklığı da ilgilendirmektedir. Bu nedenle ihraççı ile pay sahibi arasındaki ilişkiyi salt sözleşmesel bir alacak borç ilişkisi olarak görmek ve dolayısıyla ortaklık payını sözleşmesel bir alacak hakkı şeklinde nitelendirmek uygun değildir. Ayrıca alacağın temlikine ilişkin kanunlar ihtilafı kuralı dizayn edilirken, menkul kıymetler ve özellikle ortaklık payı gibi bir haklar bütünlüğünü ihtiva eden birbirinden farklı talep haklarını bir arada barındıran daha karmaşık haklardan ve gayri maddi malvarlığı değerlerinden ziyade, daha basit sözleşmesel borç ilişkilerinden kaynaklanan alacak haklarının göz önünde tutulmuştur⁴⁵.

Bu nedenlerle *Dacey & Morris*, sözleşmesel bir alacak hakkı niteliğinde olmayan ortaklık paylarının temlikine ilişkin işlemlerin hak sahipliği boyutuna ilişkin meselelerin (payın temlike elverişli olup olmadığı, temlik işleminin ne şekilde gerçekleştirileceği, hangi şartlarla ihraççıya ve üçüncü kişilere karşı ileri

⁴³ Modern ticaret hayatının önemli bir parçası haline gelmiş, farklı ülkelerde yerleşik bulunan borçlulara ait veya farklı hukuklara tabi olan birden çok borç ilişkisinden kaynaklanan mevcut veya gelecekte meydana gelecek müstakbel borçların bir arada, tek bir temlik işlemi ile devredilmesi veya rehnedilmesi anlamına gelen “global temlik işlemleri” bakımından gerek “alacağın tabi olduğu hukuk”u gösteren temlik statüsü gerekse *lex situs* kuralı uygulamada her bir borç ilişkisi için farklı hukukların uygulanmasına sebebiyet verdiğinden eleştirilmekte ve yeni bağlama kuralları önerilmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Dacey, Morris, Collins, op. cit., s. 1189-1190; Struycken, op. cit., s. 357 vd.; M. Moshinsky, op. cit., s. 611; Goode, **Commercial Law**, s. 1128.

⁴⁴ Dacey, Morris, Collins, op. cit., s. 1181-1183.

⁴⁵ Dacey, Morris, Collins, op. cit., s. 1182-1183.

sürülebileceği, devralanlar ve/veya teminat hakkı tesis edenler arasındaki öncelik sırası gibi meselelerin) alacağın temliki olarak nitelendirilemeyeceği ve dolayısıyla temlik statüsüne tabi tutulamayacağını, hak sahipliğinin özü ile ilgili olan bu meselelerin aynı statüye ilişkin olduğunu ve bu nedenle *lex situs*'un yani menkul kıymetin bulunduğu yer hukukunun uygulanması gerektiğini ifade etmektedir.

Dicey & Morris kıymetli evrak niteliğindeki bir senede bağlanmamış ortaklık paylarının *lex situs*'unu ise, ihraççının tabi olduğu hukuk (*lex societatis*) yani İngiliz hukuku bakımından ihraççının kuruluş yeri hukuku (*lex incorporationis*), fakat ihraççının pay sicilinin bulunduğu yer hukuku ile kuruluş yeri hukuku farklı ise bu durumda pay sicilinin bulunduğu yer hukuku olarak belirlemektedir⁴⁶.

Son İngiliz mahkeme kararlarında da, ortaklık paylarının temliki işlemlerinden kaynaklanan hak sahipliğine ilişkin meselelerin çözümünde ortaklığın kuruluş yeri hukukunun (*lex incorporationis*) esas alındığı görülmektedir⁴⁷.

Kıta Avrupası hukuklarına bakıldığında; İsviçre gibi menkul kıymet kavramının kıymetli evrakın bir çeşidi olarak düzenlendiği ve senede bağlandığı ve dolayısıyla menkul kıymetlerin birer taşınır eşya olarak nitelendirildiği hukuk sistemlerinde de, kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmamış ancak bir belgeye basılmış nama yazılı menkul kıymetler ile ihraç edilirken hiçbir surette bir belgeye basılmamış menkul kıymetler bakımından ortaklık payları ve borçlanma senetleri arasında bir ayrımın öngörüldüğü ve bu kapsamda ortaklık paylarının, sözleşmesel bir alacak hakkı olarak nitelendirilmesi ve bunlara ilişkin devir veya rehin hakkı tesisi gibi teminat hakkı sağlamaya yönelik işlemlerin hak sahipliği boyutunu ilgilendiren meselelerin alacağın temliki statüsü çerçevesinde değerlendirilmesi anlayışından uzaklaşıldığı görülmektedir. Ancak Kıta Avrupası hukuk sistemlerinde, *Dicey & Morris*'ten farklı olarak, bu meselelerin doğrudan hüküm statüsü veya ortaklık

⁴⁶ Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 932, 1187.

⁴⁷ Bkz. *Macmillan Inc v. Bishopsgate Investment Trust Plc and others (No.3)* [1996] 1 WLR 387; *Re Harvard Securities Ltd* [1997] 2 BCLC 369. Kararların ayrıntılı analizi için bkz. Ooi, *Shares*, s. 4-12.

statüsü kapsamında değerlendirilerek ortaklığın tabi olduğu hukukun (*lex societatis*) uygulanması sonucuna varıldığı görülmektedir.

Şöyle ki, İsviçre hukukunda, “menkul kıymeti meydana getiren hakkın tabi olduğu hukuk”a (*Wertpapierrechtsstatut*) göre, örneğin; İngiliz hukuku, işlem konusu menkul kıymet üzerinde hak sahipliğine ilişkin tasarruf işlemleri menkul kıymetin basıldığı senedin zilyetliğinin devri ile değil o menkul kıymet için ihraççı nezdinde tutulan sicile tescille gerçekleşse de, yani kıymetli evrak niteliğini haiz olmasa da, söz konusu menkul kıymetler bir senede bağlanmış olduğundan İsviçre hakiminin söz konusu menkul kıymetler üzerinde hak sahipliğine ilişkin bir uyuşmazlıkta, senedin bulunduğu yer hukukunu (*lex cartae sitae*)⁴⁸ (IPRG m. 100); rehin hakkı tesisine⁴⁹ ilişkin bir uyuşmazlıkta ise taraflarca seçilen hukuk veya hukuk seçimi yoksa rehin alanın mutad mesken hukukunu uygulayacağı belirtilmektedir (IPRG m. 105)⁵⁰. Ancak menkul kıymeti meydana getiren hakkın tabi olduğu hukuka göre işlem konusu menkul kıymet hiçbir surette senede bağlanmamışsa; İsviçre hukukuna göre mülkiyet hakkının konusunu oluşturabilecek bir taşınır eşya söz konusu olmadığından⁵¹ bu halde, İsviçre hukukunda ortaklık hakkı veren paylar bakımından,

⁴⁸ Alman hukukunda da aynı yönde görüş için bkz. Schödermeier, Löber, Wortmann, Germany, s. 268.

⁴⁹ İsviçre hukukunda, taşınır eşya niteliğindeki menkul kıymetlerin mülkiyetine ilişkin kanunlar ihtilafı kuralı (IPRG m. 100) ile menkul kıymetler üzerinde rehin hakkı tesisine ilişkin kanunlar ihtilafı kuralı (IPRG m. 105) farklılık arz etmektedir. İsviçre Devletler Özel Hukuku’nun “alacak hakları, menkul kıymetler ve diğer haklar üzerinde rehin hakkı tesisine”ne ilişkin kanunlar ihtilafı kuralı uyarınca; rehin hakkına ilişkin uyuşmazlıklar rehin alan ile rehin veren tarafından seçilen hukuka tabidir. Ancak bu hukuk seçimi üçüncü kişiler tarafından kabul edilmedikçe onlarla olan ilişkilere uygulanamaz (IPRG m. 105(1)). Hukuk seçiminin bulunmaması halinde, alacak haklarının ve menkul kıymetlerin rehninden doğan uyuşmazlıklar, rehin alanın mutad meskeninin bulunduğu yer hukukuna; diğer hakların rehninden doğan uyuşmazlıklar ise işlem konusu hakkın tabi olduğu hukuka tabidir (IPRG m. 105(2)).

⁵⁰ Bernasconi, Känzig, Vogt, Switzerland, s. 576; Girsberger, op. cit., s. 100.

⁵¹ Alman hukukunda senetsiz bir şekilde ihraç edilen Alman devlet tahvillerinin, toplu saklamaya konu edilmiş senede bağlanmış menkul kıymetler hükmünde olduğundan ve bu bağlamda Alman Medeni Kanunu’nun senede bağlanmış menkul kıymetlere ilişkin tasarruf işlemlerine uygulanan taşınır eşyaya ilişkin hükümlerinin aynen senede bağlanmamış Alman devlet tahvillerine de uygulanacağından (bkz. Yukarıda, s. 57 vd.); yabancı menşeli senetsiz menkul kıymetlerin de senede bağlanmış menkul kıymetler gibi değerlendirilebileceği belirtilerek; senede bağlanmış menkul kıymetlere uygulanacak kanunlar ihtilafı kuralının yani *lex rei sitae*’nin bir versiyonunun uygulanabileceği ileri sürülmektedir. Alman hukukundaki bu görüşe göre, burada senede bağlanmış menkul kıymetlerden farklı olarak menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliği, senedin zilyetliğinin iktisabı yerine bu menkul kıymetler için tutulan sicilde veya kayıtlarda yapılan sicil değişikliği işlemi veya veri girişleriyle sağlanmakta; yani söz konusu kayıtlara veya sicile aynı etkiler tanınmaktadır. Dolayısıyla bu senetsiz menkul kıymetler için tutulan kayıtların veya sicilin bulunduğu yer hukuku bu

her ne kadar İsviçre Borçlar Kanunu'nun 973c maddesinin 4. fıkrası uyarınca söz konusu senetsiz menkul kıymetlerin devrinin alacağın temliki ve rehninin alacak rehni hükümlerine tabi tutulduğu öngörülmüşse de, hak sahipliğinin devrinden doğan uyuşmazlıkların alacağın temliki statüsüne (IPRG m. 145) değil, ortaklık statüsüne tabi tutularak “ortaklığın tabi olduğu hukuk”un (*lex societatis*); bu menkul kıymetler üzerinde rehin hakkı tesisine ilişkin uyuşmazlıkların da, alacak rehni statüsüne değil, hak rehni statüsüne tabi tutularak (IPRG m. 105 (2)) “işlem konusu menkul kıymette mündemiç hakların tabi olduğu hukuk”un yani yine “ihraççının tabi olduğu hukuk”un uygulanması gerektiği ileri sürülmektedir⁵².

Senede bağlanmamış ortaklık paylarını, ortaklık statüsüne tabi tutan bu yaklaşım uyarınca; bono, tahvil gibi borçlanma aracı niteliğindeki, kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmamış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarının ise, alacağın temlik statüsü kapsamında değerlendirilerek alacağın tabi olduğu hukuka tabi tutulmasına devam edildiği görülmektedir⁵³.

kayıtlardaki değişikliklere veya girişlere aynı etkiler tanıyor ise, bu menkul kıymetlere ilişkin tasarruf işlemlerinin koşulları da kural olarak bu menkul kıymetleri temsil eden kayıtların veya sicilin bulunduğu yer hukukuna tabi olacağından, söz konusu senetsiz menkul kıymetlere ilişkin işlemlerin aynı etkilerine ilişkin meselelerin tabi olacağı hukuk *lex rei sitae*'nin bir versiyonu olarak **görülen lex libri siti yani** menkul kıymetler için tutulan kayıtların veya sicilin bulunduğu yer hukuku olacaktır. Bkz. Karl Kreuzer, **Internationales Privatrecht**, nach Artikel 38 Anhang I notes, in Münchener Kommentar, 3rd Ed., 1998, Vol. 10, note 120-122 (Aktaran: Schödermeier, Löber, Wortmann, Germany, s. 269).

⁵² Bkz. Christoph Brunner, **Wertrechte-nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere-Ein Beitrag zur rechtlichen Erfassung des Effektenverkehrs**, Bern 1996, s. 108-109; Dieter Zobl, “Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren (aus schweizerischer Sicht)”, **Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht**, 2001, s. 111 (Aktaran: Bernasconi, Känzig, Vogt, Switzerland, s. 576-577; Girsberger, op. cit., s. 100 dn. 15).

⁵³ Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1187; Ooi, **Shares**, s. 131-132 § 7.83-7.84; Morton, Potok, Benjamin, England, s. 231; Bernasconi, Känzig, Vogt, Switzerland, s. 576-577.

3. Ara Değerlendirme

Menkul kıymetlere ilişkin milletlerarası nitelikli hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun milli hukuklarda benimsenen klasik bağlama kurallarına göre belirlenmesine ilişkin açıklamalarımızı toparlamak gerekirse; aşağıdaki şekilde bir sınıflandırma yapıldığını söyleyebiliriz.

Öncelikle işlem konusu menkul kıymetin, “menkul kıymeti teşkil eden haklar bütünlüğünün tabi olduğu hukuk”a göre; kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmış olup olmadığı tespit edilmektedir.

Buna göre, kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmış olduğu tespit eden menkul kıymetler bakımından, ortaklık payı ve borçlanma senetleri arasında bir ayrım yapılmaksızın, bu menkul kıymetlere ilişkin milletlerarası nitelikli hak sahipliği ihtilafları *lex cartae sitae*'ye tabi tutulmaktadır.

Kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmamış olduğu tespit edilen menkul kıymetler bakımından, İngiliz hukukunda, son yıllarda, ortaklık payları ve borçlanma araçları arasında bir ayrım yapıldığı ve ortaklık payları bakımından hak sahipliğine ilişkin milletlerarası nitelikli ihtilafların, ortaklık statüsüne tabi tutulması yönünde bir eğilim olduğu; borçlanma araçlarına ilişkin ihtilafların ise, alacağın temlik statüsüne tabi tutulduğu görülmektedir.

Kıta-Avropası hukuk sistemlerinde ise, kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmamış menkul kıymetler arasında, İngiliz hukukunda kullanılan kıymetli evrak niteliğinde olmasa da ispat aracı niteliğinde bir senede bağlanmış nama yazılı menkul kıymetler ile tamamen senetsiz menkul kıymetler arasında bir ayrım yapılmaktadır. Bu ayrım doğrultusunda, kıymetli evrak niteliğinde olmayan bir senede bağlanmış menkul kıymetler, İngiliz hukukundan farklı olarak, *lex cartae sitae*'ye tabi tutulmaktadır. Tamamen senetsiz menkul kıymetler bakımından ise, ortaklık payları ve borçlanma araçları arasında bir ikinci ayrım daha yapılmakta ve

ortaklık paylarının ortaklık statüsüne; borçlanma araçlarının ise alacağın temlik statüsüne tabi tutulması yönünde bir eğilim gözlenmektedir⁵⁴.

Netice itibariyle, gerek İngiliz ve gerekse Kıta Avrupası hukuklarında, Alman gerekse İsviçre hukuklarında, taşınır eşya niteliğinde olmayan gayri maddi malvarlığı niteliğindeki menkul kıymetler söz konusu olduğunda, pay/hisse gibi ortaklık hakkı veren menkul kıymetler ile bono, tahvil gibi borçlanma araçları arasında bir ayırım gözetildiği ve ortaklık hakkı veren menkul kıymetlerin sözleşmesel bir alacak hakkı olarak nitelendirilmesi ve temlik statüsüne tabi tutulması anlayışından uzaklaşarak, farklı yaklaşımlarla ortaklığın tabi olduğu hukuka tabi tutulmalarına ilişkin anlayışın yerleştiği görülmektedir.

Görüldüğü üzere aracılaştırılmış sistemden bağımsız olarak, menkul kıymetlere ilişkin milletlerarası nitelikli hak sahipliğine meselelerine uygulanacak kanunlar ihtilafı kuralları konusunda dahi tartışmalar ve hukuk sistemleri arasında farklılıklar bulunmaktadır.

Aracılaştırılmış elde tutma sistemi dahilinde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin tasarruf işlemlerinden kaynaklanan hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukukun tespitinde ise durum aşağıda inceleneceği üzere çok daha belirsizdir.

⁵⁴ Bkz. Roy Goode, "The Hague Convention on the Law Applicable to Indirectly Held Securities: A Market-Oriented Approach to the Conflict of Laws" (The Hague Convention), in **Beyond Borders: Perspectives on International and Comparative Law-Symposium in Honour of Hein Kötz**, Ed. by Florian Faust/Gregor Thüsing, Schriften der Bucerius Law School, Band I/6, Carl Heymanns Verlag, Berlin-München 2006, pp. 63-73, s. 65; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.64 s. 27 ve dn. 74-75-76.

III. ARACILAŞTIRILMIŞ SİSTEMDE MENKUL KIYMETLERE İLİŞKİN MİLLETLERARASI NİTELİKLİ HAK SAHİPLİĞİ İHTİLAFLARINA UYGULANACAK HUKUKUN BELİRLENMESİNDE KLASİK YAKLAŞIMIN BENİMSENMESİ VE YOL AÇTIĞI SORUNLAR

Aracılaştırılmış elde tutma sistemi dahilinde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin tasarruf işlemlerinden kaynaklanan hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukukun tespitinde karşılaşılan sorunlar iki aşamada incelenecektir.

Öncelikle, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlerin hukuki niteliğinin belirlenmesinde uygulanacak hukuka ilişkin karşılaşılan sorunlara değinilecek; ardından menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun yukarıda incelediğimiz klasik anlayışa göre belirlenmesi halinde ortaya çıkan sorunlar açıklanmaya çalışılacaktır.

A. Aracılaştırılmış Sistemde Menkul Kıymetlerin Hukuki Niteliğinin Tabi Olduğu Hukukun Belirlenmesinde Karşılaşılan Sorunlar

Aracılaştırılmış sistem dahilinde elde tutulan bir menkul kıymet üzerindeki hak sahipliğinin devrine veya rehin hakkı gibi bir teminat hakkı tesisine ilişkin yabancılık unsuru içeren bir işlemde doğan uyumsuzluğa uygulanacak hukukun tespitinde öncelikle, uyumsuzluktaki hayat ilişkisinin halihazırda mevcut olan kanunlar ihtilafi kategorilerinden hangisine tabi olacağının belirlenmesi yani bağlanma konusunun nitelendirilmesi gerekmektedir.

Bu bağlamda, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan uyumsuzluğa konu menkul kıymetin hukuki niteliğinin; başka bir deyişle bir aracı kurum tarafından yürütülen menkul kıymet hesabına yapılan alacaklandırma kaydının hak sahibine ne tür bir hak bahsettiği ve bunun hukuki sonuçlarının belirlenmesi gerekmektedir.

Örneğin; bir Türk yatırımcının, İsviçre hukukuna tabi bir aracı kurumdaki menkul kıymet hesabında tuttuğu ve ABD’de bir saklama kuruluşunda hareketsizleştirilmek suretiyle depolanmış, ABD hukukuna tabi bir şirket tarafından global senet formunda ihraç edilmiş hisseler üzerinde, bir Türk bankası lehine kredi borcu karşılığında teminat olmak üzere rehin hakkı tesis ettiğini varsayalım. Bu ilişkide, Türk yatırımcının Türk bankası lehine tesis ettiği rehin hakkının geçerliliğinin veya üçüncü kişilere ileri sürülebilip sürülemeyeceğinin araştırılması gereken bir uyuşmazlık çıktığında ve bu uyuşmazlık Türk mahkemelerinin önüne geldiğinde, Türk hakimi öncelikle rehin hakkının konusunun ne olduğunu belirlemek durumundadır.

İkinci bölümde incelediğimiz üzere her milli hukuk sistemi bu hususta farklı düzenlemelere sahiptir. Bu bağlamda bu soruya milli hukukların verebilecekleri muhtemel cevaplar; fiili menkul kıymet havuzu üzerinde izlenebilir müşterek mülkiyet hakkı (örn., Alman hukuku), farazi menkul kıymet havuzuna ilişkin müşterek mülkiyet hakkı (örn., Belçika hukuku), aynı haklara özgü etkilerle güçlendirilmiş *sui generis* nitelikte bir malvarlığı hakkı (örn., İsviçre hukuku) veya salt bir alacak hakkı olarak sıralanabilir⁵⁵. Ayrıca bazı milli hukuklar hesap sahibinin haklarını doğrudan ihraççıya karşı ileri sürebileceğini yani doğrudan hak sahipliği sistemini, bazı milli hukuklar ise hesap sahibinin haklarını sadece hesap sözleşmesinin bulunduğu ilgili aracı kuruma karşı ileri sürebileceğini yani dolaylı hak sahipliği sistemini benimsemiş olabilir⁵⁶.

Dolayısıyla bu sorunun hangi milli hukuka tabi olarak cevaplandırılacağına yani devir veya teminat hakkı tesisine ilişkin işlemin konusu olan aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlerin hukuki niteliğinin hangi hukuka göre belirleneceğinin öncelikle cevaplandırılması gerekmektedir.

Milletlerarası özel hukukta bazı istisnalar haricinde (örneğin; uyuşmazlık konusu malvarlığı değerinin taşınır veya taşınmaz eşya niteliğinde olup olmadığının ve o

⁵⁵ Bkz. Yukarıda, s. 74.

⁵⁶ Doğrudan-dolaylı hak sahipliği için bkz. Yukarıda, s. 54 vd.

eşya üzerindeki hakkın veya mükellefiyetin aynı hak olup olmadığının o malvarlığı değerinin bulunduğu yer hukukuna yani *lex situs*'a tabi olması gibi)⁵⁷ bağlanma konusunun nitelendirilmesinin prensip olarak hakim hukukuna yani *lex fori*'ye tabi olacağı kabul edilmektedir⁵⁸.

Aracılaştırılmış sistemde hak sahibinin hakkının hukuki niteliğinin *lex fori*'ye göre vasıflandırılmasının kabulü halinde, yukarıda verdiğimiz örnek bakımından muhtemelen şöyle bir sonuç ortaya çıkacaktır: Türk hukukunda aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlerle ilgili özel bir bağlama kuralı bulunmadığından, Türk hakimi öncelikle rehin işlemine konu menkul kıymet hesabındaki Amerikan şirketine ait hisselerin kıymetli evrak niteliğinde olup olmadığını; yani taşınır eşya niteliğinde telakki edilip edilemeyeceğini tespit edecektir⁵⁹. Bunun için de, ortaklık payını teşkil eden haklar bütünlüğünün tabi olduğu hukuka yani ortaklığın (ihraççının) tabi olduğu hukuk (*lex societatis*) olan ABD hukukuna bakacaktır. ABD hukuku uyarınca söz konusu şirket hisselerinin bağlandığı global senet, kıymetli evrak niteliğindeyse; bu durumda Türk yatırımcının menkul kıymet hesabındaki alacaklandırma kaydı neticesinde elde ettiği hak, *lex fori* olan Türk hukuku uyarınca, hareketsizleştirilmiş global senet üzerinde sahip olduğu hisse miktarı oranında gevşek müşterek mülkiyet hakkı⁶⁰ olarak nitelendirecek ve rehin hakkının geçerli olup olmadığına aynı hak statüsüne ilişkin bağlama kuralı olan *lex cartae sitae*'ye yani işlem sırasında senedin bulunduğu yer hukukuna (MÖHUK m. 21) göre karar verecektir.

ABD hukuku uyarınca şirket hisseleri, kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmamış, kaydileştirilmiş olsaydı bu durumda Türk yatırımcının hakkı, yine *lex fori* olan Türk hukuku uyarınca, kısmen aynı etkiye sahip bir alacak hakkı⁶¹ olarak nitelendirilecek ve muhtemelen aynı haklara ilişkin bazı özelliklere sahip olsa da

⁵⁷ Tekinalp, Çavuşoğlu, op. cit., s. 318-319; Nomer, op. cit, s. , 108, 294-295; Çelikel, Erdem, op. cit, s. 93, 298; Şanlı, Ataman-Figanmeşe, Esen, op.cit., s. 222; Carruthers, op. cit., §1.16.

⁵⁸ Tekinalp, Çavuşoğlu, op. cit., s. 42-43; Nomer, op. cit, s. 99; Çelikel, Erdem, op. cit, s. 83-85; Şanlı, Ataman-Figanmeşe, Esen, op.cit., s. 46-47; Dicey, Morris, Collins, op. cit., § 2.006~2.010 & 2.036~2.037.

⁵⁹ Bkz. Yukarıda, s. 107.

⁶⁰ Bkz. Yukarıda, s. 78.

⁶¹ Bkz. Yukarıda, s. 97-98.

eşya niteliğinde bir malvarlığı değeri söz konusu olmadığından aynı hak statüsüne tabi tutulmayacaktır. Ancak işlem konusu menkul kıymet ortaklık hakkı sağlayan şirket hisseleri olduğundan muhtemelen alacak rehni bağlamında alacağın tabi olduğu hukuk değil, ihraççının tabi olduğu hukuk (*lex societatis*) uygulanacaktır⁶².

Milletlerarası özel hukukta bağlama konusunun nitelendirilmesinde prensip *lex fori* olmakla birlikte; aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetler bakımından, bu menkul kıymetlerin hukuki niteliğinin yani hak sahibine ne türden bir hak bahsettiğinin doğrudan *lex fori*'ye göre değil; bu malvarlığı değerini meydana getiren işleme veya hukuki ilişkiye göre vasıflandırılması gerektiği savunulmaktadır.

Doktrinde çoğunlukla savunulan bu görüşe göre, geleneksel sistemden farklı olarak aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetler bakımından, hak statüsü (*lex causae*) menkul kıymet hesabı sahibi ile bu hesabı sağlayan ilgili aracı kurum arasındaki ilişkinin tabi olduğu hukuktur (*lex obligationis*)⁶³. Zira aracılaştırılmış sistemde yatırımcı, geleneksel sistemdeki gibi menkul kıymet üzerindeki hak sahipliği doğrudan ihraççıdan ihraç işlemi ile iktisap etmemekte; bir aracı kurumdaki menkul kıymet hesabında gerçekleştirilen bir alacaklandırma kaydı neticesinde bir hak elde etmektedir. Yani ihraççı ve ihraç edilen menkul kıymetler ile ilişkisi kesilmiştir. Ayrıca aracılaştırılmış sistemde, ihraç edilen menkul kıymetlerin ihraç edildikleri formun sistemin işleyişi bakımından bir önemi de kalmamıştır. Bu nedenle, yatırımcının elde ettiği hakkın hukuki niteliğini ve sonuçlarını da, bu alacaklandırma kaydının gerçekleştirilmesine sebep olan hukuki ilişkinin yani aracı kurum ile hesap sahibi yatırımcı arasındaki menkul kıymet hesabına ilişkin sözleşmenin tabi olduğu hukuk belirlemelidir⁶⁴.

⁶² Bkz. Yukarıda, s. 115.

⁶³ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 56 dn. 23; Ooi, **Shares**, § 5.44 s. 77; Morton, Potok, Benjamin, England, s. 225; Bernasconi, Känzig, Vogt, Switzerland, s. 574; Schödermeier, Löber, Wortmann, Germany s. 280-282.

⁶⁴ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 56 dn. 23; Ooi, **Shares**, § 5.44 s. 77.

Bu görüşün kabulü halinde, yukarıda verdiğimiz örnek üzerinden ilerlersek, Türk hakimi, rehin veren Türk yatırımcısının menkul kıymet hesabında bulunan Amerikan şirketine ait hisseler üzerinde sahip olduğu hak sahipliğinin ve elde ettiği hakkın hukuki niteliğini, İsviçreli aracı kurum ile Türk yatırımcı arasındaki sözleşmeye uygulanacak hukuka yani MÖHUK m. 24 uyarınca taraflarca seçilen hukuka veya hukuk seçiminin bulunmaması halinde karakteristik edim borçlusunun işyeri hukukuna göre belirleyecektir. Bu hukukun İsviçre hukuku olması halinde, Türk hakimi, uyuşmazlık konusu hakkı, İsviçre hukuku uyarınca bir menkul kıymet hesabına alacaklandırılmış menkul kıymetlerin, ihraççıya karşı ileri sürülebilir ve aynı etkilerle güçlendirilmiş *sui generis* nitelikte alacak hakkı (FISA m. 3) olarak nitelendirecektir. Türk hakimi bu aşamadan sonra, *lex fori*'ye yani Türk hukukuna göre bir değerlendirme yapacak ve belirlenen nitelikteki hakka ilişkin uyuşmazlığa hangi bağlama kuralının uygulanacağına karar verecektir. Bu noktada üzerinde rehin hakkı tesis edilen Türk yatırımcının sahip olduğu malvarlığı değerine ilişkin hakları, İsviçre hukukunda aynı etkileri olan bir hak olarak nitelendirildiği ve özellikle menkul kıymetlerin Amerikan saklama kuruluşunda senet formunda bulunduğu göz önünde bulundurarak aynı hak statüsüne tabi tutabileceği gibi, İsviçre hukuku uyarınca bu hakkın dayanak varlık olan Amerikan saklama kuruluşundaki senetten bağımsız gayri maddi bir malvarlığı değeri olarak tanımlandığı gözetilerek ve ortaklık hakkı sağlayan bir şirket hissesi söz konusu olduğundan ortaklık statüsüne tabi tutulması da ihtimal dahilindedir.

Görüldüğü üzere, aracılaştırılmış menkul kıymetlerin hukuki niteliğinin, ilgili menkul kıymet hesabının tabi olduğu sözleşmeye uygulanacak hukuka göre belirlenmesi, hakimin, uyuşmazlık konusu menkul kıymetlerin hangi formda ihraç edildiğine, kıymetli evrak niteliğinde olup olmadığına, hangi türde olduğuna ilişkin araştırma külfetinden kurtarmakta ve çok daha pratik bir yöntem sunmaktadır. Kaldı ki, bu yöntem, aracılaştırılmış sistemin işleyişine ve gerçeklerine de uygundur. Zira aracılaştırılmış sistemde taraflar, işlem konusu menkul kıymetlerin hangi formda ihraç edildiği, kıymetli evrak niteliğini haiz olup olmadığı gibi bilgiler ile ilgilenmeksizin işlemler gerçekleştirmektedirler. Dolayısıyla, hesap sahiplerinin haklarının hukuki niteliğinin *lex fori* yerine, menkul kıymet hesabının tabi olduğu

sözleşmeye uygulanacak hukuka göre belirlenmesi taraflar açısından öngörülebilir bir hukuk olması açısından hem tarafların ve hem de piyasanın menfaatlerine uygun bir çözüm sunmaktadır.

Ancak yukarıda verdiğimiz her iki örnekte de görüleceği üzere, aracılaştırılmış sistemde, hesap sahibinin hukuki niteliği hak sahibi ile aracı kurum arasındaki ilişkiye uygulanan hukuka göre belirlense dahi, Türk hukuku gibi aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğine dair meselelere uygulanacak hukuku gösteren özel kanunlar ihtilafi düzenlemelerinin bulunmadığı hukuk sistemlerinde, uyuşmazlık konusu hakkın niteliği belirlendikten sonra hangi kanunlar ihtilafi kuralına gidileceği belirsizliğini korumaya devam edecektir. Üstelik *lex rei sitae*'nin uygulanmasının öngörülmesi halinde bu kuralın nasıl uygulanacağı da ayrı bir sorun oluşturmaktadır. Şimdi hemen aşağıda, bu sorunun ayrıntıları üzerinde durulacaktır.

B. Menkul Kıymetlere İlişkin Milletlerarası Nitelikli Hak Sahipliği İhtilaflarının Tabi Olduğu Hukukun Klasik Yaklaşımına Göre Belirlenmesinin Aracılaştırılmış Sistemin Kademeli Yapısı İle Bağdaşmamasından Kaynaklanan Sorunlar

Aracılaştırılmış sistemde işlem gören aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin devrine veya rehin hakkı gibi bir teminat hakkı tesisine ilişkin yabancılik unsuru içeren bir işlemde doğan uyuşmazlığa uygulanacak hukukun tespitinde esas sorun, hesap sahibinin hakkının hukuki niteliğine uygulanacak hukukun ve neticede ihtilafa hangi bağlama kuralının uygulanacağını belirlemesinden sonra karşımıza çıkmaktadır.

Geleneksel sistemde elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin olarak genellikle kabul edilen ve senedin bulunduğu yer hukukunu (*lex cartae sitae*), ihraççının tabi olduğu hukuku (*lex societatis*) veya hak sahipliği sicilinin bulunduğu yer hukukunu veya alacağın kaynaklandığı temel borç ilişkisinin tabi olduğu hukuku gösteren kanunlar

ihtilafı kurallarının, her ne kadar bazı tereddütlü hususlar olsa da, bu sistem dahilinde genel olarak tatmin edici sonuçlar verdiğini görmüştük⁶⁵.

Ancak bu bağlama kuralları, aracılaştırılmış sistemde uygulandığında elde edilen sonuçlar tatmin edici olmaktan çok uzaktır. Zira bu bağlama kurallarının, farklı milli hukuklara tabi birden çok aracı kurumu içeren bir sistemde elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin olarak gerçekleştirilen bir işlemin tabi olacağı hukukun belirlenmesinde uygulanması, işlemin gerçekleştirildiği aracı kurumun bulunduğu kademedен yukarıya doğru ihraççının, hak sahipliği sicilinin veya menkul kıymetin bağlandığı senedin bulunduğu yer veya alacağın kaynaklandığı temel borç ilişkisine uygulanacak hukuk tespit edilinceye kadar, elde tutma zincirinde yer alan ve işleme dahil olan tüm aracı kurum kademelerinin incelenmesini yani tüm elde tutma zincirinin yukarıya doğru “gözden geçirilmesi”ni gerektirmektedir.

Aracılaştırılmış sistemde, aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin milletlerarası nitelikli hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun, işlem konusu menkul kıymetlerin elde tutma zincirinin baştan aşağıya incelenerek tespit edilmesi, doktrinde “gözden geçirme yaklaşımı” (*look-through approach*) olarak ifade edilmekte ve bu yaklaşımın aracılaştırılmış elde tutma sistemine uygulanmasının hem teoride hem de uygulamada çok ciddi problemlere ve zorluklara sebebiyet verdiği belirtilmektedir⁶⁶.

1. Teorik Sorunlar

Aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun, “gözden geçirme yaklaşımı”ni gerektiren, ihraççının veya hak sahipliği sicilinin veya menkul kıymetlerin bağlandığı senet veya senetlerin bulunduğu yerin tespitini öngören *lex societatis* ve *lex cartae sitae* gibi kanunlar ihtilafı kuralları ile belirlenmesine yönelik olarak

⁶⁵ Bkz. Yukarıda, s. 109 vd.

⁶⁶ Guynn, *Modernizing Securities Ownership*, s. 27; Bernasconi, Potok, Morton, *Conflict of Law Analysis*, § 2.66 s. 28; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 18 Int. 37.

getirilen eleştirilerden ilki; bu bağlama kurallarınının, aracılaştırılmış sistemdeki ihtilaflarda milletlerarası özel hukuk hakkaniyetini sağlayamadıklarına ilişkindir.

Şöyle ki, geleneksel sistem dahilinde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlerin konu olduğu milletlerarası işlemlerle ilgili hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun tespitinde genellikle kabul edilen ve menkul kıymetin cisimleştiği senedin işlem sırasında bulunduğu yer hukukunu (*lex cartae sitae*) veyamenkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğini gösteren hak sahipliği sicilinin bulunduğu yer hukukunu veya ihraççının tabi olduğu hukuku (*lex societatis*) gösteren bu bağlama kuralları, hak sahipliği meselelerinin, bir malvarlığı değerine ilişkin üçüncü kişileri de ilgilendiren etkileri olan meseleler olmaları nedeniyle, işlem güvenliğini ve dolayısıyla yatırımcı (taraf) menfaatini tesis etmek birincil amacı çerçevesinde, sistemin iki ana özelliği esas alınarak oluşturulmuştur.

Bunlardan birincisi, sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerin büyük çoğunluğunun kıymetli evrak niteliğinde veya değil fakat bir belgeye bağlanmış olmaları ve ikincisi, bu menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğine ilişkin devir veya teminat hakkı tesisi gibi tasarrufların, söz konusu belgelerin devri ve teslimi ve/veya ihraççı nezdinde veya onun adına tutulan hak sahipliğine ilişkin kayıtlara tasarruf işleminin gereğinin işlenmesi suretiyle gerçekleştiriliyor olmalarıdır⁶⁷.

Geleneksel sistem dahilinde işlem gören menkul kıymetlerle ilgili hak sahipliği ihtilaflarında yukarıda belirtilen hukuklara bağlanılmasının esas gerekçesini de işte sistemin bu ikinci özelliği oluşturmaktadır. Zira geleneksel sistemde menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliği; kıymetli evrak niteliğinde senetlere bağlanmış nama veya hamiline yazılı menkul kıymetler bakımından, işlem sırasında senedin bulunduğu yerde o senedin zilyetliğinin kimde olduğunun; kıymetli evrak niteliğinde olmayan menkul kıymetler bakımından ise, ihraççının hak sahipliğine ilişkin kayıtlarının tespiti ile doğrulanmakta; yani aleniyet kazanmaktadır. Bu bağlamda da,

⁶⁷ Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1190; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.68 s. 28; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 160 § 7.38; Ooi, Intermediated Securities, s. 221.

bu menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğine ilişkin talepler, en etkili şekilde hak sahipliğinin aleniyet kazandığı bu yerlerde ileri sürülmekte ve icra edilmektedir.

Dolayısıyla geleneksel sistemde elde tutulan menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğine ilişkin meseleler, kıymetli evraka bağlanmış ve dolayısıyla taşınır eşya niteliğinde kabul edilen menkul kıymetler bakımından, aynı hak statüsüne tabi olarak senedin bulunduğu yerde; kıymetli evraka bağlanmamış ve dolayısıyla gayri maddi malvarlığı değeri niteliğinde kabul edilen nama yazılı menkul kıymetler bakımından, ya ortaklık statüsüne tabi olarak hak sahipliği sicilinin bulunduğu veya ihraççının tabi olduğu yerde ya da borç statüsüne tabi olarak temel borç ilişkisinin tabi olduğu yerde geçerli olan milli hukuk kurallarının kontrolü altındadır ve böylece işlem güvenliğini ve taraf menfaatini bu hukuklara bağlanması tesis etmektedir⁶⁸.

Ancak birinci bölümde de ayrıntısıyla incelediğimiz üzere, aracılaştırılmış sistemde, menkul kıymet işlemlerinde menkul kıymetlerin bağlandıkları senetlerin dolaşımı hareketsizleştirme veya kaydileştirme yöntemleriyle bertaraf edilmiş ve bunların yerini elektronik veri tabanları üzerine kurulu elektronik (kaydi) saklama ve takas sistemleri almıştır. Dolayısıyla menkul kıymet işlemlerinde artık senetlerin bir fonksiyonu kalmamıştır.

Bunun yanı sıra bu (kaydi) saklama ve takas sistemleri, her ülkede CSD ve ayrıca milletlerarası menkul kıymet ticareti bakımından önem arz eden ICSDlerin kurulması ve hareketsizleştirilmiş menkul kıymetlerin muhafazası ile kaydileştirilmiş menkul kıymetlerin kayıt altına alınması ve izlenmesi faaliyetlerinin bu merkezi saklama kuruluşları bünyesinde toplanması ile merkezileştirilmiş ve bu merkezi sistemlere erişim, belirli aracı kurumlarla sınırlandırılmıştır.

Dahası, yine birinci bölümde belirttiğimiz üzere, günümüzde milletlerarası menkul kıymet işlemlerinin yoğunlaştığı milletlerarası saklama ve takas hizmeti veren Clearstream, Euroclear ve DTC gibi saklama ve takas sistemleri; havuz hesaplarda

⁶⁸ Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1190; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.68 s. 28; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 160 § 7.38; Ooi, Intermediated Securities, s. 222.

toplu saklama esasına dayalı şeffaf olmayan sistem ve hak sahipliğinin sadece menkul kıymet hesabını yürüten ilgili aracı kuruma karşı ileri sürülebildiği dolaylı hak sahipliği sistemi modelinde hizmet vermektedir⁶⁹. Ayrıca şeffaf sistemi benimseyen Türkiye, Finlandiya ve İsveç gibi ülkelerde de, yabancı aracı kurumların bu ülkelerin CSDleri nezdinde hak sahibi bazında izlenmeyen, havuz hesaplar açmaları mümkün kılınmıştır⁷⁰.

Toplu saklama modelinin uygulandığı dolaylı hak sahipliğini benimseyen bu takas sistemlerinde, nihai hesap sahibi yatırımcı, ne ihraççının hak sahipliği sicilinde veya kayıtlarında hak sahibi olarak görünmekte ne de menkul kıymetlerin basıldıkları belgelerin doğrudan zilyetliğine sahip bulunmaktadır. Hesap sahipleri, sahip oldukları hakları sadece kendilerinden bir üst kademede bulunan ilgili aracı kuruma karşı ileri sürebilmektedir ve menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğine ilişkin olarak ne ihraççının kayıtlarında ne söz konusu merkezi saklama ve takas sisteminde ne de yatırımcının doğrudan sözleşmesel ilişki içerisinde bulunduğu menkul kıymet hesabını sağlayan ilgili aracı kurum haricindeki bir başka aracı kurumda herhangi bir bilgi ve kayıt yer almamaktadır⁷¹.

Bu çerçevede bu sistemlerde örneğin, aynı aracı kurumun müşterisi olan yani aynı aracı kurumda menkul kıymet hesabı bulunan iki yatırımcı arasında bir devir veya rehin hakkı tesisi işlemi, sadece ilgili aracı kurumun bilgisayar kayıtlarında kaydi olarak alacaklandırma ve borçlandırma girişleri ile gerçekleştirilmekte; ne en üst kademede yer alan milli veya uluslararası merkezi saklama kuruluşuna depolanmak suretiyle hareketsizleştirilmiş senetler yerlerinden kıpırdatılmakta ne de ihraççının hak sahipliği kayıtlarında herhangi bir değişiklik yapılmaktadır. İhraççı veya ilgili aracı kurumdan daha üst kademede yer alan herhangi bir başka aracı kurum bakımından işlem konusu menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğine ilişkin olarak

⁶⁹ Şeffaf olmayan sistemler hakkında bilgi için bkz. Yukarıda, s. 35. Dolaylı hak sahipliği sistemi hakkında bilgi için bkz. Yukarıda, s. 54.

⁷⁰ Şeffaf sistemler hakkında bilgi için bkz. Yukarıda, s. 38. Türk hukukunda MKK sisteminde toplu saklama imkanı hakkında bkz. Yukarıda, s. 86.

⁷¹ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 52-53 § 3.04-3.05; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.21 s. 15; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 18 Int. 38. Ayrıca bkz. Yukarıda, s. 35.

hiçbir değişiklik yaşanmamaktadır⁷². Bu nedenlerle de, bir yatırımcının menkul kıymet hesabında bulunan menkul kıymetlere ilişkin hakları ile ilgili olarak bir karşı hak iddiasında bulunan örneğin, bu menkul kıymetler üzerinde rehin hakkı olduğunu iddia eden bir yatırımcı veya bir alacak iddiası ile hesap sahibi yatırımcının menkul kıymet hesabına karşı bir icra takibi başlatan bir alacaklı bu iddiasını sadece ve sadece menkul kıymet hesabının bulunduğu ilgili aracı kuruma karşı ileri sürülebilecektir. Zira daha üst kademedeki bulunan bir aracı kuruma veya ihraççıya karşı ileri sürmek istediği takdirde alacağı cevap söz konusu yatırımcının talep konusu menkul kıymetlere ilişkin haklarına dair takip ve talep edilebilecek herhangi bir kaydın bulunmadığı olacaktır⁷³.

Netice itibariyle dolaylı hak sahipliği modelinin ve şeffaf olmayan sistemin hakim olduğu milletlerarası aracılaştırılmış elde tutma sisteminde yatırımcılar, menkul kıymetleri, geleneksel sistemdeki gibi zilyetliğin iktisabı veya ihraççının hak sahipliği siciline tescil ile değil, aracı kuruluşlar nezdinde açılan menkul kıymet hesaplarına yapılan alacaklandırma veya borçlandırma kayıtları ile iktisap etmekte, elinde tutmakta ve tasarruf etmekte ve ayrıca yatırımcının sahip olduğu menkul kıymetler üzerindeki haklarını sadece ilgili aracı kurumdaki menkul kıymet hesaplarındaki kayıtlar ispat etmektedir.

Dolayısıyla milletlerarası aracılaştırılmış elde tutma sistemlerinde, nihai hesap sahibi yatırımcının, menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliği, geleneksel elde tutma sisteminin aksine, işlem sırasında senedin bulunduğu yerde senedin zilyetliğinin kimde olduğunun tespiti ile veya ihraççının veya merkezi saklama kuruluşunun hak sahipliğine ilişkin kayıtlarının incelenmesi ile doğrulanamamaktadır. Yani hak sahipliği bu yerlerde aleniyet kazanmamaktadır.

⁷² Goode, Dematerialised and Immobilised Securities, s. 112 vd.; Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 53 § 3.05; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.22 s. 15. Ayrıca bkz. Yukarıda, s. 35.

⁷³ Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.69 s. 28; Goode, Kanda, **Kreuzer, Hague Explanatory Report**, s. 18 Int. 38.

Bu bağlamda da, yatırımcının menkul kıymet hesabına alacaklandırılmış menkul kıymetlere ilişkin olarak sahip olduğu hakların sadece doğrudan sözleşmesel ilişkide bulunduğu ve ona menkul kıymet hesabını sağlayan ilgili aracı kurumun kayıtlarında yer aldığı bu sistemde, yatırımcının aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğini ilgilendiren ve etkileyen ihtilafların, ihraççının veya hak sahipliği sicilinin tabi olduğu veya menkul kıymetlerin bağlandıkları senet veya senetlerin buldukları yer hukuklarına tabi tutulması, en temel kanunlar ihtilafı prensiplerinden birisi olan bir malvarlığı değeri üzerindeki hak sahipliğine ilişkin tasarrufların o malvarlığı değerine ilişkin taleplerin ileri sürülebileceği ve mahkeme kararlarının icra edilebileceği yer hukukuna tabi olması prensibine aykırılık teşkil etmektedir.

İşte aracılaştırılmış sistemde, menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliği, senedin bulunduğu veya ihraççının tabi olduğu hukuka göre veya ihraççının hak sahipliği sicilinin bulunduğu yerde aleniyet kazanmadığından, bu sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin milletlerarası nitelikli hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun *lex cartae sitae* ve *lex societatis* 'e tabi tutulması, bu bağlama kurallarının tercih edilmesine ilişkin gerekçelere ve korunmak istenen işlem ve piyasa güvenliğinin korunması menfaatlerine uygun düşmemektedir⁷⁴.

2. Uygulamada Karşılaşılan Sorunlar

Aracılaştırılmış sistem dahilindeki milletlerarası menkul kıymet işlemlerinden kaynaklanan hak sahipliğine ilişkin meselelerde uygulanacak hukukun, ihraççının veya hak sahipliği sicilinin veya menkul kıymetlerin bağlandığı senet veya senetlerin bulunduğu yerin tespitini gerektiren *lex societatis* ve *lex cartae sitae* gibi geleneksel bağlama kurallarına göre belirlenmesi, teorik olarak milletlerarası özel hukuk prensiplerine uygun düşmediği gibi, uygulamada da pek çok soruna ve zorluğa sebep olmaktadır. Zira yukarıda da belirttiğimiz üzere, aracılaştırılmış sistemde uygulanacak hukukun bu bağlama kurallarına göre tespit edilebilmesi, ihtilaf konusu

⁷⁴ Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1295 § 22-043, 1366§ 24-071; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 160 § 7.38; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.69 s. 28-29; Goode, Kanda, Kreuzer, Hague Explanatory Report, s. 18 Int. 39; Ooi, Intermediated Securities, s. 220.

aracılaştırılmış menkul kıymetlerin sistem dahilinde saklanması faaliyetinde devreye giren tüm aracı kurumların bulunduğu kademelerin “gözden geçirilmesi”ni gerektirmektedir.

Şöyle ki, geleneksel bağlama kuralları ile aracılaştırılmış sistemde uygulanacak hukukun tespit edilebilmesi için bir yatırımcının veya onun hukuk danışmanının öncelikleşme konu aracılaştırılmış menkul kıymetlerin hukuki niteliğini ve buna bağlı olarak hangi formda ihraç edildiklerini ve hangi türde olduklarını tespit etmesi gerekmektedir. Bundan kasıt menkul kıymetlerin bir belgeye bağlanmış biçimde mi yoksa kaydileştirilerek mi ihraç edilmiş olup olmadığının tespiti. Ayrıca bir belgeye bağlanmış şekilde ihraç edilmiş ise menkul kıymetler, bu belgenin kıymetli evrak niteliğinde olup olmadığının da tespiti gerekmektedir. Zira yukarıda incelediğimiz üzere, uygulanacak hukukun tespitinde kullanılacak bağlama kuralı, aracılaştırılmış menkul kıymetin hukuki nitelendirilmesine bağlı olarak değişmektedir⁷⁵. Uygulamada ise piyasa aktörleri, aracılaştırılmış sistemde menkul kıymetlerin ihraç edildikleri form operasyonel olarak hiçbir önem arz etmediğinden, çoğunlukla bu bilgiye sahip değillerdir⁷⁶.

Menkul kıymetlerin ihraç edildikleri form ve türleri ve buna bağlı olarak menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin hukuki niteliği, eğer tespit edilebilirse, tespit edildikten sonra, bunlar kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmış iseler *lex cartae sitae*'nin belirlenebilmesi için; bu senetlerin buldukları yerin, yani hangi depolama kuruluşunda depolandıklarının tespiti gerekmektedir. Uygulamada, ulusal ve uluslararası merkezi saklama kuruluşları, ihraç edilen menkul kıymet senetlerini çoğu zaman kendi buldukları ülkeden farklı ülkelerde bulunan, anlaşmalı oldukları depolama kuruluşlarındaki kasalarda saklamaktadırlar. Örneğin Brüksel’de bulunan Euroclear ve Lüksemburg’da bulunan Clearstream, muhafaza işi için genellikle Londra’da bulunan depolama kuruluşlarını kullanmaktadırlar. Euroclear ve Clearstream bakımından bu bilinmekle birlikte, diğer merkezi saklama kuruluşları

⁷⁵ Bkz. Yukarıda, s. 35.

⁷⁶ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 53 § 3.04; Dicey, Morris, Collins, op. cit., § 24-07. s. 1366

bakımından anlaşmalı oldukları depolama kuruluşlarının nerede olduğunun tespiti başlı başına zor bir iştir. Zira yatırımcıların, kendi menkul kıymet hesaplarının bulunduğu aracı kurumdan daha üst kademedeki bulunan aracı kurumların söz konusu menkul kıymetlerle ilgili bilgilerine ulaşmaları, hesapların gizliliği prensibi sebebiyle, çok zordur⁷⁷.

Ayrıca aynı ihraca ait aynı türdeki senetler her zaman aynı depolama kuruluşunda saklanmamaktadır. Örneğin; bir aracılaştırılmış saklama zincirinde, aynı ihraca ait aynı türden toplamda 1000 adet basılmış menkul kıymet senetlerinin 500 adedi veya 500 adedi temsil eden jumbo senet, aynı saklama zincirinde bulunan bir uluslararası saklama kuruluşunun kullandığı depolama kuruluşunun kasasında, kalan 500 adedi veya 500 adedi temsil eden jumbo senet ise yine aynı saklama zincirindeki bir ulusal merkezi saklama kuruluşunun kasasında bulunabilir. Bu durumda menkul kıymet hesabında bulunan ve işleme konu olan menkul kıymetlerin, farklı ülkelerde bulunan bu depolama kuruluşlarındaki misli nitelikteki senet yığınlarından veya senetlerden hangisine ait olduğunun hukuken mümkün değildir. Bu durumda örneğin hesaptaki menkul kıymetler üzerinde rehin hakkı tesis edecek bir rehin alan yatırımcı, işlem konusu menkul kıymetlerin dayanak varlığı olan menkul kıymet senetlerinin dağıldığı her ülkenin milli hukuku uyarınca öngörülen şartları inceleyip yerine getirmek durumunda kalacaktır⁷⁸.

Menkul kıymet hesabına alacaklandırılmış işlem konusu menkul kıymetler, kaydileştirilerek kaydi formda ihraç edilmiş iseler veya devirleri için mutlaka hak sahipliği siciline tescil gerekiyor ise; bu durumda da daha en baştan bağlanma kuralının, ihraççının tabi olduğu yer hukuku mu yoksa hak sahipliği sicilinin veya kayıtlarının tutulduğu yer hukuku mu olduğunun öncelikle belirlenmesi

⁷⁷ Benjamin, **Interests in Securities**, s. 162 § 7.44; Rogers, Revised UCC Art. 8, s. 1459.

⁷⁸ Guynn, **Modernizing Securities Ownership**, s. 27; Guynn, **Marchand, Transfer or Pledge of Securities**, s. 53 § 3.05; Austen-Peters, *op. cit.*, s. 198; James Steven Rogers, "Conflicts of Laws for Transactions in Securities Held Through Intermediaries" (**Securities Held Through Intermediaries**), Research Paper 80, September 28, 2005, s. 18, (Çevrimiçi) <http://ssrn.com/abstract=815005>, 12 Kasım 2013, (Also; 39 **Cornell Int. Law Journal**, 2006, pp. 285-328); James Steven Rogers, "Of Normalcy and Anomaly: Thoughts on Choice of Law for the Indirect Holding System" (Indirect Holding System), in **Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Journal of International Banking and Financial Law Special Supplement**, September 1998, London, s. 47-51.

gerekmektedir. Yukarıda açıkladığımız üzere her milli hukuk bu konuda farklı bir yaklaşım benimsediğinden sorunun cevabı hangi ülke mahkemelerinin yetkili olacağına göre değişecektir⁷⁹.

Yatırımcının bu sorunun cevabını bulduğunu varsaysak dahi, senede bağlanmış menkul kıymetlerde olduğu gibi; kaydileştirilmiş menkul kıymetler birden fazla merkezi saklama kuruluşunun kayıtlarına ihraç edilmiş olabilir veya ihraççının birden fazla hak sahipliği sicili bulunabilir. Bu durumda yine işleme konu olan menkul kıymetlerle, bir kaydi ihraç veya bir hak sahipliği sicili arasında aidiyet ilişkisi kurulması hukukten mümkün gözükmemektedir⁸⁰.

Ayrıca ihraççının tabi olduğu ülke hukukunun baplama kuralı olarak kabulü halinde de, her ne kadar bu yerin tespiti daha kolay gibi gözükse de; günümüzde menkul kıymet işlemleri genellikle farklı ülkelerin hukukuna tabi ihraççılar tarafından ihraç edilmiş ve çeşitli form ve türdeki menkul kıymetlerden oluşan uluslararası menkul kıymet portföylerini konu edinmektedir. Bu şekilde bir uluslararası menkul kıymet portföyünün devri veya üzerinde rehin hakkı tesis edilmesi durumunda işlemin tarafları öncelikle, portföyde bulunan her bir menkul kıymetin hangi formda ihraç edildiğini tespit etmek durumunda kalacak ve bağlanma kuralı ihraççının tabi olduğu hukuk da olsa, hak sahipliği sicilinin veya kayıtlarının tutulduğu yer hukuku veya senetlerin bulunduğu yer hukuku da olsa aynı işleme birbirinden farklı milli hukukların uygulanması söz konusu olacaktır. Bu durumda devralan veya teminat alan yatırımcı, bu milli hukukların her birinde öngörülen şartları yerine getirmek zorunda kalacaktır⁸¹.

Bunların yanı sıra, özellikle bir menkul kıymet portföyü üzerinde teminat hakkı sağlanmasına yönelik sözleşmelerde, genellikle portföyde yer alan menkul

⁷⁹ Bkz. Yukarıda, s. 69 vd.

⁸⁰ Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.70 s. 29; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 18 Int. 38; Ooi, Intermediated Securities, s. 221.

⁸¹ Guynn, Modernizing Securities Ownership, s. 27; Benjamin, **Interests in Securities**, s. § 7.44 162; Austen-Peters, op. cit., s. 204; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.70 s. 29; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 18 Int. 38; Ooi, Intermediated Securities, s. 221.

kıymetlerin başka menkul kıymetler ile değiştirilmesine yani ikameye izin verildiğinden, böyle bir sözleşmede teminat hakkına uygulanacak hukukun gözden geçirme yaklaşımı ile ihraççının tabi olduğu hukuka (*lex societatis*), hak sahipliği sicilinin veya merkezi kayıtların bulunduğu yer hukukuna veya senetlerin bulunduğu yer hukukuna (*lex cartae sitae*) göre belirlenmesi halinde, uygulanacak hukukun devamlı olarak değişmesi ihtimali söz konusu olacaktır. Bu durumda her bir ikame sonrasında yeni katılan menkul kıymetler bakımından teminat alanın uygulanacak hukuku belirleyebilmek için tekrar araştırma yapılması gerekecektir⁸².

Aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun; geleneksel sistem için benimsenmiş ve elde tutma zincirinden yukarıya doğru her bir kademenin tahlil edilmesini gerektiren *lex cartae sitae*, *lex societatis* veya hak sahipliği sicilinin veya kayıtlarının bulunduğu yer hukukuna bağlanılmasını öngören bağlama kuralları ile belirlenmesinde yaşanan sorunların bir örnekle tasviri meseleyi daha iyi somutlaştıracaktır.

Örneğin; Türk hukukuna tabi bir şirket olan yatırımcı (T)'nin, Alman hukukuna göre kurulmuş ve idare merkezi Almanya olan ve dolayısıyla Alman hukukuna tabi bir aracı kurum olan (A) nezdindeki menkul kıymet hesabında tuttuğu uluslararası menkul kıymet portföyünde; Lüksemburg hukukuna tabi Clearstream International aracılığı ile elde tutulan ve Clearstream Bankası Frankfurt'un Frankfurt'taki kasasında saklanan hamiline yazılı global senede bağlanmış Alman Devlet tahvillerinin; Hazine/Rezerv Borç Veri Tabanı Sistemi'ne (Treasury/Reserve Automated Debt-Entry System-TRADES) kayıtlı ve Amerikan Merkez Bankası tarafından yönetilen ABD tarafından ihraç edilmiş kaydileştirilmiş devlet tahvillerinin; İspanya Merkezi Takas ve Saklama Kuruluşu IBERCLEAR aracılığı ile elde tutulan ve IBERCLEAR'ın bir temsilcisi adına kayıtlı İspanyol hukukuna tabi bir ihraççı şirkete ait kaydileştirilmiş nama yazılı ortaklık paylarının ve yine Clearstream International aracılığı ile elde tutulan, Alman Menkul Kıymetler

⁸² Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, s. 60 § 3.16; Benjamin, **Interests in Securities**, s. 162 § 7.44; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 18 Int. 38; Ooi, **Intermediated Securities**, s. 221.

Borsası'na listelenmiş ve Clearstream Bankası Frankfurt'un Frankfurt'taki kasasında saklanan İtalyan hukukuna tabi bir şirkete ait senede bağlanmış pay senetlerinin bulunduğunu varsayalım. Alman hukukuna tabi aracı kurum (A)'nın da tüm bu pozisyonları, Clearstream International nezdindeki havuz müşteri hesabında elinde tuttuğunu varsayalım. Türk yatırımcı (T)'nin söz konusu menkul kıymet portföyü üzerinde, kredi karşılığında, İngiliz hukukuna tabi bir İngiliz Bankası (İ) lehine rehin hakkı tesisine ilişkin olarak İngiliz hukukuna tabi bir anlaşmaya girişmesi halinde, geçerli ve üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilir bir rehin hakkına kavuşmak isteyen İngiliz Bankası (İ)'ye, bu konuda herhangi bir uyuşmazlık Türk mahkemelerinin önüne geldiğinde hangi hukukun uygulanacağı konusunda net bir hukuki görüş bildirmek mümkün değildir⁸³.

Zira öncelikle yukarıda belirttiğimiz üzere, Türk mahkemelerinin Alman aracı kuruluş (A) nezdindeki menkul kıymet hesabında tutulan menkul kıymet portföyüne ilişkin olarak Türk şirketi (T)'nin sahip olduğu hakkın hukuki niteliğini belirlemesi gerekecektir. Bu nitelendirmenin, hangi hukuka göre yani *lex fori*'ye mi yoksa aracı kurum ile yatırımcı arasındaki sözleşmenin tabi olduğu hukuka göre mi yapılacağı belirsizdir⁸⁴. Üstelik nitelendirme yapılırken, portföyde bulunan her bir menkul kıymet bakımından örnekte verdiğimiz ancak uygulamada bilinmeyen ve çoğu zaman da bilinmesi mümkün olmayan menkul kıymetlerin hangi formda ihraç edildiğine ve ne tür bir menkul kıymet olduğuna dair bilgilere ulaşılması gerekecektir. Bu bilgilere ulaşıp nitelendirme yapılırsa dahi; bu defa da, menkul kıymetler, kıymetli evrak niteliğinde senetlere bağlanmış ise bunların fiziken nerede tutulduğuna; kıymetli evrak niteliğinde senetlere bağlanmamış ise bunlara ilişkin hak sahipliği sicilinin veya merkezi kaydın nerede bulunduğuna veya ihraçının hangi hukuka tabi olduğuna dair tüm saklama sisteminin gözden geçirmek suretiyle bir araştırma yapılması gerekecektir.

⁸³ Bu örnek hazırlanırken Richard Potok'un örneğinden yararlanılmıştır. Bkz. Richard Potok, "The Fact Patterns and Questions for Consideration" (Fact Pattern) in **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, General Editor: Richard POTOK, Butterworths, 2002, s. 49-51.

⁸⁴ Bkz. Yukarıda, s. 121.

Portföyde bulunan her bir menkul kıymet bakımından bu araştırmaların yapılmasının çok büyük zaman kaybına ve masrafa yol açacağı aşıkardır. Bu masraflar ve belirsizliğin yarattığı risk de kredi maliyetlerine yansımakta ve dolayısıyla piyasada likidite sorunu doğmaktadır. Ayrıca kredi ve likidite riski, fazlaca iç içe geçmiş milletlerarası menkul kıymet piyasalarında “sistemik riski”⁸⁵ de arttırmaktadır⁸⁶.

İşte geleneksel sisteme uyumlu, menkul kıymetler için öngörülen klasik kanunlar ihtilafı kurallarının, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına uygulanmasında karşılaşılan hem teorik hem pratik sebepler, aracılaştırılmış menkul kıymetler için aşağıda incelenecek olan yeni ve modern bağlama kurallarının geliştirilmesini gerekli kılmıştır.

⁸⁵ “Sistemik risk” (*systemic risk*), bir piyasa katılımcısının piyasa işlemlerinden kaynaklanan edim yükümlülüklerini yerine getiremeyerek bağlantılı olduğu diğer piyasa katılımcılarının da kendi edim yükümlülüklerini yerine getirememesine sebep olması ve finansal istikrarın bozulması riski olarak tanımlanmaktadır. Bu risk aracılaştırılmış elde tutma sisteminde aracı kurumların elektronik takas sistemleri ile birbirlerine bağlanmış ve adeta iç içe geçmiş olmalarından ötürü artmaktadır. Daha spesifik olmak gerekirse, finansal piyasaların konsolide olması ile daha az sayıdaki piyasa katılımcısının piyasanın daha büyük bir kesimini temsil etmesi ve global piyasaların entegre olması ile piyasalardaki her bir katılımcının birbiri ile bağlantılı tek bir piyasa ağının bir parçasını oluşturması, sistemik riski daha da belirgin hale getirmektedir. Özellikle milletlerarası menkul kıymet işlemlerinde oynadıkları merkezi rol sebebiyle CSD ve ICSD’ler sistemik riske karşı diğer piyasa katılımcılarına nazaran çok daha hassas bir pozisyondadırlar. Bkz. BIS-Cross-Border Securities Settlements, s. 41-45; CPSS/IOSCO Recommendations s. 42; Goode, Dematerialised and Immobilised Securities, s. 108; Benjamin, Yates, Montagu, op cit., § 8.17 s. 146; Benjamin, Post-Trade Infrastructure, s. 130; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 3-4 Int-3, Int-4; Haentjens, op. cit., s. 18; Ooi, **Shares**, § 6.16 s. 93; Chun, op cit, s. 28.

⁸⁶ Guynn, Marchand, Transfer or Pledge of Securities, § 3.21 s. 64 vd.; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.71 s. 29.

IV. ARACILAŞTIRILMIŞ SİSTEMDE MENKUL KIYMETLERE İLİŞKİN MİLLETLERARASI NİTELİKLİ HAK SAHİPLİĞİ İHTİLAFLARINA UYGULANACAK HUKUKUN BELİRLENMESİNDE MODERN YAKLAŞIM

A. Genel Bilgi

Geleneksel elde tutma sisteminin yapısına ve ihtiyaçlarına göre geliştirilmiş *lex cartae sitae* veya *lex societatis*'e bağlanmayı öngören klasik bağlama kurallarının; aracılaştırılmış sistemde, “gözden geçirme yaklaşımı” ile uygulanmasının gerek teoride milletlerarası özel hukuk hakkaniyetinin tesisi bakımından gerekse uygulamada hem hak sahipliğinin hukuki niteliğinin belirlenmesi hem de bağlama kuralında gösterilen hukukun bulunması bakımından yarattığı sorunlar, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetler için tamamen yeni bir kanunlar ihtilafı yaklaşımının ve bağlama kuralının formüle edilmesini gerekli kılmıştır.

Bu bağlamda, aracılaştırılmış sistemin yapısına ve gerçeklerine daha uygun, piyasalarda arzulan belirliliği ve öngörülebilirliği sağlayacak ve dolayısıyla gerek işlem güvenliğini gerekse taraf menfaatini daha etkin bir biçimde gözetecek, gözden geçirme yaklaşımını kesin olarak reddeden yeni bir kanunlar ihtilafı yaklaşımı arayışına girişilmiştir.

Gerek milli hukuklarda gerek AB hukukunda ve gerekse milletlerarası belgelerde aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarının tabi olacağı bağlama kurallarına yönelik düzenlemelerde en çok kabul gören yaklaşım; uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımı olmuştur. (*Place of Relevant Intermediary Approach-PRIMA*) olmuştur.

Buna göre, aracılaştırılmış sistemde tutulan menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarında uygulanacak hukukun belirlenmesinde kullanılacak bağlama kuralı; elde tutma (saklama) zincirinin aşağıdan yukarıya her bir kademesinin gözden geçirilmesini gerektirmeyecek yapıda, sadece işlem konusu menkul kıymetlerin alacaklandırıldığı ilgili menkul kıymet hesabını sağlayan ve yürüten ilgili aracı kurumun bulunduğu kademedeki faktörleri dikkate alan bir bağlama kuralı olmalıdır.

Aşağıda bu yaklaşım çerçevesinde önerilen bağlama kuralları etraflıca incelenecektir.

B. Uygulanacak Hukukun İlgili Aracı Kurumun Aracılaştırılmış Sistemde Bulunduğu Kademeye Göre Belirlenmesi Yaklaşımı (*Place of Relevant Intermediary Approach-PRIMA*)

Aracılaştırılmış elde tutma sisteminin yapısı ve işleyişi ve bu sistemde menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına uygulanmak üzere kabul edilecek bağlama kuralının işlemin mevcut ve muhtemel taraflarınca önceden belirlenebilir ve öngörülebilir bir şekilde dizayn edilmesi gerekliliği göz önünde bulundurularak doktrinde; uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımı (PRIMA) geliştirilmiştir⁸⁷.

PRIMA olarak kısaltılmış bir şekilde ifade edilen ve uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesini öngören bu yaklaşımın temel prensibi; aracılaştırılmış sistemde uygulanacak hukukun belirlenmesinde sadece elde tutma (saklama) zincirinde ilgili menkul kıymet hesabını sağlayan ve ona ilişkin kayıtları izleyen “ilgili aracı kurum”⁸⁸un bulunduğu kademedeki, yani menkul

⁸⁷ Bu kavram ve kısaltması ilk defa, “Teminat ve Kanunlar İhtilafına İlişkin Oxford Kolokyumu”nda (Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws) tartışılmış ve geliştirilmiştir. Bkz. The Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, A Special Supplement to Butterworth’s Journal of International Banking and Financial Law, September 1998. Ayrıca bu Kolokyum’dan önce de bazı yazarlar bu isimle olmasa da, “ilgili aracı kurumun bulunduğu yer”in bağlama kuralı olarak esas alınması gerektiğini önermiştir. Bkz. Joanna Benjamin, “Custody: An English Law Analysis”, **Butterworths Journal of International Banking and Financial Law**, Vol. 9, 1995, s. 188; Guynn, Modernizing Securities Ownership, s. 33-34.

⁸⁸ “İlgili aracı kurum” kavramı için bkz. Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu (m. 1(1)(g)); Cenevre Menkul Kıymetler Konvansiyonu (m. 1(1)(g)). Ayrıca bkz. Yukarıda, s. 40 dn. 104.

kıymet hesabı sahibi tarafından bakıldığında, elde tutma zincirindeki ilk aracı kurumun bulunduğu kademedeki faktörlerin dikkate alınmasıdır⁸⁹.

Bu yaklaşıma göre, aracılaştırılmış sistemde hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun belirlenmesi bakımından amaçlanan muayyeniyet ve öngörülebilirliğin sağlanabilmesi için, uygulanacak hukukun belirlenmesinde; hesap sahibine menkul kıymet hesabını sağlayan ilgili aracı kurumun bulunduğu kademedeki yukarıya doğru elde tutma zincirinin gözden geçirilmesini gerektirmeyecek bir bağlama kuralının ihdas edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği meselelerinde uygulanan ve aracılaştırılmış sisteme uygulandığında gözden geçirme yaklaşımını zorunlu kılan klasik bağlama kuralları olan, *lex cartae sitae* ve *lex societatis*'in yerine yeni bir bağlama kuralı getirilmeli ve bu bağlama kuralı uyarınca, menkul kıymetlerin fiziki olarak buldukları yer, ihraççılar bakımından kayıtlarının tutulduğu yer veya ihraççıların tabi olduğu hukuk hiç bir surette dikkate alınmamalıdır⁹⁰.

Gerçekten de, aracılaştırılmış sistemde hak sahipliği ihtilaflarında uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımı, yani PRIMA, gözden geçirme yaklaşımı ile karşılaştırıldığında uygulanacak hukukun belirlenmesinde çok daha kolay ve öngörülebilir bir yöntem sunmaktadır.

Öncelikle; uygulanacak hukukun ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye göre belirlenmesi esas alındığında; menkul kıymet hesabına alacaklandırılmış menkul kıymetlerin hangi formda veya hangi tür olduğuna ilişkin herhangi bir araştırma yapılmasına gerek kalmamaktadır. Uygulanacak hukukun, menkul kıymet hesabının dayanak varlığı olan menkul kıymetler dikkate alınmaksızın belirlenmesi,

⁸⁹ Richard Potok, “The Hague Securities Convention: Closer and Closer to A Reality” (Hague Securities Convention), **Journal of Banking and Finance Law and Practice**, Volume 15, 2004, p. 204. Available at (Çevrimiçi) <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/686FE394-6110-4D7E-92D159CBEAB20B6C/2082/potok.pdf>, 12 Kasım 2013, s. 61; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 25; Guynn, Modernizing Securities Ownership, s. 35; Benjamin, **Interests in Securities**, § 7.38 s. 158; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.72 s. 29; Ooi, **Shares**, § 7.69 s. 126; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 19 Int. 41.

⁹⁰ Potok, Hague Securities Convention, s. 61; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 25; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 19 Int. 41.

aracılaştırılmış sistemin işleyişi ile de uyumludur. Zira bu sistemde menkul kıymetler hangi formda ihraç edilmiş olurlarsa olsunlar, tüm işlemler kaydi olarak menkul kıymet hesapları üzerinden gerçekleştirilmektedir.

Bunun yanı sıra hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun, ilgili aracı kurumun bulunduğu kademedeki faktörlerin dikkate alınarak belirlenmesi yaklaşımı, yukarıda incelediğimiz, aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğinin hukuki niteliğinin, yani bağlama konusunun nitelendirilmesinin, hesap sahibi ile ilgili aracı kurum arasındaki hukuki ilişkinin tabi olduğu hukuka göre nitelendirilmesi yaklaşımı ile de uyum arz etmektedir⁹¹. Bu yaklaşımın kabulü halinde, hem hak sahipliğinin hukuki niteliğinin belirlenmesinde hem de hak sahipliğine ilişkin ihtilafa uygulanacak hukukun belirlenmesinde sadece ilgili aracı kurumun bulunduğu kademedeki faktörler dikkate alınmış olmakta ve böylece uygulanacak hukukun tespitinde işlemin tarafları açısından tam bir öngörülebilirlik sağlanmış olmaktadır⁹².

Uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımının en önemli avantajı ise, kendisini uluslararası menkul kıymet portföylerine ilişkin işlemlerde göstermektedir. Menkul kıymet hesabında uluslararası nitelikte bir menkul kıymet portföyü bulunduran hesap sahibinin, bu menkul kıymetlere ilişkin tüm hak ve menfaatleri ve bunlara ilişkin tasarruflar neticesinde ortaya çıkan hak sahipliğine ilişkin tüm ihtilaflar, bu portföyün dayanak varlıkları olan menkul kıymetlerin ihraççıları, hak sahipliği sicilleri, kayıtları, bağlandıkları senetler veya ilgili aracı kurumdan daha üst kademede bulunan herhangi başka bir aracı kurum, birbirlerinden farklı ülkelerde bulunsa da veya farklı ülkelerin hukuklarına tabi olsalar da; bu faktörlerin hiçbirisi dikkate alınmaksızın, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenecek tek bir hukuka tabi

⁹¹ Bkz. Yukarıda, s. 121.

⁹² Nitekim, hem UCC § 8’de (bkz. Aşağıda, s. 157) hem Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu’nda (bkz. Aşağıda, s. 169) aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin hukuki niteliğinin tabi olduğu hukuk ile hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukuk aynı bağlama kuralına tabi kılınmıştır.

olacaktır. Dolayısıyla işlemin tarafları önceden, yeterli bir kesinlikle ve gereksiz masraflara katlanmaksızın uygulanacak hukuku belirleme imkanına sahip olacaktır⁹³.

Uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımı, esas itibariyle, bağlama kuralının formüle edilmesinde, gözden geçirme yaklaşımının aksine, menkul kıymet hesaplarına alacaklandırılan menkul kıymetlerin dayanak varlıkları ve ihraççı ile yatırımcı arasındaki ilişkiyi değil, hesap sahibi ile o hesap sahibine menkul kıymet hesabını sağlayan ilgili aracı kurum arasındaki ilişkiyi esas alan bir yaklaşımdır. Bu nedenle, bu yaklaşım gerçekten de, aracılaştırılmış sistemin işleyişi ile uyumludur. Bu sebeple, uluslararası doktrinde kanunlar ihtilafı alanında, uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımı (PRIMA) büyük kabul görmüştür. Bunun en önemli kanıtı; gerek milli (Örn., Belçika, Lüksemburg, Fransa ve ABD) gerek bölgesel (Avrupa Birliği) gerekse global (Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu) düzeyde, aracılaştırılmış elde tutma sistemi ve bu sistemde elde tutulan menkul kıymetlerle ilgili pek çok kanuni ve hukuki düzenlemede bu yaklaşımın kabul edilmiş olmasıdır⁹⁴.

Şimdi aşağıda, uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımı doğrultusunda önerilen çeşitli bağlama kuralları incelenecektir.

⁹³ Benjamin, **Interests in Securities**, s. 162 § 7.45; Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, s. 31 § 2.77; Potok, Hague Securities Convention, s. 62; Goode, Kanda, Kreuzer, Hague **Explanatory Report**, s. 19 Int. 42.

⁹⁴ Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.72, 2.76 s. 30-31; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 25; Ooi, Intermediated Securities, s. 221.

C. Uygulanacak Hukukun İlgili Aracı Kurumun Aracılaştırılmış Sistemde Bulunduğu Kademeye Göre Belirlenmesi Yaklaşımında Kabul Edilen Bağlama Kuralları

Aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarında uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımı aracılaştırılmış sistemle tam bir uyum içerisindedir. Ancak bu yöntemde de, bu yaklaşımla dizayn edilecek bağlama kuralının, hesap sahibi ile ilgili aracı kurum kademesindeki hangi etken veya etkenlerin baz alınarak formüle edileceğidir.

Başka bir ifade ile uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımında amaç; uygulanacak hukukun, elde tutma zincirinde ilgili aracı kurumun bulunduğu kademededen daha üstteki kademelere gidilmeden belirlenmesi ve “ilgili aracı kurumun hukuku”na bağlanmasıdır. Ancak sorun “ilgili aracı kurumun hukuku”nun ne şekilde, hangi kriter veya kriterlerle belirleneceğidir⁹⁵.

Bu noktada, şu anda uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımını (PRIMA) kabul eden hukuki düzenlemelerde, bu yaklaşıma göre dizayn edilmiş çeşitli bağlama kuralları karşımıza çıkmaktadır. Bunları üç grupta sınıflandırmak mümkündür.

İlki uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımının orijinal formülasyonu olarak karşımıza çıkan ve “hesap yaklaşımıdır” (*account approach*). Buna göre uygulanacak hukuk, esasen *lex rei sitae*'nin gayri maddi malvarlığı değerleri bakımından bir çeşit uyarlaması olan, “hesap yaklaşımı” (*account approach*) olarak adlandırılan ve “menkul kıymet hesabının bulunduğu yer”i esas alan yaklaşımdır. Buna göre uygulanacak hukuk, uyuşmazlık konusu menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğinin alacaklandırıldığı

⁹⁵ Potok, Hague Securities Convention, s. 62; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 25; Haentjens, op. cit., s. 27.

“menkul kıymet hesabının bulunduğu yer hukuku” yani *lex conto sita*edir. Uygulanacak hukuku belirlerken menkul kıymet hesabını esas alan bu bağlama kuralı doktrinde “ilgili hesabın bulunduğu yer yaklaşımı” (*Place of Relevant Account Approach-PRACA*) veya PRIMA Tip I (*Type I PRIMA*) olarak da adlandırılmaktadır⁹⁶. Ayrıca “hesap yaklaşımı”nın da iki tür uygulaması mevcuttur. Bunlardan ilki, menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğinin alacaklandırıldığı menkul kıymet hesabının bulunduğu yeri belirlerken, menkul kıymet hesabının teknik veya operasyonel olarak idare edildiği yere odaklanmaktadır. İkincisi ise, bir menkul kıymet hesabının bu hesabı sağlayan ilgili aracı kurum tarafından idare edildiği ön kabulünden hareket ederek, menkul kıymet hesabının bulunduğu yerin aslında “menkul kıymet hesabı ile ilgili faaliyetleri yürüten aracı kurumun şubesinin veya ofisinin bulunduğu yer” olduğunu kabul etmektedir⁹⁷. Hesap yaklaşımı, aracılaştırılmış menkul kıymetler ve aracılaştırılmış sistem ile ilgili meseleleri konu alan, AB’nin 1998 tarihli “Takas Kesinliği Direktifi” (TKD) (*Settlement Finality Directive*)⁹⁸, 2001 tarihli “Kredi Kurumlarının Yeniden Yapılandırılması ve Tasfiyesi Direktifi” (*Winding-Up Directive*)⁹⁹ ve 2002 tarihli “Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktif”lerinde (*Financial Collateral Directive*)¹⁰⁰ yer alan bağlama kurallarında esas alındığı görülmektedir¹⁰¹. Aşağıda çalışmamızın kapsamı ile daha yakından ilgili olan “Takas Kesinliği Direktifi” ve “Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktif”inde yer alan düzenlemeler çerçevesinde “menkul kıymet hesabının bulunduğu yer hukuku” bağlama kuralı incelenecektir.

Uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımı çerçevesinde önerilen ikinci bağlama kuralı, “hesap yaklaşımı” versiyonundan farklı olarak *lex rei sitae* kuralının etkisinden tamamen

⁹⁶ Potok, Hague Securities Convention, s. 63; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 25 vd.; Haentjens, op. cit., s. 27; Chun, op. cit., s. 372.

⁹⁷ Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 25 vd.; Haentjens, op. cit., s. 37.

⁹⁸ Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems (OJ L 166/45).

⁹⁹ Directive 2001/24/EC of the European Parliament and of the Council of 4 April 2001 on the reorganisation and winding up of credit institutions (OJ L 125/15).

¹⁰⁰ Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements (OJ L 168/43).

¹⁰¹ Potok, Hague Securities Convention, s. 63 vd.; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 26-27; Haentjens, op. cit., s. 27; Chun, op. cit., s. 372; Ooi, Intermediated Securities, s. 222.

sıyrılmış, “hesap anlaşmasında seçilen hukuk yaklaşımı”dır (*agreement/party autonomy approach*). Bu bağlama kuralında hedef, yine uygulanacak hukukun sadece ilgili aracı kurumun bulunduğu kademe dikkate alınarak belirlenmesidir. Ancak hesap yaklaşımından farklı olarak burada uygulanacak hukuk, uyuşmazlık konusu malvarlığı değerinin bulunduğu yere herhangi bir atıf yapılmaksızın belirlenmektedir. Uyuşmazlık konusu malvarlığı değerine veya hesap sahibinin haklarına bir *situs* atfetmek yerine, burada, aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarında, bir çeşit dolaylı hukuk seçimi imkanı verilmektedir. Bu yaklaşım uyarınca, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin işlemlerden kaynaklanan hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukuk, “hesap sahibi ile bu hesabı sağlayan ilgili aracı kurumun hesap anlaşmasında seçtiği hukuk”tur. “Hesap anlaşmasında seçilen hukuk yaklaşımı”, *lex rei sitae*’nin etkisinden tamamen sıyrılmış olmasına ve dolayısıyla malvarlığı değerinin veya ilgili aracı kurumun bulunduğu yer ile uygulanacak hukuk arasında bir ilişki tesis etmemesine rağmen, uygulanacak hukukun belirlenmesinde ilgili aracı kurumun bulunduğu kademede bir etkeni esas alması sebebiyle, uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımını esas alan bir bağlama kuralı olarak görülmekte ve doktrinde PRIMA Tip 2 (*PRIMA Type II*) olarak adlandırılmaktadır. Aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarını, “ilgili aracı kurum ve hesap sahibinin seçtiği hukuk”a tabi tutan bu yaklaşım, ABD Ticaret Kanunu’nun 8. maddesinde benimsenmiştir¹⁰².

Uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımı çerçevesinde önerilen üçüncü bağlama kuralı ise, “hesap yaklaşımı” ve “hesap anlaşmasında seçilen hukuk yaklaşımı”nın bir çeşit karması veya uzlaştırıcısı olarak nitelendirilebilecek bir bağlama kuralıdır. Bu bağlama kuralında, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukukun, uyuşmazlık konusu menkul kıymetlerin kaydedildiği menkul kıymet hesabı sahibi yatırımcı ile bu hesabı sağlayan ilgili aracı kurum tarafından seçilen hukuka tabi olması öngörülmekte; ancak bu seçim imkanı

¹⁰² Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.114 s. 44-45; Potok, Hague Securities Convention, s. 64; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 29; Haentjens, op. cit., s. 27-28.

“Nitelikli Ofis” (*Qualifying Office*) kriteri ile sınırlandırılmaktadır. Başka bir ifade ile, hesap anlaşmasında seçilen hukuk ancak seçilen hukukun ilgili aracı kurumun faaliyetleri ile yeterli bir ilişki taşıyor olması halinde etki kazanmaktadır. Böylesi yeterli bir ilişkinin belirlenebilmesi için de kriter olarak “Nitelikli Ofis” kriteri geliştirilmiştir. Dolayısıyla burada, bağlama kuralı formüle edilirken, bir menkul kıymet hesabına veya aracı kuruma bir *situs*, bir lokasyon atfedilmesi yaklaşımı tamamen terk edilerek; “hesap anlaşmasında seçilen hukuk yaklaşımı” benimsenmiş ve fakat buna objektif bir kriter olan “Nitelikli Ofis” kriteri eklenilerek yeni bir bağlama kuralı oluşturulmuştur¹⁰³. Bu uzlaştırıcı formül, 2006 tarihli “Aracı Kurumda Tutulan Menkul Kıymetlere İlişkin Bazı Haklara Uygulanacak Hukuka Dair Lahey Konvansiyonu” (Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu) (*The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held With an Intermediary-HSC*)¹⁰⁴ tarafından benimsenmiştir.

¹⁰³ Potok, Hague Securities Convention, s. 66; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 3; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 4-5 s. 67.

¹⁰⁴ Anlaşma metni için bkz. (Çevrimiçi) <http://hcch.e-vision.nl/upload/conventions/txt36en.pdf>, 12Kasım 2013.

1. İlgili Menkul Kıymet Hesabının Bulunduğu Yer Hukuku ve Avrupa Birliği Düzenlemeleri

Yukarıda da belirttiğimiz üzere, milletlerarası menkul kıymet ticaretinin hızlı ve etkin bir şekilde gerçekleştirilmesinin önündeki en önemli engellerden birisi olarak, menkul kıymetler üzerinde hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukuku belirleyen bağlama kurallarının belirsizliğinin yarattığı hukuki risk görülmektedir.

Nitekim Avrupa Birliği Komisyonu tarafından kurulan ve Avrupa Birliği'nde finansal entegrasyon ve Avrupa Birliği piyasalarının verimliliğine ilişkin araştırmalar yapan Giovannini Grubu 2001 tarihli raporunda, üye ülkelerin her birinde menkul kıymetlerin saklanması ile ilgili olarak birbirinden oldukça farklı hukuki düzenlemelerin benimsendiği ve Avrupa Birliği'ndeki kliring ve takas sisteminin ileri derecede parçalanmış olduğu sonucuna varmıştır. Raporda Avrupa Birliği dahilindeki bu çarpık yapının en önemli sebeplerinden birisi olarak, aracılaştırılmış sistemde işlem gören menkul kıymetlere ilişkin bir hukuki çerçevenin bulunmaması gösterilmiştir. Aracılaştırılmış sistemde işlem gören menkul kıymetlere ilişkin üye ülkelerde benimsenen hukuki düzenlemelerin farklılığının ve bu farklılığın neden olduğu hukuki problemlerin kendisini en çok menkul kıymetlerin milletlerarası işlemlerde teminat olarak kullanılması hallerinde gösterdiğinin altı çizilmiştir¹⁰⁵.

İşte Giovannini Raporu'nun tavsiyeleri ışığında Avrupa Birliği'nde menkul kıymet piyasalarında etkinliğin ve entegrasyonun sağlanması amacı doğrultusunda, milletlerarası menkul kıymet işlemlerinde karşılaşılan hukuki risklerin azaltılması için çeşitli uyumlaştırma düzenlemeleri kabul edilmiştir. Bunlar arasında çalışmamız bakımından en çok önem arz eden düzenlemeler, Takas Kesinliği Direktifi ve Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi'dir.

Aşağıda bu Direktifler'de yer alan ve milletlerarası menkul kıymet işlemlerinden kaynaklanan hak sahipliği ihtilaflarında "ilgili menkul kıymet hesabının bulunduğu

¹⁰⁵ Giovannini Report 2001, s. 54 vd.

yer hukuku”nu esas alan bağlama kuralları ve bu suretle hesap yaklaşımına ilişkin değerlendirmelere yer verilecektir.

a. AB Takas Kesinliği Direktifi ve İlgili Menkul Kıymet Hesabının Bulunduğu Yer Hukuku

Avrupa Birliği tarafından, ödeme ve menkul kıymet takası sistemlerine ilişkin olarak getirilen ilk hukuki düzenleme, 1998 yılında kabul edilen Takas Kesinliği Direktifi’dir (TKD).

TKD’nin düzenlenme amacı, netleştirme esası ile işleyen ödeme ve menkul kıymet takas sistemlerinden kaynaklanan sistemik riskin ve özellikle sistemin katılımcılarından birinin iflası halinde bu iflasın sistem üzerindeki olumsuz etkilerinin azaltılmasıdır¹⁰⁶.

Bu amaç doğrultusunda TKD; takas sistemine girilen transfer talimatlarının ve netleştirme işlemlerinin kesin ve geri alınamaz olmasını temin eden, bir ödeme veya menkul kıymet takası sisteminde katılımcıların hakları ve yükümlülüklerine uygulanacak iflas kurallarını belirleyen ve teminata konu menkul kıymetlerin icrasının iflas takibinden tecrit edilmesini sağlayan düzenlemeler getirmektedir¹⁰⁷.

Direktif’te uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımını esas alan bağlama kuralı ise, Direktif’in 9. maddesinin 2. fıkrasında yer almakta ve milletlerarası menkul kıymetleri konu alan teminat işlemlerinde uygulanacak hukuku düzenlemektedir.

Buna göre, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlerin, Direktif uyarınca tanımlanan bir menkul kıymet takas sisteminin¹⁰⁸ yöneticisine veya katılımcısına veya üye ülkelerin merkez bankalarına veya Avrupa Merkez Bankasına

¹⁰⁶ Bkz. TKD Recitals 2 ve 4.

¹⁰⁷ Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.110 s. 42; Haentjens, op. cit., s. 31; Chun, op. cit, s. 372.

¹⁰⁸ Bkz. TKD m. 1 ve m. 2(a).

teminat olarak verildiği hallerde, teminat alanın üzerinde teminat hakkı tesis edilmiş olan menkul kıymetlere ilişkin hakları, *teminat alanın bu haklarının hukuken kaydedildiği sicil, hesabın veya merkezi saklama sisteminin bulunduğu Üye Ülkenin hukukuna* tabidir¹⁰⁹.

Yani kısacası Direktif, teminat alanın teminat konusu menkul kıymetlere ilişkin haklarına uygulanacak hukuku belirlerken, teminat alanın teminat konusu menkul kıymetlere ilişkin haklarının *hukuken kaydedildiği yeri* bağlanma noktası olarak kabul etmiştir.

Direktif'te öngörülen ve bağlanma noktası olarak “teminat alanın haklarının hukuken kaydedildiği yeri” kabul eden bu bağlama kuralında, uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımının orijinal formülasyonu olan ve esasen *lex rei sitae*'nin aracılaştırılmış sistemdeki menkul kıymet hesaplarına uyarlanması şeklinde tezahür eden “hesap yaklaşımı”nın benimsendiği görülmektedir. Ancak doktrinde Direktif'teki bu bağlama kuralının, uygulanacak hukuka dair bir açıklık getirmekten ziyade daha fazla soruna yol açtığı değerlendirilmiştir¹¹⁰.

Takas Kesinliği Direktifi'nin 9. maddesinin 2. fıkrasında yer alan bu bağlama kuralına ilişkin ilk eleştiri, Direktif'in ve dolayısıyla bağlama kuralının uygulanma alanının sınırlı olması ve kapsamının belirsizliğidir. Direktif'te öngörülen bağlama kuralı sadece menkul kıymet teminatı işlemlerine yönelik olduğu gibi; tüm teminat işlemlerini de kapsamamaktadır. Zira Direktif sadece, 2. maddesinin (a) bendinde tanımlanan bir ödeme veya menkul kıymet takası sistemine katılım sebebiyle katılımcılar tarafından bir başka katılımcıya veya üye devletlerin merkez bankaları ve Avrupa Merkez Bankası'nın işlemleri çerçevesinde bu kuruluşlara teminat olarak

¹⁰⁹ TKD m. 9(2): “Where securities including rights in securities are provided as collateral security to participants, system operators or to central banks of the Member States or the European Central Bank as described in paragraph 1, and their right or that of any nominee, agent or third party acting on their behalf with respect to the securities is legally recorded on a register, account or centralised deposit system located in a Member State, the determination of the rights of such entities as holders of collateral security in relation to those securities shall be governed by the law of that Member State”.

¹¹⁰ Ooi, *Shares*, § 12.03-12.62 s. 226-261; Haentjens, op. cit., s. 32; Chun, op. cit., s. 373.

verilmiş menkul kıymetleri konu alan işlemleri kapsamaktadır¹¹¹.

Ayrıca bağlama kuralı, ancak “teminat alanın haklarının hukuken kaydedildiği yer hukuku”nun bir Üye Devlet hukuku olması halinde uygulanma imkanına sahip olduğundan kuralın uygulama alanı oldukça sınırlıdır¹¹². Dahası, 9. maddenin 2. fıkrasında yer alan bu bağlama kuralının 9. maddenin 1. fıkrasından bağımsız bir şekilde yorumlanmaya müsait olmaması ve 1. fıkrada teminat alanın menkul kıymet teminatına ilişkin haklarının teminat verenin iflası halinde iflas takibinden tecrit edilmesine ilişkin bir hükmün yer alması sebebiyle, bu kuralın sadece teminat verenin iflası halinde teminat alanın haklarına uygulanacak hukuku belirlemeye yönelik olduğu ifade edilmektedir¹¹³. Bunların yanı sıra, bağlama kuralının teminat işleminden kaynaklanan hak sahipliğine ilişkin meselelerin yanında sözleşmesel meseleleri de kapsamına alıp almadığının belirsiz olduğu belirtilmektedir¹¹⁴. Ayrıca bağlama kuralının sadece hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukuku belirlediği kabul edilse dahi, sadece bu teminat haklarının icra edilebilirliğine uygulanacak hukuku mu düzenlediği yoksa bu teminat haklarının doğumuna uygulanacak hukuku da kapsamına alıp almadığının tartışmalı olduğu ifade edilmektedir¹¹⁵.

Direktif’teki bağlama kuralına yönelik ikinci önemli eleştiri de, hükümde atfın açıkça reddedilmemiş olması ve bu durumun belirsizliğe yol açmasıdır¹¹⁶.

Üçüncü önemli eleştiri ise, bağlama kuralında benimsenen bağlanma noktasına ilişkindir. Direktif’te benimsenen bağlanma noktası belirttiğimiz üzere “hesap yaklaşımı” esas alınarak formüle edilmiş ve teminat alanın teminat konusu menkul kıymetlere ilişkin “haklarının hukuken kaydedildiği yer” olarak belirlenmiştir. Ancak “hukuken kaydedilme” (*legally recorded*) ifadesinin ne anlama geldiğinin açıklanmamış olması ve bilgisayarlar üzerinden gerçekleştirilen elektronik veri

¹¹¹ Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.111 s. 42; Haentjens, op. cit., s. 32; Chun, op. cit, s. 373.

¹¹² Haentjens, op. cit., s. 32; Ooi, Intermediated Securities, s. 220.

¹¹³ Ooi, **Shares**, § 12.03-12.62 s. 229; Haentjens, op. cit., s. 32.

¹¹⁴ Ooi, **Shares**, § 12.03-12.62 s. 239; Haentjens, op. cit., s. 32; Chun, op. cit, s. 373.

¹¹⁵ Ooi, **Shares**, § 12.03-12.62 s. 235; Haentjens, op. cit., s. 33-34; Chun, op. cit, s. 373.

¹¹⁶ Ooi, **Shares**, § 12.03-12.62 s. 246-247; Haentjens, op. cit., s. 33; Chun, op. cit, s. 373.

girişlerine dayalı olarak işleyen aracılaştırılmış sistemde “kaydın bulunduğu yer” gibi gelişigüzel, net olmayan ve tespiti oldukça zor bir bağlanma noktasının seçilmiş olması kuralın oldukça sert bir şekilde eleştirilmesine sebep olmuştur¹¹⁷.

b. AB Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi ve İlgili Menkul Kıymet Hesabının Yürütüldüğü Yer Hukuku

Takas Kesinliği Direktifi'nin menkul kıymet teminatı alanındaki düzenlemelerinin oldukça sınırlı ve yetersiz kaldığı ve bu sebeple piyasada bu alanda ihtiyaç duyulan yeknesak bir hukuki rejim oluşturma talebini karşılayamadığı yönündeki eleştiriler dikkate alınarak, 2002 yılında Avrupa Birliği menkul kıymet teminatı konusunda daha kapsamlı bir düzenleme olan Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi'ni (FTD) kabul etmiştir.

Direktif'in amacı, finansal piyasa aktörlerinin likidite sorunlarını çözmek için sıklıkla başvurdukları ve bu bakımdan finansal piyasaların etkinliği ve istikrarı için en önemli araçlardan birisi olan finansal teminat işlemlerini sağlam bir hukuki altyapıya kavuşturmadır. Bu amaç doğrultusunda Direktif'te, finansal teminat işlemlerinin tanımı piyasalarda kullanılan tüm teminat çeşitlerini, özellikle teminaten temlik anlaşmalarını da kapsamına alacak şekilde genişletilerek milli hukuklarda farklı hukuki düzenlemelerden kaynaklanan uyumsuzlukların önüne geçilmesine ve finansal teminat hakkı sahiplerinin bu haklarının milli hukuklarda yer alan iflas kuralları karşısında korunmasına ilişkin düzenlemeler getirilmiştir¹¹⁸.

Bu bağlamda FTD, milletlerarası menkul kıymet teminatı işlemlerinde hukuki muayyeniyetin sağlanabilmesi için teminat olarak verilen aracılaştırılmış menkul kıymetlerde teminat hakkı sahibinin hak sahipliğini ilgilendiren ihtilaflara uygulanacak hukuka ilişkin bağlama kuralını TKD'den daha kapsamlı bir şekilde

¹¹⁷ Rogers, *Securities Held Through Intermediaries*, s. 26; Ooi, *Shares*, § 12.03-12.62 s. 234; Chun, *op. cit.*, s. 373.

¹¹⁸ Haentjens, *op. cit.*, s. 36; Chun, *op. cit.*, s. 374.

düzenlemiştir¹¹⁹.

TKD'nin 9. maddesinin 2. fıkrasında yer alan bağlama kuralında olduğu gibi; FTD de 9. maddesinin 1. fıkrasında yer alan bağlama kuralının formülasyonunda uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımını esas alan, hesap yaklaşımını benimsemiştir¹²⁰.

FTD'nin 9. maddesinin 1. fıkrası uyarınca; “kaydi menkul kıymet teminatı”ndan¹²¹ (*book-entry securities collateral*) kaynaklanan ve aynı maddenin 2. fıkrasında belirlenmiş meseleler, *ilgili hesaba ilişkin işlemlerin yürütüldüğü yer hukukunun* maddi hukuk kurallarına tabidir¹²². “İlgili hesap” (*relevant account*) ise, finansal teminat işlemine konu aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin teminat hakkının teminat alana sağlanması için gerekli elektronik veri girişlerinin gerçekleştirildiği elektronik sicil veya hesap olarak tanımlanmaktadır (m. 2(1)(h))¹²³.

Öncelikle belirtmek gerekir ki FTD'de yer alan bu kanunlar ihtilafı düzenlemesi, TKD'deki düzenlemede yer alan ve eleştirilen pek çok soruna açıklık getirmektedir.

Birincisi FTD'de yer alan düzenleme TKD'den farklı olarak; Avrupa Birliği üyesi olmayan bir ülkenin hukukunun uygulanmasına imkan sağlamaktadır. Yine TKD'den farklı olarak, bu bağlama kuralı, iflas hali dışında da teminat hakkının ileri sürülmesine uygulanabilmektedir. Üçüncüsü, 2. fıkra ile teminat ilişkisinden

¹¹⁹ Bkz. FTD Recital 7.

¹²⁰ Haentjens, op. cit., s. 36; Chun, op. cit, s. 374.

¹²¹ FTD'nin 2. maddesinin 1. fıkrasının (g) bendi uyarınca “kaydi menkul kıymet teminatı” (book entry securities collateral); hak sahipliğinin, bir aracı kurum tarafından veya bir aracı kurum adına başka bir kurum tarafından yönetilen elektronik bir sicilde veya hesapta gerçekleştirilen veri girişleri ile ispatlandığı finansal araçları konu alan bir finansal teminat anlaşması ile sağlanan finansal teminat olarak tanımlanmıştır.

¹²² FTD m. 9(1): “Any question with respect to any of the matters specified in paragraph 2 arising in relation to book entry securities collateral shall be governed by the law of the country in which the relevant account is maintained. The reference to the law of a country is a reference to its domestic law, disregarding any rule under which, in deciding the relevant question, reference should be made to the law of another country”.

¹²³ FTD m. 2(1)(h): “‘relevant account’ means in relation to book entry securities collateral which is subject to a financial collateral arrangement, the register or account — which may be maintained by the collateral taker — in which the entries are made by which that book entry securities collateral is provided to the collateral taker”.

kaynaklanan hangi meselelerin bağlama kuralının uygulanma alanı dahilinde olduğu sayılmış ve bu suretle kuralın uygulanma alanı netleştirilmiştir. Bu bağlamda teminat hakkının doğumu ve geçerliliği de bu listeye dahil edilmiştir. Son olarak, FTD atfi açıkça dışlamıştır. Böylelikle FTD'deki bağlama kuralının uygulama alanı ve kapsamı TKD'dekine nazaran daha geniş ve belirli bir çerçeveye oturtulmuştur¹²⁴.

Bağlanma noktası olarak ise FTD, TKD'den farklı olarak “kaydın bulunduğu yer” (*place where the record is located*) yerine, “ilgili hesabın (hesaba ilişkin işlemlerin) yürütüldüğü yer” (*place where the relevant account is maintained*) kriterini tercih etmiştir.

Ancak belirtmelidir ki, burada farklılık sadece, kullanılan kelimelerde yani ifade biçimindedir. Zira her iki bağlama kuralı da, ifade ediliş biçimleri farklı olsa da, aynı esasa, yani “hesap yaklaşımı”na dayanmakta ve uygulanacak hukukun tespitinde “menkul kıymet hesabının bulunduğu yer”e bağlanmaktadır.

TKD'de bu yaklaşım “menkul kıymet hesabının bulunduğu yer hukuku” şeklinde, FTD'de ise “menkul kıymet hesabının (hesaba ilişki işlemlerin) yürütüldüğü yer hukuku” şeklinde ifade edilmiştir. Yani iki kural arasındaki tek fark, FTD'de “bulunma” (*located*) yerine “yürütme” (*maintained*) ifadesinin tercih edilmiş olmasıdır. FTD'de yer alan düzenlemede böyle bir ifade farklılığının tercih edilmesinin sebebi ise, maddi bir varlığı bulunmayan, bir ilişkiler bütünlüğü olan bir menkul kıymet hesabının fiziksel olarak bir lokasyonunun bulunamayacağı, ancak bu hesaba ilişkin işlemlerin yürütüldüğü bir yerin olabileceği gerçeğinin kurala yansıtılmasının daha uygun olacağı ve kurala daha fazla açıklık sağlayacağı düşüncesidir¹²⁵.

¹²⁴ Haentjens, op. cit., s. 37; Chun, op. cit, s. 374-375.

¹²⁵ Bkz. Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: **Legal Assessment of Certain Aspects of the Hague Securities Convention** (EC-Hague Convention Assessment Report), Brussels, 03.07.2006 SEC(2006)910, s. 7-8; Commission of the European Communities, Report From the Commission to the Council and the European Parliament: **Evaluation Report on the Financial Collateral Arrangements Directive** (EC-FTD Evaluation Report) (2002/47/EC), Brussels, 20 December 2006 COM(2006)833 final, s. 10-11; Potok, Hague Securities Convention, s. 63; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 27; Haentjens, op. cit., s. 37; Chun, op. cit, s. 375.

Her ne kadar, FTD, TKD ile kıyaslandığında aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin teminat hakkı sağlanmasına yönelik işlemlerden kaynaklanan hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukuka dair daha kapsamlı, açık ve öngörülebilir bir düzenleme öngörmekte ise de, FTD tarafından benimsenen ve “ilgili hesabın yürütüldüğü yer hukuku”nu işaret eden bağlama kuralının da, TKD’de benimsenen “kaydın bulunduğu yer hukuku”nu gösteren bağlama kuralı gibi, elektronikleşmenin ve entegrasyonun bu denli arttığı finansal piyasalarda kolaylıkla ve yeknesak bir şekilde belirlenebilir olmadığı ifade edilmektedir. Zira menkul kıymet hesaplarını sağlayan ve yürüten aracı kurumların çoğunlukla farklı ülke hukuklarına tabi birden fazla şube veya ofislerinin bulunduğu ve hesapların yürütülmesi ile ilgili farklı faaliyetlerin aynı aracı kurumun farklı ülkelerde bulunan bu ofis veya şubeleri arasında paylaşıldığı finansal piyasalarda, “ilgili menkul kıymet hesabının bulunduğu veya yürütüldüğü yer”in tespiti oldukça zordur ve farklı uygulamalara yol açmaya müsaittir. Bu sebeple FTD’de öngörülen bağlama kuralının da uygulanacak hukukun tespitinde arzulanan hukuki kesinliği ve şeffaflığı sağlayamadığı ifade edilmektedir¹²⁶.

¹²⁶ EC-FTD Evaluation Report, s. 11; Potok, Hague Securities Convention, s. 64; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 27-28; Haentjens, op. cit., s. 38.

c. İlgili Menkul Kıymet Hesabının Bulunduğu Yer Hukuku ve Uygulamalarına İlişkin Değerlendirmeler

Yukarıda uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımının ilk versiyonu olan hesap yaklaşımının benimsendiği Avrupa Birliği düzenlemelerine ilişkin açıklamalarımızda görüldüğü üzere, kapsam ve ifade ediliş biçimi bakımından farklılıklar olsa da, hesap yaklaşımı uygulanacak hukukun belirlenmesinde temel olarak, “menkul kıymetlere ilişkin hakların kaydedildiği menkul kıymet hesabı”nı esas alınmaktadır.

Menkul kıymet hesabının bulunduğu veya yürütüldüğü yeri esas alan ve *lex contae* olarak ifade edilen bu kural aslında maddi malvarlığı değerleri için genel kabul gören *lex rei sitae* kuralının aracılaştırılmış sistemde gayri maddi malvarlığı değeri niteliğindeki menkul kıymet hesaplarına ve bunlara ilişkin haklara uyarlanmış halidir. Nitekim doktrinde, “ilgili menkul kıymet hesabının bulunduğu yer hukuku”; “geleneksel *lex rei sitae* prensibinin modern yansıması” olarak takdim edilmektedir¹²⁷.

Şöyle ki, geleneksel elde tutma sisteminde *lex rei sitae* kuralındaki *res* yani yatırımcının sahip olduğu ve işleme konu olan malvarlığı değeri ihraççı tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin kendisidir ve uygulanacak hukuk fiziksel olarak bu menkul kıymetlerin görünür olduğu yani bulunduğu yer referans alınarak belirlenmektedir.

Burada hesap yaklaşımında ise, malvarlığının bulunduğu yer hukukuna bağlanma yani *lex rei sitae* anlayışı devam ettirilmekte ve aracılaştırılmış sistemde *res*'in yani yatırımcının sahip olduğu ve işleme konu olan malvarlığı değerinin, ihraç edilen menkul kıymetler değil, yatırımcıların menkul kıymet hesaplarına ilişkin hakları olduğu kabul edilmektedir. Dolayısıyla uygulanacak hukuku gösteren bağlama kuralı

¹²⁷ Christophe Bernasconi, “Indirectly Held Securities: A New Venture for the Hague Conference on Private International Law” (Indirectly Held Securities), **Yearbook of Private International Law**, Vol. 3, 2001, pp. 63-100 s. 79.

da, bu hakların kaydedilerek görünür olduğu “ilgili menkul kıymet hesabının bulunduğu yer” referans alınarak belirlenmektedir. Başka bir deyişle, yatırımcının hak sahipliği, fiksiyonel bir *situs* yaratılarak, bu hak sahipliğinin görünür ve ileri sürülebilir olduğu “menkul kıymet hesabının bulunduğu” ilgili aracı kurum kademesinde lokalize edilmeye çalışılmaktadır¹²⁸.

Ancak yukarıda AB Direktifleriyle ilgili açıklamalarımızda da değindiğimiz üzere, hiçbir maddi varlığı olmayan ve esas itibarıyla bir ilişkiler bütünlüğü olan menkul kıymet hesabına ve bu hesaptan kaynaklanan hak sahipliğine, ister “hakların hukuken kaydedildiği yer” isterse de “hesabın yürütüldüğü yer” olarak ifade edilsin, fiksiyonel olarak bir *situs* atfedilmeye çalışılması oldukça yapay bulunduğu gibi; bu yaklaşımın esas alınmasının teorik gerekçesi de eleştirilmiştir¹²⁹.

Zira belirttiğimiz üzere, uygulanacak hukukun belirlenmesinde menkul kıymet hesaplarının bulunduğu veya yürütüldüğü yerin esas alınmasının teorik açıklaması, aracılaştırılmış sistemde hesap sahiplerinin sahip oldukları malvarlığı değerinin geleneksel elde tutma sistemindeki gibi dayanak varlık olan menkul kıymetler değil, ilgili menkul kıymet hesabına alacaklandırılmış haklar olduğudur.

Bu değerlendirme yapılırken, milletlerarası menkul kıymet piyasalarında hakim konumdaki uluslararası saklama ve takas kuruluşlarının tabi oldukları milli hukuk sistemleri tarafından benimsenen şeffaf olmayan ve dolaylı hak sahipliğini baz alan sistemlerdeki hesap sahiplerinin hukuki konumu esas alınmıştır¹³⁰.

Hatırlamak gerekirse; Belçika, Lüksemburg, ABD ve İngiltere gibi dolaylı hak sahipliği sistemlerinde, hesap sahiplerinin hakları, sadece menkul kıymet hesabını sağlayan ilgili aracı kuruma karşı ileri sürülebilen ve aynı haklara ilişkin birtakım

¹²⁸ Bkz. Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.72, 2.76 s. 30-31; Austen-Peters, op. cit., s. 197; Benjamin, **Interests in Securities**, § 7.38 s. 160; Dicey, Morris, Collins, op. cit., s. 1367.

¹²⁹ Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 26; Haentjens, op. cit., s. 28.

¹³⁰ Bkz. Bernasconi, Potok, Morton, Conflict of Law Analysis, § 2.72, 2.76 s. 30-31; Austen-Peters, op. cit., s. 197; Benjamin, **Interests in Securities**, § 7.38 s. 160; Potok, Hague Securities Convention, s. 63.

özellikler taşıyan alacak hakları olarak nitelendirilmektedir¹³¹.

Fakat bunların yanında, Türkiye ve İskandinav ülkeleri gibi hesap sahibinin haklarının merkezi saklama kuruluşu nezdinde de izlendiği şeffaf sistemi benimseyen ve ayrıca İsviçre, Almanya, Fransa ve Japonya gibi şeffaf olmayan sistemi benimsemesine rağmen hesap sahiplerinin dayanak varlık olan menkul kıymetler üzerinde doğrudan hak sahibi olduklarını ve bu haklarını ihraççıya karşı da ileri sürebileceklerini kabul eden doğrudan hak sahipliği sistemini benimsemiş milli hukuklar da mevcuttur¹³².

Doğrudan hak sahipliği sistemini benimseyen bu hukuk sistemlerinde hesap sahibi, dayanak varlık olan menkul kıymetler üzerinde doğrudan hak sahibi olarak kabul edildiğinden ve hesap sahiplerine, menkul kıymet hesabında gerçekleştirilen alacaklandırma kayıtları ile elde ettikleri haklarını ihraççıya karşı ileri sürebilme imkanı da tanındığından; burada hesap sahibinin menkul kıymetlere ilişkin haklarının kaynağının ilgili aracı kurumdaki menkul kıymet hesabı olduğunun ve bu hakları temsil eden malvarlığı değerinin *situs*'unun, *lex rei sitae* anlayışı çerçevesinde, ilgili aracı kurum nezdindeki menkul kıymet hesabının bulunduğu veya yürütüldüğü yer olduğunun savunulması oldukça zordur¹³³.

Bu nedenle, uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımı çerçevesinde, menkul kıymet hesabının bulunduğu veya yürütüldüğü yeri esas alan bu yaklaşımın, tüm milli hukuk sistemlerince benimsenebilecek tarafsızlıkta ve öngörülebilir bir bağlama kuralı için teorik olarak sağlam bir gerekçeye dayanmadığı ileri sürülmektedir¹³⁴.

Teorik kaygıların yanı sıra, yine yukarıda AB Direktiflerine ilişkin açıklamalarımızda değindiğimiz üzere, menkul kıymet hesabının bulunduğu veya

¹³¹ Bkz. Yukarıda, s. 72 vd.

¹³² Bkz. Yukarıda, s. 55 vd.

¹³³ Potok, Hague Securities Convention, s. 62-63; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 20; Ooi, **Shares**, § 7.72 s. 128; Haentjens, op. cit., s. 91.

¹³⁴ Potok, Hague Securities Convention, s. 62-63; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 20; Ooi, **Shares**, § 7.72 s. 128; Haentjens, op. cit., s. 91.

yürütüldüğü yerin tespiti oldukça zordur.

Günümüz global menkul kıymet piyasalarında menkul kıymet hesaplarının yürütülmesi bir çok faaliyeti içermekte ve bu faaliyetler genellikle aracı kurumun farklı ülkelerde bulunan ofis veya şubeleri arasında paylaşılmakta ve dahası bu paylaşım sıklıkla değişebildiği gibi çoğu kez de bu faaliyetlerin bir kısmı taşere edilmektedir. Dolayısıyla bir menkul kıymet hesabına ilişkin faaliyetlerin tek bir yerden yürütüldüğünü söylemek mümkün değildir.

Örneğin; merkezi New York'ta bulunan bir aracı kurumun Türkiye'deki şubesinde, ABD menşeli bir şirketin hisse senetlerini içeren bir menkul kıymet hesabı açmış olan yatırımcının hesabı, aynı aracı kurumun Londra'daki ofisinden yönetiliyor ve yatırımcıya hesap özetleri bu şubeden gönderiliyorsa ve bunun yanı sıra aracı kurumun menkul kıymet hesaplarına ilişkin tüm elektronik kayıtları Yeni Delhi'den yönetilen bilgisayar sistemlerinde depolanıyor ve izleniyorsa bu durumda, menkul kıymet hesabının bulunduğu veya yürütüldüğü yerin neresi olduğunun cevabı buna ilişkin herhangi bir kriter öngörülmediğinden belirsizdir¹³⁵.

Üstelik menkul kıymet hesabının bulunduğu veya yürütüldüğü yerin kesin ve net bir biçimde belirlenebilmesini sağlayacak bir kriterin geliştirilmesine yönelik çalışmalar da şimdiye kadar sonuçsuz kalmıştır. Bu bağlamda, menkul kıymet hesaplarına ilişkin vergi, denetim bildirimleri veya muhasebe kayıtlarını esas alan bir kriter oluşturulması değerlendirilmiş ancak bu konularda milli hukuklarda yeknesak bir düzenleme ve uygulama olmadığından vazgeçilmiştir. Ayrıca yine bu bağlamda aracı kurumların menkul kıymet hesabı yürütülmesi olarak sayılacak faaliyetlerinin listelenmesi önerilmiş, ancak böyle bir listenin eksik veya yanlış kalma ihtimalinin her zaman çok yüksek olması sebebiyle bu öneri de genel kabul görmemiştir¹³⁶.

¹³⁵ Potok, Hague Securities Convention, s. 62-63; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 20; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 20 Int-44-45.

¹³⁶ Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 29; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 20 Int-43.

Nitekim AB Komisyonu'nun, TKD ve FTD'ye ilişkin 2006 ve 2008 yıllarında yayınladığı değerlendirme raporlarında, bu direktiflerde yer alan ve “ilgili menkul kıymet hesabının bulunduğu/yürütüldüğü yer hukuku”nu gösteren bağlama kurallarının, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymet işlemlerinden kaynaklanan hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukukun belirlenmesinde yeterli muayyeniyeti ve hukuki kesinliği sağlayamadığı sonucuna varılmıştır¹³⁷.

Bu bağlamda AB Komisyonu, ileride inceleyeceğimiz ve temel bağlanma kuralı olarak “menkul kıymet hesabının bulunduğu/yürütüldüğü yer hukuku”ndan oldukça farklı, “hesap anlaşmasında seçilen hukuk” yaklaşımını esas alan bir bağlama kuralı öngören Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu'na taraf olma ihtimalini değerlendirmiş ve 2006 yılında yayınladığı raporda, Avrupa Merkez Bankası'nın 2005 yılında AB Konseyi'ne sunduğu olumsuz olarak nitelendirilebilecek görüşünün¹³⁸ aksine, oldukça olumlu yönde görüş bildirmiştir¹³⁹.

Ancak AB Komisyonu bünyesinde halen çalışmalarına devam edilen “AB Menkul Kıymetler Hukuku Direktifi”ne (*Securities Law Directive*)¹⁴⁰ ilişkin olarak 2010 yılında yayınlanan son çalışma raporunda ise, AB Komisyonu'nun Lahey Konvansiyonu'na katılma yönündeki olumlu değerlendirmelerine yer veren 2006 tarihli değerlendirme raporundan ziyade, Avrupa Merkez Bankası'nın 2005 tarihli görüşündeki olumsuz değerlendirmelere üstünlük verildiği görülmektedir. Zira çalışma raporunda yer alan kanunlar ihtilafı kuralı taslağında, menkul kıymet hesabının yürütüldüğü yerin tespitini kolaylaştıracağı ve dolayısıyla uygulanacak

¹³⁷ Bkz. EC-FTD Evaluation Report, s. 10-11; Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document Accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Amending the Settlement Finality Directive and the Financial Collateral Directive: Impact Assessment, Brussels, COM(2008)213 final, SEC(2008) 491, s. 25.

¹³⁸ Bkz. Opinion Of The European Central Bank of 17 March 2005 at the request of the Council of the European Union on a proposal for a Council decision concerning the signing of the Hague Convention on the Law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary (ECB-Opinion on Hague Convention) (COM (2003) 783 final) (CON/2005/7) (OJ C 81/10).

¹³⁹ Bkz. EC-Hague Convention Assessment Report, s. 23.

¹⁴⁰ Direktif'in hazırlık çalışmaları için bkz. (Çevrimiçi) http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm, 12 Kasım 2013. Direktif'e ilişkin en güncel taslak metin için bkz. (Çevrimiçi) http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/securities/consultation_paper_en.pdf, 12 Kasım 2013.

hukukun belirlenmesinde hukuki muayyeniyeti ve öngörülebilirliği arttıracığı düşünülen bazı açıklayıcı kriterler eklenerek, bağlama kuralı olarak “ilgili menkul kıymet hesabının yürütüldüğü yer hukuku” kuralına bağlı kalınmıştır¹⁴¹.

Bu bağlamda, AB Menkul Kıymetler Hukuku Direktifi taslağında; hesap faaliyetleri birden çok şube veya ofise dağılmış aracı kurumların dahil olduğu uyuşmazlıklarda, menkul kıymet hesabının yürütüldüğü yerin tespitinde, hesap sahibinin makul beklentilerinin dikkate alınması gerektiği ve bu nedenle hesap sahibi ile menkul kıymet hesabına ilişkin ilişkileri yöneten ofis veya şubenin menkul kıymet hesabının yürütüldüğü yer olarak kabul edilmesi gerektiği önerilmiştir¹⁴². Ancak kanaatimizce, bir menkul kıymet hesabına ilişkin olarak “hesap sahibi ile ilişkileri yöneten ofis/şube” kriteri, başlı başına ayrı bir somut olay araştırması ve değerlendirmesi gerektireceğinden ihtiyaç duyulan muayyeniyeti sağlama bakımından yetersizdir. Bu kriter, mahkemelere bir yol haritası çizmekten öteye gidememektedir.

¹⁴¹ Bkz. Commission of the European Communities, Legislation on Legal Certainty of Securities Holding and Dispositions: Consultation Document of the Services of the Directorate-General Internal Market and Services, Brussels, DG Markt G2 MET/OT/acg D(2010) 768690, s. 23-25, (Çevrimiçi) http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/securities/consultation_paper_en.pdf, 12 Kasım 2013.

¹⁴² Commission of the European Communities, Legislation on Legal Certainty of Securities Holding and Dispositions: Consultation Document of the Services of the Directorate-General Internal Market and Services, Brussels, DG Markt G2 MET/OT/acg D(2010) 768690, s. 23, (Çevrimiçi) http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/securities/consultation_paper_en.pdf, 12 Kasım 2013.

2. İlgili Aracı Kurum ile Hesap Sahibi Arasındaki Hesap Anlaşmasında Seçilen Hukuk ve ABD Hukukunda Kabul Edilen Düzenlemeler

Uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımının, hesap yaklaşımı versiyonundan farklı olarak, *lex rei sitae* kuralının etkisinden tamamen sıyrılmış olan “hesap anlaşmasında seçilen hukuk yaklaşımı” (*agreement/party autonomy approach*) günümüzde en net ifadesini ABD Ticaret Kanunu’nun (UCC), aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin tasarruf işlemlerinden kaynaklanan hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukuku belirleyen bağlama kurallarını ihtiva eden, menkul kıymetler hukuku ile ilgili 8. maddesi ve teminat hakkı ile ilgili 9. maddesinde bulmaktadır. Bu bağlamda öncelikle, UCC’nin 8 ve 9. maddelerinde yer alan bu düzenlemeler incelenecek ardından “hesap anlaşmasında seçilen hukukyaklaşımı” çerçevesinde, aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarının “ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hesap anlaşmasında seçilen hukuk”a tabi olmasını öngören bağlama kuralının değerlendirmesi yapılacaktır.

a. ABD Hukuku ve İlgili Aracı Kurum ile Hesap Sahibi Arasındaki Hesap Anlaşmasında Seçilen Hukuk

Çalışmamızın ikinci bölümünde, ABD hukukuna ilişkin açıklamalarımızda değinildiği üzere ABD, 2004 yılında UCC’nin menkul kıymetler hukuku ile ilgili 8. maddesini aracılaştırılmış elde tutma sisteminin ihtiyaçları doğrultusunda yenileyerek modern bir hukuki rejime kavuşturmuştur. Bu yenilemede aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlerin ve hak sahiplerinin haklarının hukuki niteliğine ilişkin özel maddi hukuk düzenlemeleri getirilerek, hak sahiplerinin “menkul kıymet hakkı” (*securities entitlement*) adı verilen ve içeriğinde üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilecek aynı haklar ile sadece menkul kıymet hesabını yürüten aracı kuruma karşı ileri sürülebilecek alacak hakları ihtiva eden, *sui*

generis nitelikte bir haklar paketine sahip olduğu kabul edilmiştir (UCC § 8-5)¹⁴³.

Aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin bu maddi hukuk düzenlemelerinin yanı sıra, milletlerarası menkul kıymet ticaretinde yeknesak bir kanunlar ihtilafı kuralına duyulan ihtiyaç göz önünde bulundurularak, “menkul kıymet hakkı”na (*securities entitlement*) ilişkin işlemlerden kaynaklanan hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukuka ilişkin özel kanunlar ihtilafı düzenlemeleri öngörülmüştür¹⁴⁴.

“Menkul kıymet hakkı”na uygulanacak hukuka dair bağlama kuralına ilişkin düzenlemeler UCC § 8-110(b) ve (e) ile UCC § 9-305(a)(3)’te yer almaktadır. UCC § 8-110(b) ve UCC § 9-305(a)(3) uyarınca¹⁴⁵; (1) bir menkul kıymet hakkının aracı kurumdan iktisap edilmesine, (2) bir menkul kıymet hakkı veya bir menkul kıymet hesabı üzerinde teminat hakkı edinilmesine, bunun şartlarına ve bu şartlara uyulması veya uyulmamasının sonuçlarına ve öncelik sırasına, (3) aracı kurum ve hak sahibinin menkul kıymet hakkından kaynaklanan hak ve yükümlülüklerine, (4) bir menkul kıymet hakkına yönelik olarak karşı hak iddiasında bulunan kişiye karşı aracı kurumun herhangi bir yükümlülüğünün bulunup bulunmadığına ve (5) bir karşı hak iddiasının, menkul kıymet hakkını aracı kurumdan iktisap eden kişiye veya menkul kıymet hakkını veya bu hak üzerinde sınırlı ayni hakkı menkul kıymet hakkı sahibinden satın alan kişiye karşı ileri sürülebilir sürülemeyeceğine ilişkin meseleler, “aracı kurumun hukukunun maddi hukuk kurallarına” (*the local law of the securities intermediary’s jurisdiction*) tabidir.

UCC § 8-110(b) ve UCC § 9-305(a)(3), bağlama kuralının uygulanma alanını belirlemekte ve çerçevesini çizmektedir. Buna göre, aracılaştırılmış menkul kıymet işlemlerinden kaynaklanan ve yukarıda sayılan hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukuk “aracı kurumun hukuku”na (*securities intermediary’s jurisdiction*) göre belirlenecektir. Böylece UCC madde 8 ve 9, aracılaştırılmış

¹⁴³ Bkz. Yukarıda, s. 73.

¹⁴⁴ Rogers, Revised UCC Art. 8, s. 1460.

¹⁴⁵ UCC Official Text and Comments, UCC § 8-110(b), UCC § 9-305(a)(3).

sistemde elde tutulan menkul kıymetlere uygulanacak hukukun tespitinde, uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımını ile aynı esası, yani uygulanacak hukukun elde tutma zincirinde ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye göre belirlenmesi esasını benimsediğini ortaya koymaktadır.

“Aracı kurumun hukuku”nu belirleyen bağlama kuralları ise UCC § 8-110(e) bendinde kademeli bir şekilde düzenlenmiştir. Buna göre; (1) Aracı kurum ile menkul kıymet hakkı sahibi arasındaki menkul kıymet hesabı sözleşmesinde, aracı kurumun hukuku olarak açıkça bir hukuk seçilmişse bu hukuk; (2) Böyle bir hukuk seçimi yapılmamışsa ve fakat menkul kıymet hesabı sözleşmesinde sözleşmenin tabi olacağı hukuk açıkça seçilmişse bu hukuk; (3) Böyle bir hukuk seçimi de yapılmamışsa ve fakat menkul kıymet hesabı sözleşmesinde açıkça hesabın aracı kurumun belirli bir hukuka tabi bir ofisinden yürütüleceği kararlaştırılmışsa, o hukuk; (4) Böyle bir husus da kararlaştırılmamışsa, hesap özetinde menkul kıymet hakkı sahibinin hesabına ilişkin hizmetleri sunan ofis olduğu belirtilen ofisin bulunduğu yer hukuku; (5) Bu hukuk da bulunamıyorsa, aracı kurumun ana yönetim merkezinin bulunduğu yer hukuku, aracı kurumun hukukudur¹⁴⁶.

Uygulanacak hukuka ilişkin bu ayrıntılı düzenlemeden sonra UCC madde 8, bağlanma noktasının nasıl tespit edileceğine ilişkin tüm şüpheleri tamamen bertaraf etmek için bir hüküm daha sevk ederek, aracı kurumun hukukunun belirlenmesinde dikkate alınmayacak bağlanma noktalarını da adeta bir kara liste gibi saymıştır. Buna göre; finansal malvarlığı değerlerini temsil veya ispat eden belgelerin fiziksel olarak buldukları yer, finansal malvarlığı değerlerinin ihraççısının tabi olduğu hukuk veya menkul kıymet hesabına ilişkin veri işleme veya depolama tesislerinin bulunduğu yer, aracı kurumun hukukunun belirlenmesinde dikkate alınmayacaktır (UCC § 8-110(f)). Böylece UCC madde 8, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlere uygulanacak hukukun tespitinde “gözden geçirme yaklaşımı”nı tamamen reddettiğini açıkça ifade etmiştir.

¹⁴⁶ UCC Official Text and Comments, UCC § 8-110(e).

Ayrıca UCC § 8-110(b) açıkça; “aracı kurumun hukukunun maddi hukuk kurallarını” (*the local law of the securities intermediary’s jurisdiction*) işaret ettiğinden, atıf dikkate alınmayacaktır¹⁴⁷.

Görüldüğü üzere, UCC madde 8’de düzenlenen bağlama kuralı, uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımınının, hesap anlaşmasında seçilen hukuka öncelik tanıyan bir varyasyonudur.

Hükümde, aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun, “aracı kurumun hukuku” olduğu belirtilerek, uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımını ile aynı çizgiye oturan bu formülasyon; “aracı kurumun hukuku”nu belirleyen bağlama kurallarının ilk iki kademesinde bu hukuku “aracı kurum ile hesap sahibinin açıkça seçtikleri hukuk”a tabi tutmakla, hesap yaklaşımından ve *lex rei sitae* kuralından radikal bir şekilde ayrılmaktadır.

Nitekim, aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarını, “ilgili aracı kurum ile hesap sahibinin açıkça seçtikleri hukuka” tabi tutan bağlama kurallarının ardından gelen ilk objektif bağlama kuralı olan, “menkul kıymet hesabının yürütüldüğü aracı kurumun ofisinin bulunduğu yer hukuku”nun uygulanabilmesi için dahi, hesabın bu ofis tarafından yürütüldüğünün hesap sözleşmesinde taraflarca açıkça kararlaştırılmış olması şartının öngörülmüş olması; uygulanacak hukukun tespitinde malvarlığı değerinin gerçek veya yapay *situs*’unun hiçbir şekilde dikkate alınmayacağını ortaya koymaktadır.

İlk objektif bağlama kuralı olarak “menkul kıymet hesabının yürütüldüğü ofisin bulunduğu yer hukuku”nun tercih edilmiş olmasının sebebi olarak ise, “menkul kıymet hesabının yürütüldüğü yer hukuku”nun, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin haklarla en sıkı ilişkide olan hukuk olduğu ifade

¹⁴⁷ UCC Official Text and Comments, UCC § 8-110, comment 2, s. 761.

edilmektedir¹⁴⁸.

UCC § 8-110 (b)'nin gerekçesinde, aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarında önceliğin “ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasında açıkça seçilen hukuk”averilmesindeki amacın; uygulanacak hukukun, menkul kıymetlere ilişkin tasarruf işleminin taraflarınca önceden ve hukuki kesinlikle ve tek bir hukuk düzenine bakılarak belirlenebilmesi olduğu ifade edilmektedir¹⁴⁹.

Ayrıca doktrinde, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun, “hesap sahibi ile aracı kurum arasında açıkça seçilen hukuk”a tabi tutulmasının esasında, hesap sahiplerinin menkul kıymetlere ilişkin haklarının, “menkul kıymet hakkı”nın (*securities entitlement*), ABD hukukunda sadece ilgili aracı kuruma karşı ileri sürülebilir haklar olarak tanımlanmış olmasının doğal bir sonucu olduğu belirtilmektedir¹⁵⁰.

b. İlgili Aracı Kurum ile Hesap Sahibi Arasındaki Hesap Anlaşmasında Seçilen Hukuk ve Uygulamasına İlişkin Değerlendirmeler

UCC'nin 8. ve 9. maddelerindeki kanunlar ihtilafı düzenlemelerine ilişkin açıklamalarımızda görüldüğü üzere, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymet işlerinden kaynaklanan hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukuk; menkul kıymet hesabına değil aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki ilişkiye odaklanılarak tespit edilmektedir.

Burada bağlama kuralının formülasyonunda, uyuşmazlık konusu malvarlığı değerine veya hesap sahibinin haklarına bir *situs* atfetmek yerine; uygulanacak hukuk olan “aracı kurumun hukuku”, “ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hesap anlaşmasında açıkça seçilen hukuk”a tabi tutulmaktadır.

¹⁴⁸ Rogers, Revised UCC Art. 8, s. 1460.

¹⁴⁹ UCC Official Text and Comments, UCC § 8-110, comment 3, s. 762.

¹⁵⁰ Rogers, Revised UCC Art. 8, s. 1456; Chun, op. cit, s. 381 dn. 73.

Bu bağlama kuralı, *lex rei sitae*'nin etkisinden tamamen sıyrılmış olmasına ve dolayısıyla menkul kıymet hesabının veya ilgili aracı kurumun bulunduğu yer ile uygulanacak hukuk arasında bir ilişki tesis etmemesine rağmen, uygulanacak hukukun belirlenmesinde ilgili aracı kurumun bulunduğu kademedeki bir etkeni esas alması sebebiyle, uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademe” göre belirlenmesi yaklaşımını esas alan bir bağlama kuralı olarak görülmektedir.

Aracılaştırılmış sistemdeki hak sahipliği ihtilaflarını, hesap sahibi ile hesap sahibinin doğrudan sözleşmesel ilişki içerisinde olduğu ilgili aracı kurum tarafından hesap anlaşmasında açıkça seçilen hukuka tabi tutan bu bağlama kuralının, uygulanacak hukukun belirlenmesinde arzulanan ve hedeflenen muayyeniyeti ve öngörülebilirliği, “ilgili menkul kıymet hesabının bulunduğu/yürütüldüğü yer hukuku”nu gösteren bağlama kuralından çok daha iyi sağladığı aşıkardır. Zira bu bağlama kuralı, uygulanacak hukukun belirlenebilmesi için bir menkul kıymet hesabına yapay olarak bir yer atfedilmeye çalışılması veya menkul kıymet hesabını sağlayan ilgili aracı kurumun bu hesaba ilişkin faaliyetlerini yürüttüğü şube veya ofisinin tespit edilmeye çalışılması gibi gerek uygulamada gerekse teoride karşılaşılan pek çok problemi bertaraf etmektedir¹⁵¹.

Ancak uygulanacak hukukun, “hesap sahibi ile ilgili aracı kurum tarafından hesap sözleşmesinde seçilen hukuk”a tabi tutulmasına imkan veren ve dolaylı da olsa bir çeşit subjektif bir bağlama kuralı öngören bu yaklaşım, milletlerarası özel hukukta hakim bir prensip olan, üçüncü kişilerin hak ve menfaatlerini etkileyen aynı meselelerde kamuya açıklığın ve şeffaflığın sağlanabilmesi için üçüncü kişiler tarafından da öngörülebilecek objektif bir bağlama kuralının tercih edilmesi gerekliliğine ters düştüğü gerekçesiyle eleştirilmiştir¹⁵².

Gerçekten de, uygulanacak hukukun taraflarca seçilmesine imkan veren “irade özerkliği” yaklaşımı, *Savigny*'nin milletlerarası özel hukuk sisteminin temeli olan,

¹⁵¹ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, s. 20 Int-47; Potok, Hague Securities Convention, s. 65; Haentjens, op. cit., s. 93.

¹⁵² ECB-Opinion on Hague Convention, s. 15.

bir hukuki meselenin o mesele ile en yakın irtibat halindeki hukuka tabi olması prensibinin istisnasıdır. Bu istisnaya, yani hukuk seçimine borçlar hukuku alanında müsaade edilmesinin sebebi ise, borçlar hukuku alanına giren bir sözleşmeden kaynaklanan tarafların hak ve borçlarının sadece ilgili taraflar arasında ileri sürülebilir olmasıdır. Keza borçlar hukuku alanında dahi, hukuk seçimi imkanının sınırsız olmadığı, örneğin akdedilen bir sözleşmeden üçüncü bir şahıs lehine doğrudan bir talep hakkının doğduğu hallerde hukuk seçiminin taraflarca sözleşmenin akdinden sonra değiştirilmesinin üçüncü kişinin kazanılmış hakları üzerindeki etkisinin sınırlandırıldığı görülmektedir (MÖHUK m. 24/III)¹⁵³.

Dolayısıyla bir menkul kıymet hesabına alacaklandırılmış menkul kıymetlere ilişkin bir devir veya teminat hakkı tesisi işleminin diğer tarafının, yani devralan veya teminat alanın da, aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin, etkilerinin ve sonuçlarının hangi hukuka tabi olacağını öngörebilecek durumda olması gerekmektedir.

Buna karşılık, burada aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarının “ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hesap anlaşmasında seçilen hukuk”a tabi tutulmasının; genel olarak milletlerarası özel hukukta borçlar hukuku alanındaki “irade özerkliği” prensibi ile benimsenen hukuk seçimi imkanından tamamen farklı olduğunun da altını çizmek gerekmektedir.

Zira görüldüğü üzere burada, üçüncü kişilerin haklarını da etkileme ihtimali bulunan hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukuk, aracılaştırılmış menkul kıymetleri konu alan tasarruf işleminin taraflarının; örneğin, rehin hakkı sağlayan ile rehin alanın aralarındaki rehin sözleşmesinde seçtikleri hukuk değil; menkul kıymetlerin alacaklandırıldığı menkul kıymet hesabının sahibi ile bu hesabı sağlayan ilgili aracı kurum arasındaki hesap sözleşmesinde seçilen hukuktur. Nitekim UCC m. 8, bu hukukun, ilgili aracı kurumun hukuku olduğunu ifade etmektedir. Dolayısıyla burada uygulanacak hukukun, kanunlar ihtilafı hukuku bağlamında klasik anlamda bir

¹⁵³ Tekinalp, Çavuşoğlu, op. cit., s. 349, 356-357; Nomer, op. cit., s. 303, 315; Çelikel, Erdem, op. cit., s. 321, 340; Şanlı, Ataman-Figanmeşe, Esen, op. cit., s. 248-249, 251.

hukuk seçimi ile tam belirlendiğini ileri sürmek doğru değildir¹⁵⁴.

Ancak yine de hesap sahibi ile aracı kurum arasındaki hukuk seçimini içeren hesap sözleşmesinin, kamuya açık olmaması ve sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kuruluşlarca genellikle gizlilik koşulları gereği özel bilgi olarak korunması nedeniyle, bu bağlama kuralında benimsenen sınırsız hukuk seçimi imkanının üçüncü kişiler bakımından uygulanacak hukukta öngörülebilirliği ve şeffaflığı zedelediği de aşıkardır.

¹⁵⁴ Rogers, *Securities Held Through Intermediaries*, s. 30; H.C. Sigman, Christophe Bernasconi, “Myths About the Hague Convention Debunked” (Hague Debunked), **IFLR**, November 2005, pp. 31-35, s. 34.

3. İlgili Aracı Kurum ile Hesap Sahibi Arasındaki Hesap Anlaşmasında Seçilen Hukukun “Nitelikli Ofis” Şartıyla Sınırlandırılması ve Aracı Kurumda Tutulan Menkul Kıymetlere İlişkin Bazı Haklara Uygulanacak Hukuka Dair Lahey Konvansiyonu

Yukarıda incelediğimiz, gerek hesap yaklaşımına gerekse de hesap anlaşmasında seçilen hukuk yaklaşımına yönelik eleştiri ve kaygıları dikkate alan “Aracı Kurumda Tutulan Menkul Kıymetlere İlişkin Bazı Haklara Uygulanacak Hukuka Dair Lahey Konvansiyonu”nda (HSC); bu yaklaşımınların bir çeşit karması veya uzlaştırıcısı olarak nitelendirilen ve hesap anlaşmasında seçilen hukukun “Nitelikli Ofis” şartı ile sınırlandırılmasını öngören yeni bir bağlama kuralı geliştirilmiştir¹⁵⁵.

Bu bağlamda öncelikle aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukuku global seviyede düzenleyen ve ekonomik ve finansal meselelere ilişkin ilk Lahey düzenlenmesi olması açısından da ayrıca önem arz eden¹⁵⁶ Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu’nda (HSC) öngörülen bağlama kuralları incelenecek ve ardından Konvansiyon’da öngörülen bağlama kurallarına ilişkin değerlendirmelere yer verilecektir.

a. Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu ve Konvansiyonda Düzenlenen Bağlama Kuralları

Milletlerarası menkul kıymet ticaretinde, aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğine ilişkin meselelere uygulanacak hukukun belirlenmesinde bağlama kurallarının belirsizliği ve yetersizliğinden kaynaklanan hukuki riskler; sermaye piyasalarının iç içe geçtiği ve birbirlerine bağımlı hale geldiği global piyasalarda, sistemik riske sebep olmaktadır.

Bu bağlamda, global piyasalarda var olan sistemik riskin azaltılabilmesi amacı ile

¹⁵⁵ Potok, Hague Securities Convention, s. 66; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 31; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 4-5 s. 67.

¹⁵⁶ Chun, op. cit, s. 388.

2000 yılında Avustralya, İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliği meselelerine uygulanacak bağlama kurallarının yeknesaklaştırılması için Lahey Konferansına uluslararası bir çalışma yapma önerisinde bulunmuştur. Tam 17 adet bölgesel çalıştayın ardından, çok kısa bir süre içerisinde 2003 yılının Şubat ayında Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu'nun nihai metni kabul edilmiştir¹⁵⁷.

Şu anda İsviçre, Amerika Birleşik Devletleri ve Morityus Cumhuriyeti Konvansiyona imza koymuş ve 2009 yılında İsviçre ve Morityus Konvansiyona katılmıştır. Ancak Konvansiyon'un yürürlüğe girebilmesi için en az üç devletin katılımı arandığından Konvansiyon henüz yürürlüğe girmemiştir (HSC m. 19(1)).

Konvansiyon'un temel amacı, global piyasalardaki hukuki ve sistemik riski ve bu risklerden kaynaklanan masrafları azaltmak ve milletlerarası menkul kıymet ticaretinin ve özellikle menkul kıymet teminatı işlemlerinin etkinliğini arttırmaktır. Bu amaç doğrultusunda, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukukun tespitinde hukuki kesinliği ve öngörülebilirliği temin edecek yeknesak kanunlar ihtilafi kuralları tesis edilmeye çalışılmıştır¹⁵⁸.

Bu bağlamda Konvansiyon'un salt bir kanunlar ihtilafi konvansiyonu olduğunun ve dolayısıyla milli hukukların aracılaştırılmış sistem veya bu sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin mevcut veya gelecekteki maddi hukuk düzenlemelerine yönelik hiçbir etkisi olmadığını ve hiçbir değişiklik empoze etmediğinin önemle altı çizilmektedir.

Burada kast edilen; Konvansiyon'da kanunlar ihtilafi kuralları tanzim edilirken, farklı ülke uygulamalarında görülen şeffaf-şeffaf olmayan sistem gibi farklı aracılaştırılmış sistem türleri arasında veya aracılaştırılmış sistemde elde tutulan

¹⁵⁷ Konvansiyon'un hazırlık aşaması ile ilgili daha ayrıntılı bilgi için bkz. Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-1-Int-15, s. 3-8.

¹⁵⁸ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-50, s. 21.

menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğinin kaynağına ilişkin farklı milli hukuklarda benimsenen doğrudan-dolaylı hak sahipliği gibi farklı modeller ve aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hesap sahiplerinin haklarının milli hukuklarda benimsenen farklı hukuki nitelendirmeler arasından hiçbir tercih yapmadığıdır¹⁵⁹.

Dolayısıyla Konvansiyon tüm aracılaştırılmış sisteme ve aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin tüm yaklaşımlarla uyumlu ve maddi hukuk nitelendirmeleri bakımından tarafsız kanunlar ihtilafı düzenlemeleri ihdas etme amacındadır¹⁶⁰.

Aşağıda öncelikle Konvansiyon'un bir uyuşmazlıkta devreye girebilmesi ve Konvansiyon'da yer alan bağlama kurallarının uygulanabilmesi için gereken şartlar yani Konvansiyon'un uygulama alanı ardından da Konvansiyon'da yer alan bağlama kuralları incelenecektir.

¹⁵⁹ Potok, Hague Securities Convention, s. 66; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 31; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-50, s. 21.

¹⁶⁰ Potok, Hague Securities Convention, s. 69, 71; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 18-25; Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-49 s. 21, § 2-1 s. 45.

(1) Konvansiyonun ve Konvansiyonda Düzenlenen Bağlama Kurallarının Uygulanma Alanı

i. Maddi Uygulanma Alanı

(a) Aracı Kurumda Tutulan Menkul Kıymetler

Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu sadece “aracı kurumda tutulan menkul kıymetler”e (*securities held with an intermediary*) yani aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin milletlerarası nitelikli hak sahipliği meselelerine uygulanmaktadır.

“Aracı kurumda tutulan menkul kıymetler”, menkul kıymetlerin bir menkul kıymet hesabına alacaklandırılması neticesinde hesap sahibinin elde ettiği haklar olarak tanımlanmaktadır (HSC m. 1(1)(f))¹⁶¹. “Menkul kıymetler” (*securities*), her türlü hisse, borçlanma aracı veya diğer finansal araçlar veya (para haricinde) finansal malvarlığı değerleri veya bunlara ilişkin her türlü hak (HSC m. 1(1)(a)) ve “menkul kıymet hesabı” (*securities account*)¹⁶² ise, bir aracı kurum tarafından yürütülen ve menkul kıymetlerin alacaklandırıldığı veya borçlandırıldığı hesap (HSC m. 1(1)(b)) olarak tanımlanmıştır.

Dolayısıyla menkul kıymetlere ilişkin bir uyumsuzlığa Konvansiyon’un uygulanabilmesi için temel kriter, uyumsuzluk konusu menkul kıymetlerin bir aracı kurum tarafından yürütülen bir menkul kıymet hesabına herhangi bir anda alacaklandırılıp alacaklandırılmadığıdır¹⁶³. Uyumsuzluk konusu menkul kıymetlerin, bir aracı kurum tarafından yürütülen menkul kıymet hesabına alacaklandırılıp alacaklandırılmadığına yani uyumsuzluğun Konvansiyon’un uygulanma alanına girip girmediğine de yine Konvansiyon hükümleri karar vermektedir¹⁶⁴.

¹⁶¹ Bkz. Yukarıda, s. 16 vd.

¹⁶² Bkz. Yukarıda, s. 19 dn. 45.

¹⁶³ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-24 s. 11, Int-51 s. 21, § 2-1 s. 45; Goode, The Hague Convention, s. 66; Potok, Hague Securities Convention, s. 68; Chun, op. cit, s. 389.

¹⁶⁴ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 2-15-2-16 s. 48-49; Chun, op. cit, s. 391.

Bu bağlamda, uyuşmazlık konusu menkul kıymetler, geleneksel elde tutma sistemi çerçevesinde elde tutuluyorsa, yani menkul kıymetleri temsil eden senetler yatırımcının zilyetliğinde ise veya yatırımcının hak sahipliği hiçbir aracı kurumun dahil olmaksızın doğrudan ihraççının hak sahipliği kayıtlarına kaydediliyor ise; bu menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği meselelerine Konvansiyon hükümleri uygulanmayacaktır¹⁶⁵.

Bu noktada belirtmek gerekir ki, Konvansiyon'un uygulanması bakımından temel kriter sadece menkul kıymetlerin bir aracı kurum tarafından yürütülen menkul kıymet hesabına alacaklandırılması, yani ihtilafın aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin olmasıdır. Bu nedenle, bu alacaklandırma neticesinde hesap sahibinin sahip olduğu hakların, uygulanacak hukuk uyarınca, ihraç edilen menkul kıymetler üzerinde ve ihraççıya karşı ileri sürülebilecek bir hak olarak nitelendirilmesi yani uygulanacak hukukun doğrudan hak sahipliği sistemini¹⁶⁶ benimsemiş olması (örn., Türk hukuku); Konvansiyon'un uygulanmasına engel teşkil etmemektedir. Zira bu haklar da bir menkul kıymet hesabına alacaklandırma neticesinde elde edildiğinden, "aracı kurumda tutulan menkul kıymet" (aracılaştırılmış menkul kıymet) olarak nitelendirilmekte ve Konvansiyon kapsamında değerlendirilmektedir¹⁶⁷.

Bu hususa netlik kazandırmak için Konvansiyon, aracı kurumun tanımını genişleterek, doğrudan hak sahipliği sistemindeki aracı kurumları ve özellikle şeffaf sistemler bakımından merkezi saklama kuruluşlarını da bu tanım kapsamına almıştır (HSC m. 1 (4) ve (5)).

Böylece Türkiye gibi yatırımcıların menkul kıymet hesaplarının merkezi saklama kuruluşları nezdinde hak sahibi bazında izlendiği ve yatırımcıların menkul kıymetlere ilişkin haklarını doğrudan ihraççıya karşı ileri sürebildiği hem doğrudan hak sahipliğini hem de şeffaf sistemi benimsemiş ülke piyasalarında elde tutulan ve

¹⁶⁵ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-24 s. 11, Int-51 s. 21, § 2-1 s. 45.

¹⁶⁶ Bkz. Yukarıda, s. 55.

¹⁶⁷ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-24 s. 11, Int-51 s. 21, § 1-36 s. 45; Goode, *The Hague Convention*, s. 66; Potok, *Hague Securities Convention*, s. 68.

işlem gören menkul kıymetlerin de Konvansiyon'un uygulama alanına girmesi sağlanmıştır.

Bunun yanı sıra uygulanacak hukuk uyarınca, hesap sahibinin alacaklandırma neticesinde elde ettiği hakkın aynı hak, alacak hakkı, güçlendirilmiş alacak hakkı, karma hak veya başkaca bir şekilde nitelendirilmesinin¹⁶⁸ de Konvansiyon'un uygulanabilirliği üzerinde hiçbir etkisi bulunmamaktadır. Bu nedenle örneğin uygulanacak hukukun Türk hukuku olması ve hesap sahibinin hakkının, kısmen aynı etkiler tanınmış bir alacak hakkı olarak nitelendirilmesi halinde de Konvansiyon uygulama alanı bulacaktır (HSC m. 2(2))¹⁶⁹.

Ayrıca Konvansiyon'un uygulama alanı bakımından, uyuşmazlık konusu menkul kıymetlerin bir menkul kıymet hesabına ne zaman alacaklandırıldığına da bir önemi bulunmamaktadır. Bu bakımdan aracılaştırılmış menkul kıymetlerin, menkul kıymetler üzerinde hak iddia eden kişinin; örneğin, devralanın hesabına alacaklandırılmamış olması önem arz etmez. Burada ihtilaf konusu menkul kıymetlerin, herhangi bir kişi tarafından ve herhangi bir zamanda bir menkul kıymet hesabına alacaklandırılarak aracılaştırılmış sisteme dahil edilmiş olması ve halen bu sistemde işlem görüyor olması yeterlidir¹⁷⁰.

Son olarak Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu, Avrupa Birliği Direktifleri'nden farklı olarak, aracı kurumda tutulan menkul kıymetlere ilişkin sadece menkul kıymet teminatı işlemlerine değil menkul kıymetler üzerindeki satım veya teminaten temlik yoluyla hak sahipliğinin devrine ilişkin işlemlerden kaynaklanan hak sahipliği ihtilaflarına da uygulanmakta ve bu işlemler "tasarruf" (*disposition*)¹⁷¹ olarak adlandırılmaktadır (HSC m. 1(1)(h))¹⁷².

¹⁶⁸ Bkz. Yukarıda, s. 67 vd.

¹⁶⁹ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-25 s. 11, § 2-11-2-12 s. 48; Potok, Hague Securities Convention, s. 68; Chun, op. cit, s. 392; Haentjens, op. cit., s. 80.

¹⁷⁰ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 1-16 s. 34; Potok, Hague Securities Convention, s. 68; Goode, The Hague Convention, s. 66; Chun, op. cit, s. 391.

¹⁷¹ Bkz. Yukarıda, s. 42 dn. 109.

¹⁷² Bkz. Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 1-19 s. 35; Potok, Hague Securities Convention, s. 67; Chun, op. cit, s. 391.

(b) Konu Bakımından Uygulanma Alanı

Konvansiyon'da düzenlenen bağlama kuralları uyarınca uygulanacak hukukun (Konvansiyon hukuku-*Convention law*), aracı kurumda tutulan menkul kıymetlere ilişkin hangi konuları kapsamına aldığı yani kanunlar ihtilafı kurallarının uygulanma alanı 2. maddede liste halinde düzenlenmiştir.

Bu listede yer alan meseleler, doktrinde ve çalışmamızda hak sahipliği meseleleri (*proprietary issues*) olarak tanımlanan meselelerdir¹⁷³. Ancak Konvansiyon, maddi hukuka ait konularda tarafsızlığını korumak adına sahipliği meseleleri ile sözleşmesel meseleler arasında kavramsal bir ayrıma gitmeden, bu meseleleri listeleme yoluna gitmiştir. Nitekim Konvansiyon'un isminde de, hak sahipliği meseleleri ifadesi yerine "bazı haklar" (*certain rights*) ifadesi tercih edilmiştir¹⁷⁴.

Konvansiyon'un 2. maddesinin 1. fıkrası uyarınca; (1) menkul kıymetlerin bir menkul kıymet hesabına alacaklandırılması neticesinde meydana gelen hakların hukuki niteliği ve aracı kuruma ve üçüncü kişilere karşı etkileri, (2) aracı kurumda tutulan menkul kıymetler üzerindeki tasarrufların hukuki niteliği ve aracı kuruma ve üçüncü kişilere karşı etkileri; (3) tasarrufların üçüncü kişilere karşı hukuki etki kazanabilmesi için, eğer varsa, yerine getirilmesi gereken koşullar; (4) karşı hak iddialarının öncelik sırası; (5) aracı kurumda tutulan menkul kıymetler üzerinde hesap sahibinin haricinde hak iddiasında bulunan üçüncü kişilere karşı aracı kurumun yükümlülükleri; (6) aracı kurumda tutulan menkul kıymetler üzerindeki hakların paraya çevrilmesi için yerine getirilmesi gereken koşullar ve (7) bir tasarrufun aracı kurumda tutulan menkul kıymetlerin temettü gibi tevziatları veya diğer getirileri üzerindeki hakları kapsamına alıp almadığına ilişkin meseleler Konvansiyon uyarınca belirlenen hukuka tabidir.

Konvansiyon'un ve Konvansiyon'da ihdas edilen bağlama kurallarının konu bakımından uygulanma alanını belirleyen bu liste sınırlıdır. Bu nedenle,

¹⁷³ Bkz. Yukarıda, s. 103.

¹⁷⁴ Haentjens, op. cit., s. 80; Chun, op. cit., s. 393.

Konvansiyon'un 2. maddesinin 1. fıkrasında belirlenen bu meseleler dışında kalan uyuşmazlıklar uygulanacak hukuk Konvansiyon'da düzenlenen bağlama kuralları uyarınca belirlenmeyecektir¹⁷⁵.

Görüldüğü üzere Konvansiyon'da düzenlenen bağlama kuralları uyarınca uygulanacak hukuk (Konvansiyon hukuku), aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin tasarrufların hukuki etkileri, karşı hak talepleri ve öncelik sırası gibi meselelerin yanı sıra, aracılaştırılmış menkul kıymetlerin ve bunlara ilişkin tasarrufların hukuki niteliğini de belirlemektedir. Dolayısıyla Konvansiyon, aracılaştırılmış sistemde hesap sahiplerinin haklarının hukuki nitelendirilmesini *lex fori*'ye değil, hak sahipliğine ilişkin meselelere uygulanacak hukuka tabi tutmuştur.

Ayrıca hemen yukarıda belirttiğimiz üzere, hesap sahibinin haklarının ve tasarruf işleminin hukuki niteliğinin Konvansiyon hukukuna göre belirlenmesinden önce, uyuşmazlık konusu menkul kıymetlerin aracı kurumda tutulan menkul kıymetler olup olmadığına da Konvansiyon hükümleri karar vermektedir.

Konvansiyon'da benimsenen bu yaklaşım, aracılaştırılmış elde tutma sisteminde bağlama konusunun nitelendirilmesine hangi hukukun uygulanacağına ilişkin yukarıda üzerinde durduğumuz tartışmaları da bertaraf etmekte ve *forum shopping*'in önüne geçmektedir. Ayrıca Konvansiyon, hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukuku ilgili aracı kurumun bulunduğu kademedeki faktörleri dikkate alarak belirlediğinden, hesap sahiplerinin haklarının hukuki nitelendirilmesine uygulanacak hukuka ilişkin Konvansiyon tarafından benimsenen çözüm, aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğinin hukuki niteliğinin, hesap sahibi ile ilgili aracı kurum arasındaki hukuki ilişkinin tabi olduğu hukuka göre nitelendirilmesi yaklaşımı ile de uyum arz etmektedir¹⁷⁶. Konvansiyon böylece, hem hak sahipliğinin hukuki niteliğinin belirlenmesinde hem de hak sahipliğine ilişkin ihtilafa uygulanacak

¹⁷⁵ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-54 s. 22; Goode, The Hague Convention, s. 67.

¹⁷⁶ Bkz. Yukarıda, s. 121.

hukukun belirlenmesinde sadece ilgili aracı kurumun bulunduğu kademedeki faktörleri dikkate almakta ve böylece uygulanacak hukukun tespitinde işlemin tarafları açısından tam bir öngörülebilirlik sağlamış olmaktadır¹⁷⁷.

Yine yukarıda üzerinde durduğumuz üzere, uygulanacak hukuk yani Konvansiyon hukuku uyarınca, hesap sahibinin alacaklandırma neticesinde elde ettiği hakkın aynı hak, alacak hakkı, karma hak veya başkaca bir şekilde nitelendirilmesinin Konvansiyon'un uygulanabilirliği üzerinde hiçbir etkisi bulunmamaktadır. Zira aracı kurumda tutulan menkul kıymetler, bir menkul kıymet hesabında gerçekleştirilen alacaklandırma neticesinde meydana gelen tüm hakları kapsamına alacak şekilde tanımlanmıştır. Konvansiyon bu konudaki tüm şüpheleri gidermek için 2. maddenin 2. fıkrasında açıkça, bir menkul kıymet hesabında gerçekleştirilen alacaklandırma neticesinde hesap sahibinin elde ettiği haklar, Konvansiyon hukuku uyarınca alacak hakkı olarak nitelendirilse dahi, bu haklara ilişkin 1. fıkrada belirlenen meselelere yine Konvansiyon hukukunun uygulanacağını hükme bağlamıştır¹⁷⁸.

Ancak bunun ardından Konvansiyon'un, 2. maddenin 3. fıkrasında hangi meselelerin Konvansiyon hukukunun uygulama alanı dışında kaldığı belirlenirken, (a) ve (b) bentlerinde, Konvansiyon hukukunun, menkul kıymet hesabına alacaklandırma neticesinde meydana gelen (HSC m. 2(3)(a)) ve alacaklandırılan menkul kıymetlerin tasarruf işlemlerinden kaynaklanan (HSC m. 2(3)(b)) *salt sözleşmesel veya kişisel* nitelikteki hak ve yükümlülüklerle uygulanmayacağı ifade edilmiştir.

Konvansiyon'un 2. maddesinin 2. fıkrasında açıkça, menkul kıymet hesabına alacaklandırma neticesinde elde edilen hakların Konvansiyon hukuku uyarınca alacak hakkı olarak nitelendirilmesi halinde de Konvansiyon'un uygulanacağını belirtilmiş olması karşısında, özellikle 3. fıkranın (a) bendindeki *salt sözleşmesel veya kişisel* nitelikteki hak kavramından ne anlaşılması gerektiği önem kazanmaktadır.

¹⁷⁷ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 2-12 s. 48; Chun, op. cit, s. 394.

¹⁷⁸ Bkz. Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 2-30 s. 56.

Nitekim Konvansiyon'un şerhinde de, bu ifadenin olması gerektiği kadar isabetli bir ifade olmadığı itiraf edilmekle birlikte, 3. fıkranın (a) ve (b) bentlerinin, 1. fıkra, yani Konvansiyon'un kapsamına aldığı konuları listeleyen hükmü çerçevesinde değil; 2. fıkraya bağlı olarak yorumlanması gerektiği ve esasında bu hükümler ile 2. fıkra uyarınca hesap sahibinin hakları alacak hakkı olarak nitelendirilse dahi Konvansiyon'un uygulanacağına altının çizildiği belirtilmektedir. Ardından, *salt sözleşmesel veya kişisel* nitelikteki hak ve yükümlülüklerin; hesap özetlerinin kapsamı ve sıklığı, aracı kurumların menkul kıymet hesaplarını yürütürken yerine getirmeleri gereken özen yükümlülüğü, zarar riski, işlem talimatı terminleri, tasarruf işlemine konu olacak menkul kıymetlerin sayısı ve fiyatı gibi meselelere ilişkin olduğu açıklanmıştır¹⁷⁹.

Dolayısıyla aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin bir işlemi, örneğin bir satım işlemi, bir mal satımı gibi değerlendirirsek, bu noktada Konvansiyon'un kapsamına giren meseleler, bu satımın "borçlandırıcı işlem" aşamasına değil "tasarruf işlemi" aşamasına ilişkin meselelerdir¹⁸⁰.

Son olarak Konvansiyon'da açıkça, ihraççının veya onun tescil yetkilisinin (*registrar*) veya ihraççının ihraç ettiği menkul kıymetlerin alım-satımına aracılık yapan kurumun (*transfer agent*), ihraç edilen menkul kıymetleri elinde tutan kişiye veya herhangi bir başka kişiye karşı hak ve yükümlülüklerine ilişkin meselelere uygulanmayacağı hüküm altına almıştır. Bu hak ve yükümlülükler, ihraççının hisse sahiplerinin oy kullanma, temettü ve tescili talep hakkı gibi tüm ortaklık haklarına karşı sahip olduğu yükümlülükleri ve ihraççının ihraç ettiği menkul kıymetlerin devrine ilişkin kısıtlamaları belirleme hakkı gibi hakları içermektedir¹⁸¹.

Bu bakımdan örneğin, ihraççı şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlere ilişkin temettü ödemelerini geciktirmesi halinde, Konvansiyon hukuku uyarınca bu şirketin hisselerini bir menkul kıymet hesabına alacaklandırmak suretiyle elinde bulunduran

¹⁷⁹ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 2-7 s. 46; Goode, The Hague Convention, s. 67; Chun, op. cit, s. 396; .

¹⁸⁰ Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 45 vd.

¹⁸¹ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-59 s. 22-23, § 2-34 s. 58.

bir yatırımcının menkul kıymetlere ilişkin hakları doğrudan ihraççıya karşı ileri sürülebilecek haklar olarak nitelendirilse dahi, Konvansiyon, ihraççı ile hisse sahipleri arasındaki ortaklık hukukundan kaynaklanan meselelere uygulanmadığından, bu örnekte ihraççının hisse sahibine karşı temettü ödeme yükümlülüğü Konvansiyon’da yer alan bağlama kurallarına göre değil, mahkemenin, *lex fori*’nin bağlama kurallarına göre belirlenecektir¹⁸². Türk mahkemelerinin önüne böyle bir mesele geldiğinde ise uygulanacak hukuk, muhtemelen, ortaklık hisseleri söz konusu olduğundan, ihraççının statüsündeki idare merkezi hukuku (*lex societatis*) olacaktır.

ii. Uluslararası Uygulanma Alanı

Konvansiyon’un 3. maddesinde, Konvansiyon’un, farklı ülkelerin hukukları arasında bir tercih yapılmasını gerektiren her durumda uygulanacağı ifade edilmiştir. Bunun anlamı, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin bir uyuşmazlıkta Konvansiyon’un uygulanabilmesi için, o uyuşmazlığın herhangi bir aşamasında veya kademesinde bir yabancılik unsurunun bulunmasının yeterli olmasıdır. Örneğin; aracılaştırılmış bir menkul kıymetin satımında, alıcı-satıcı ve işleme dahil olan tüm aracı kurumlar aynı ülkenin vatandaşlığına sahip olsa veya aynı ülkenin hukukuna tabi olsalar da, uyuşmazlık konusu menkul kıymetlerin ihraççısının yabancı bir ülke hukukuna tabi olması, ihraççının uyuşmazlık ile hiçbir bağlantısı olmasa da, Konvansiyon’un devreye girmesi için yeterlidir. Bu hüküm, Konvansiyon’un uygulanma alanını geniş tutmak maksadıyla bilinçli olarak 1980 tarihli Roma Konvansiyonu¹⁸³,’ndan alınmıştır¹⁸⁴.

Ayrıca Konvansiyon’un 9. maddesi uyarınca, Konvansiyon’da yer alan bağlama kuralları uyarınca belirlenen hukuk Taraf Devlet hukuku olmasa dahi Konvansiyon

¹⁸² Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Example 2-12 s. 58; Chun, op. cit, s. 398.

¹⁸³ *Convention on the Law Applicable to Contractual Obligations, Rome 19 June 1980, (80/394/EEC) (OJ L 266/1), Article 1, (Çevrimiçi) <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:1980:266:0001:0010:EN:PDF>, 12 Kasım 2013.*

¹⁸⁴ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 3-3-3-4 s. 59; Goode, *The Hague Convention*, s. 67; Chun, op. cit, s. 399.

uygulanacaktır¹⁸⁵.

iii. Uygulanma Alanını Sınırlandırıcı Hükümler

(a) İflas

Konvansiyon, bir iflas takibinin başlatılmasından sonra, esasa ve usule ilişkin iflas kurallarının uygulanmasını engellememektedir. Örneğin, hak ve alacakların derecelendirilmesi veya iflas takibinin başlatılmasının ardından bu hakların icra edilmesi gibi iflas hukukuna ilişkin meseleler iflas takibinin tabi olduğu hukuka yani *lex concursus*'a tabi olacaktır (HSC m. 8(2)). Ancak, iflas takibinin başlatılmasından önce gerçekleşen ve Konvansiyon'un 2. maddesinde sayılan tüm meseleler Konvansiyon hukukuna tabi olacaktır (HSC m. 8(1)). Bunun anlamı, iflas takibinden önce Konvansiyon hukuku uyarınca geçerli bir şekilde edinilen ve üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilen hakların bu etkisinin iflas takibinden sonra da tanınmasının sağlanmasıdır. Örneğin; iflas takibinin başlatılmasından önce Konvansiyon hukukuna göre geçerli bir şekilde edinilen ve üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilen bir teminat hakkının, iflas takibi başladıktan sonra iflasa uygulanacak hukuk uyarınca teminat hakkının edinilmesi veya üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesi için yerine getirilmesi gereken bazı şartların yerine getirilmediğinden bahisle geçersiz addedilmesi bu hükümlerle engellenmeye çalışılmıştır¹⁸⁶.

(b) Kamu Düzeni Müdahalesi ve Mahkemenin Hukukunun Doğrudan Uygulanan Kuralları

Konvansiyon, tüm kanunlar ihtilafı düzenlemelerinde olduğu üzere, uygulanacak hukukun *lex fori*'nin kamu düzeni müdahalesine tabi olduğunu ve *lex fori*'nin doğrudan uygulanan kurallarının Konvansiyon'da yer alan bağlama kuralları dikkate alınmaksızın uygulanacağını hükme bağlamaktadır (HSC m. 11(1) ve (2)).

¹⁸⁵ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 9-1 s. 112.

¹⁸⁶ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 8-1 s. 106; Potok, Hague Securities Convention, s. 69; Chun, op. cit, s. 399-400.

Burada dikkat edilmesi gereken hususlardan biri; Konvansiyon, iflas kuralları ile Konvansiyon uyarınca uygulanacak hukuk arasındaki, yani *lex concursus* ile *lex causae* arasındaki ilişkiyi, 8. maddede özel bir hükümlerle düzenlediğinden, iflas kurallarının kamu düzeni müdahalesi kapsamında devreye sokulamayacağıdır¹⁸⁷.

Bir diğeri ise, Konvansiyon'un sadece *lex fori*'nin doğrudan uygulanan kurallarına etki tanımış olması sebebiyle, üçüncü devletin doğrudan uygulanan kurallarına etki tanınmayacağıdır¹⁸⁸.

Ancak Konvansiyon, iflasa ilişkin 8. maddede yaptığı gibi, kamu düzeni müdahalesine ve doğrudan uygulanan kurallara etki tanınmasına yönelik olarak bir sınırlandırma getirmektedir. Buna göre Konvansiyon, tasarruf işlemlerinin üçüncü kişilere karşı hukuki etki kazanabilmesine ve karşı hak iddialarının öncelik sırasının belirlenmesine ilişkin koşullara her durumda Konvansiyon hukukunun yani *lex causae*'nin uygulanacağını hükme bağlamakta ve bu konularda kamu düzeni müdahalesine veya doğrudan uygulanan kurallara etki tanınmasına müsaade etmemektedir (HSC m. 11(3))¹⁸⁹.

¹⁸⁷ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 11-4 s. 115.

¹⁸⁸ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 11-9 s. 116

¹⁸⁹ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 11-6 s. 115.

(2) Konvansiyonda Düzenlenen Bağlama Kuralları

Konvansiyon'da bağlama kuralları 4., 5. ve 6. maddelerde yer almaktadır. Ancak esasen Konvansiyon'a damgasını vuran, “temel kural” (*primary rule*) 4. maddede düzenlenmiştir. 5. maddede, 4. maddeye göre uygulanacak hukukun belirlenememesi halinde uygulanacak hukuku gösteren “yedek kurallar”a (*fall-back rules*) ve 6. maddede ise uygulanacak hukukun belirlenmesinde “dikkate alınmayacak bağlanma noktaları”na (*factors to be disregarded*) ilişkin hükümler yer almaktadır.

Konvansiyon'un temel bağlama kuralı formüle edilirken, uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımının esas alınması ve gözden geçirme yaklaşımının tamamen reddedilmesi konusunda en başından itibaren tüm katılımcılar görüş birliği içerisinde olmuştur.

Bu ortak noktadan hareketle, hazırlık çalışmalarında uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımı çerçevesinde, bağlama kuralı olarak, “ilgili menkul kıymet hesabının bulunduğu/yürütüldüğü yer hukuku”nu benimseyen hesap yaklaşımı ve “ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hesap anlaşmasında seçilen hukuk”u benimseyen yaklaşım dikkatli bir şekilde analiz edilmiştir. Tüm analizler ve tartışmalar neticesinde, aracılaştırılmış sistemde hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukukun tespitinde ihtiyaç duyulan hukuki kesinliğin, öngörülebilirliğin ve şeffaflığın aynı anda sağlanabilmesi için, bu iki yaklaşımın bir çeşit karması olan yeni bir bağlama kuralının formüle edilmesine karar verilmiştir¹⁹⁰.

¹⁹⁰ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-41-Int-46 s. 20 § 4-3-4-5 s. 66-67; Potok, Hague Securities Convention, s. 64-66; Goode, The Hague Convention, s. 68.

i. Temel Bağlama Kuralı

(a) İlgili Aracı Kurum ile Hesap Sahibi Arasındaki Hesap Anlaşmasında Seçilen Hukuk

Konvansiyon'daki temel bağlama kuralı uyarınca (HSC m. 4(1)), aracı kurumda elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin olarak Konvansiyon'un 2. maddesinin 1. fıkrasında belirlenen tüm meseleler, ihtilaf konusu aracılaştırılmış menkul kıymetlerin alacaklandırıldığı menkul kıymet hesabına dair hesap sözleşmesinin tarafları olan ilgili aracı kurum ile hesap sahibinin *hesap sözleşmesinde açıkça seçtikleri devlet hukukuna* tabidir (*genel hukuk seçimi*).

Ancak eğer ilgili aracı kurum ile hesap sahibi, *hesap sözleşmesinde açıkça ve özel olarak, 2. maddenin 1. fıkrasındaki tüm meselelerin, belirli bir devletin hukuka tabi olacağını kararlaştırmışlarsa* (*özel hukuk seçimi*) uygulanacak hukuk, hesap sözleşmesinde genel bir hukuk seçimi klozunun yer alıp almadığına bakılmaksızın, bu hukuk olacaktır.

Yani eğer ilgili aracı kurum ile hesap sahibi hesap sözleşmesinde, Konvansiyon'un 2. maddesinin 1. fıkrasındaki meselelere ilişkin olarak özel bir hukuk seçimine yer vermemişlerse ve hesap sözleşmesinde sözleşmeden kaynaklanan uyuşmazlıklara dair bir hukuk seçimi varsa, bu durumda hesap sözleşmesinde yer alan bu genel hukuk seçimi klozu hem sözleşmeden kaynaklanan uyuşmazlıklara hem de Konvansiyon'un 2. maddesinin 1. fıkrasında belirlenen meselelerden kaynaklanan uyuşmazlıklara uygulanacaktır. Yani bu durumda, aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin sözleşmesel ve aynı meseleler aynı hukuka tabi olacaktır¹⁹¹.

Örneğin, bir Türk yatırımcı ile aracı kurum menkul kıymet hesabı sözleşmesinde sözleşmenin Türk hukukuna tabi olacağını ve bunun yanı sıra açıkça Lahey Konvansiyonu'nun 2. maddesinin 1. fıkrasında belirtilen tüm meselelerin New York

¹⁹¹ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-47 s. 21 § 4-14 s. 69-70; Potok, Hague Securities Convention, s. 66; Goode, The Hague Convention, s. 69.

hukukuna tabi olacağını kararlaştırmışlarsa, bu durumda, Konvansiyon hukuku New York hukuku olacaktır. Türk hukuku ise, sözleşmeden kaynaklanan uyuşmazlıklar bakımından uygulanmaya devam edecektir. Böylesi özel bir hukuk seçimi klozu yoksa Konvansiyon hukuku da, Türk hukuku olacaktır¹⁹².

Konvansiyon'daki hukuk seçimi birtakım usuli ve maddi sınırlamalara tabidir. Usuli sınırlamaların ilki, gerek genel gerekse özel hukuk seçiminin *açık* olması gereğidir. Dolayısıyla Konvansiyon'da, zımni hukuk seçimine müsaade edilmemiştir¹⁹³.

İkincisi; Konvansiyon'da tarif edilen özel hukuk seçimi, 2. maddenin 1. fıkrasındaki tüm meseleleri kapsamına alacak şekilde yapılmalıdır. 2. maddede yer alan meselelerin bir kısmına yönelik özel hukuk seçimine müsaade edilmemektedir. Bu nedenle, özel hukuk seçimi kısmi bir şekilde yapılmışsa geçersiz sayılacak ve uygulanacak hukuk, genel hukuk seçimi varsa buna göre; genel hukuk seçimi yoksa 5. maddede yer alan “yedek kurallar”a göre belirlenecektir. Bu kural ile Konvansiyon, aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğine ilişkin tüm meselelerin tek bir hukuka tabi olmasını sağlamaktadır¹⁹⁴.

Hukuk seçimine ilişkin maddi sınırlama ise, hemen aşağıda inceleyeceğimiz “Nitelikli Ofis” şartıdır.

¹⁹² Rogers, *Securities Held Through Intermediaries*, s. 40; Chun, *op. cit.*, s. 402.

¹⁹³ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 4-17 s. 70; Goode, *The Hague Convention*, s. 69.

¹⁹⁴ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 4-16 s. 70; Goode, *The Hague Convention*, s. 69.

(b) İlgili Aracı Kurum ile Hesap Sahibi Arasındaki Hesap Anlaşmasında Seçilen Hukukun “Nitelikli Ofis” Şartıyla Sınırlandırılması

Konvansiyon, temel bağlama kuralı olarak, ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hesap anlaşmasında açıkça seçilen hukuku kabul etmekle birlikte, bu hukuk seçimine bir sınırlama getirmektedir. Konvansiyon uyarınca gerek özel gerekse genel hukuk seçimine etki tanınabilmesi için, “Nitelikli Ofis” şartının (“*Qualifying Office*” requirement) karşılanması gerekmektedir.

Buna göre, hesap sözleşmesinin taraflarınca seçilen devlet hukukunun uygulanabilmesi için, (1) ilgili aracı kurumun, hukuk seçimine ilişkin sözleşmenin akdedildiği sırada, bu devlette bir ofisinin¹⁹⁵ bulunması ve (2) bu ofisin belirli şartları taşıması gerekmektedir.

Ofisin “Nitelikli Ofis” olarak nitelendirilebilmesi için; (a) bu ofisin, tek başına veya ilgili aracı kurumun diğer ofisleri veya ilgili aracı kurum adına hareket eden kişiler ile birlikte menkul kıymet hesaplarının yürütülmesine ilişkin, izleme, işlem yapma, kurumsal işlemleri yönetme gibi olağan aktiviteleri sürdürmesi veya (b) bu ofisin, o devlette menkul kıymet hesapları yürüttüğünün hesap numarası, banka kodu gibi vasıtalarla belirlenmiş olması gerekmektedir (HSC m. 4(1)(a) ve (b))¹⁹⁶.

4. maddenin (a) bendinde ifade edilen, menkul kıymet hesaplarının yürütülmesine ilişkin aktivitelerden ne anlaşılması gerektiğine açıklık getirmek için, 2. fıkrada hangi aktivitelerin tek başına bu kapsamda değerlendirilemeyeceği sayılmıştır (HSC m. 4(2))¹⁹⁷. Örneğin; aracı kurumun sadece menkul kıymet hesaplarına ilişkin verilerin depolanması veya işlenmesi gibi teknolojik alt yapı hizmetlerinin sunulması faaliyetlerini yürüten bir ofisi 4. madde bağlamında Nitelikli Ofis şartını karşılayamamaktadır (HSC m. 4(2)(a)).

¹⁹⁵ “Ofis” kavramı Konvansiyon’da, geçici olmamak şartıyla, bir aracı kurumun faaliyetlerinden herhangi birini sürdürdüğü işyeri olarak tanımlanmıştır (HSC m. 1(1)(j)).

¹⁹⁶ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 4-22-4-23 s. 73; Goode, The Hague Convention, s. 69.

¹⁹⁷ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 4-39 s. 80; Chun, op. cit, s. 403.

Bu noktada önemle belirtmek gerekir ki, bir uyuşmazlıkta, ilgili aracı kurumun, hesap anlaşmasında hukuku seçilen devlette nitelikli ofisinin bulunup bulunmadığı belirlenirken değerlendirme, spesifik olarak uyuşmazlığa konu aracılaştırılmış menkul kıymetlerin alacaklandırıldığı yani ilgili menkul kıymet hesabı bazında yapılmamaktadır.

Aracı kurumun bu devletteki ofisinin, genel olarak menkul kıymet hesaplarının yürütülmesine yönelik olağan faaliyetlerde bulunduğu tespit edilmiş olması veya o devlette menkul kıymet hesapları yürütme faaliyetleri ile iştigal ettiğinin herhangi bir hesap numarası ile teyit edilmiş olması yeterlidir.

Bu bakımdan, örneğin, ilgili aracı kurumun hukuku seçilen devletteki ofisi, uyuşmazlık konusu menkul kıymet hesabına veya hesap sahibine mahsus olarak hiçbir hesap hizmeti sunmamış olsa da, genel olarak menkul kıymet hesaplarının yürütülmesine yönelik olağan faaliyetlerde bulunan bir ofis ise, Konvansiyon uyarınca Nitelikli Ofis'tir ve dolayısıyla ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasında gerçekleştirilen hukuk seçimi etki kazanmaktadır.

Konvansiyon'un Nitelikli Ofis araştırmasını, sadece uyuşmazlık konusu olayda aracılaştırılmış menkul kıymetlerin alacaklandırıldığı ilgili menkul kıymet hesabına matuf şekilde yapmamasının sebebi; hesap yaklaşımının kaosundan kaçınmak içindir. Zira Nitelikli Ofis araştırmasının her somut olayda uyuşmazlığa konu menkul kıymet hesabı bazında yapılması demek, menkul kıymet hesabının bulunduğu veya yürütüldüğü yerin tespit edilmeye çalışılması demektir. Bu nedenle, araştırmanın belirli bir hesap bazında yapılmaması esasında Konvansiyon'un amaçladığı uygulanacak hukukun belirlenmesinde hukuki kesinliğin ve muayyeniyetin sağlanması bakımından bir zorunluluktur¹⁹⁸.

Son olarak, Konvansiyon'da, nitelikli ofis araştırmasının, ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hukuk seçiminin yer aldığı hesap sözleşmesinin akdedildiği andaki

¹⁹⁸ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 4-23 s. 73; Potok, Hague Securities Convention, s. 66; Chun, op. cit, s. 404.

durum esas alınarak yapılacağı ifade edilmiştir. Böylece Konvansiyon, Nitelikli Ofis araştırması bakımında sabit bir statü öngörmüştür. Bu nedenle örneğin, ilgili aracı kurumun, hukuk seçiminin kararlaştırıldığı anda Nitelikli Ofis şartlarını karşılayan ofisini sonradan kapatmış olmasının, Nitelikli Ofis şartının sağlanması bakımından herhangi bir olumsuz etkisi olmayacaktır. Aynı şekilde tersi durumda da, yani hukuk seçiminin kararlaştırıldığı anda Nitelikli Ofis şartlarını karşılamayan ofisin, sonradan bu şartları karşılar hale gelmesi, bu ofisin bulunduğu devlet hukukuna yönelik hukuk seçimine etki kazandıramayacaktır¹⁹⁹.

İlgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hesap anlaşmasında seçilen hukukun, nitelikli ofis koşullarını sağlayamadığı hallerde, uygulanacak hukuk Konvansiyon'un 5. maddesinde yer alan "yedek kurallar"a (*fall-back rules*) göre belirlenecektir.

ii. Yedek Bağlama Kuralları

Gerek ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hesap anlaşmasında seçilen hukukun Nitelikli Ofis şartlarını karşılayamaması gerekse de böyle bir hukuk seçiminin hiç yapılmamış veya Konvansiyon'da belirlenen usuli şartlara uygun yapılmamış olması sebebiyle, Konvansiyon'un 4. maddesinde düzenlenen temel bağlanma kuralının uygulanamadığı hallerde, Konvansiyon'un 5. maddesinde kademeli olarak düzenlenmiş "yedek bağlama kuralları" (*fall-back rules*) devreye girecektir.

Buna göre uygulanacak hukuk; (1) yazılı şekilde düzenlenmiş hesap sözleşmesinde açıkça ve hiçbir tereddüde yer bırakmayacak şekilde, ilgili aracı kurumun hesap sözleşmesini belirli bir ofisi aracılığı ile akdettiği belirtilmişse ve bu ofis Nitelikli Ofis şartını karşılıyor ise, bu ofisin bulunduğu yer hukuku; bu hukukun belirlenememesi halinde, (2) hesap sözleşmesi akdedildiği sırada, ilgili aracı

¹⁹⁹ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 4-27 s. 77.

kurumun kurulduğu veya başkaca bir şekilde organize olduğu²⁰⁰ yer hukuku (*lex incorporationis*); bu hukukun da belirlenememesi halinde, (3) ilgili aracı kurumun idare merkezi hukukudur (*siège réel*)²⁰¹.

iii. Uygulanacak Hukukun Belirlenmesinde Dikkate Alınmayacak Bağlama Kuralları

Konvansiyon'un 6. maddesi, Konvansiyon uyarınca uygulanacak hukukun belirlenmesinde dikkate alınmaması gereken bağlama noktalarını listelemiştir. Buna göre; ihraççının kuruluş yeri veya idare merkezinin bulunduğu yer, menkul kıymetleri temsil veya ispat eden belgelerin bulunduğu yer, menkul kıymetler üzerinde hak sahipliğine ilişkin ihraççının sicilinin bulunduğu yer veya ilgili aracı kurum haricinde elde tutma zincirindeki herhangi başka bir aracı kurumun bulunduğu yer uygulanacak hukukun tespitinde dikkate alınmayacaktır.

Bu hükmün konuluş amacı, mahkemelerin Konvansiyonu uygularken, geleneksel elde tutma sistemi için geliştirilmiş bağlama kurallarını bir şekilde devreye sokmasını engellemektir. Bu bakımdan 6. madde, Konvansiyon'un 4. ve 5. maddelerinde yer alan bağlama kurallarında, gözden geçirme yaklaşımının tamamen reddedilerek uygulanacak hukukun ilgili aracı kurum kademesindeki faktörler dikkate alınarak belirlenmesi anlayışının benimsendiğini ortaya koyan bir yöntem hükmüdür²⁰².

²⁰⁰ “Başkaca bir şekilde organize olan aracı kurum” ifadesi, Türk hukukundaki adi ortaklıklar gibi, ortaklarından bağımsız bir tüzel kişiliği bulunmayan ortaklıklar için öngörülmüştür. Bkz. Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 5-8 s. 91.

²⁰¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 5-4-5-11 s. 89-91.

²⁰² Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 6-2 s. 92; Rogers, *Securities Held Through Intermediaries*, s. 41.

iv. Atfin Reddedilmesi

Konvansiyon'un 10. maddesinde açıkça, Konvansiyon'da öngörülen bağlama kurallarının uygulanacak hukukun maddi hukuk kurallarını işaret ettiği belirtilerek atıf reddedilmiştir. Bu nedenle taraflar, 4. madde uyarınca hesap sözleşmesinde özel hukuk seçimi yapmışlar ve bu özel hukuk seçimi klozunda seçtikleri hukukun kanunlar ihtilafı kurallarının da uygulanacağını açıkça kararlaştırmışlarsa, atfin açıkça reddedildiği 10. madde bu hukuk seçiminin etki kazanmasına engel olacak ve 5. maddede düzenlenen yedek kurallar devreye girecektir²⁰³.

Konvansiyon'da atfin açıkça reddedilmiş olmasının sebebi, şüphesiz Konvansiyon'un ve Konvansiyon'da düzenlenen bağlama kurallarının öncelikli amacının, aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği meselelerinde öngörülebilir ve doğrudan bağlama kuralların ihdas edilmesi olmasıdır. Bu amaç doğrultusunda, uygulanacak hukukun belirlenmesinde karmaşaya sebep olacak atıf müessesesinin reddedilmesi bir zorunluluktur.

²⁰³ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 10-3 s. 113.

(3) Konvansiyonda Düzenlenen Bağlama Kurallarının Tatbikinde Uygulanacak Hukukun Her Bir Menkul Kıymet Hesabı Bakımından Ayrı Ayrı Belirlenmesi İlkesi ve Çatışan Haklar Problemi

i. Uygulanacak Hukukun Her Bir Menkul Kıymet Hesabı Bakımından Ayrı Ayrı Belirlenmesi İlkesi

Yukarıda da ifade ettiğimiz üzere, Konvansiyon gerek temel bağlama kuralını gerekse de yedek kurallarını formüle ederken temel bir politika tercihinde bulunarak gözden geçirme yaklaşımının ve *lex rei sitae* kuralının her türlü uygulama şeklini kesin olarak reddetmiştir.

Bu politika doğrultusunda Konvansiyon, *lex rei sitae* kuralının izlerini taşıyan ve uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımının ilk versiyonu olan hesap yaklaşımından uzaklaşmış ve hesap anlaşmasında seçilen hukuk yaklaşımını esas alan bir bağlama kuralı geliştirmiştir.

Ancak Konvansiyon, ilgili aracı kurum kavramını muhafaza ederek uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi esasında vazgeçmemiştir.

Bu doğrultuda Konvansiyon’un uygulanacak hukukun belirlenmesinde benimsediği temel prensip, her bir menkul kıymet hesabı bakımından sadece tek bir ilgili aracı kurumun mevcut olması ve uygulanacak hukukun belirli bir hesap sahibi ile onun ilgili aracı kurumu arasındaki ilişkiye göre belirlenmesidir. Bu nedenle Konvansiyon’un 4. ve 5. maddelerinde yer alan bağlama kuralları, her bir menkul kıymet hesabına ayrı ayrı ve birbirinden bağımsız bir şekilde uygulanacak ve dolayısıyla uygulanacak hukuk yani Konvansiyon hukuku her bir menkul kıymet hesabı bakımından ayrı ayrı belirlenecektir²⁰⁴.

²⁰⁴ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-63, § 4-5, 4-11, 4-43 s. 92; Goode, The Hague Convention, s. 67; Chun, op. cit, s. 412.

Konvansiyon'daki bağlama kurallarının her bir menkul kıymet hesabına birbirinden ayrı ve bağımsız bir şekilde uygulanması ilkesi, 4. ve 5. maddelerde yer alan bağlama kuralları ifade edilirken; bir hesap sahibi ile onun ilgili aracı kurumu arasındaki hesap sözleşmesine veya ilgili aracı kurumun bulunduğu yer ifadelerinin kullanılmasından ve bu bağlamda “aracı kurumda tutulan menkul kıymetler” ve “ilgili aracı kurum” kavramlarının Konvansiyon'da yer alan tanımlarından net bir şekilde anlaşılmaktadır. Zira her iki tanım da, bir hesap sahibi ve bir menkul kıymet hesabından bahsedilmektedir. Dahası Konvansiyon'un 6. maddesinin (d) bendinde, ilgili aracı kurum haricinde elde tutma zincirindeki herhangi başka bir aracı kurumun bulunduğu yerin uygulanacak hukukun tespitinde dikkate alınmayacağı da açıkça hükme bağlanarak bu ilkenin altı çizilmiştir²⁰⁵.

Konvansiyon'daki bağlama kurallarının her bir menkul kıymet hesabına birbirinden ayrı ve bağımsız bir şekilde uygulanması ilkesinin anlamı ve sonucu ise şudur: Bir hesap sahibi ile bir ihraççı arasındaki saklama zincirinde birden fazla aracı kurumun bulunması durumunda; örneğin, hesap sahiplerinin haklarının hukuki niteliği ve bu hakların aracı kuruma ve üçüncü kişilere karşı etkisine uygulanacak hukuk, bu aracı kurumlar tarafından yürütülen menkul kıymet hesaplarının her birisi bakımından ayrı ayrı tespit edilecektir.

Benzer şekilde, menkul kıymetlerin bir menkul kıymet hesabından bir diğerine transfer edilmesini gerektiren bir tasarruf gerçekleştirildiğinde; örneğin, bu tasarrufun hukuki niteliği ve sonuçlarına uygulanacak hukuk, tasarrufun sonuçlanması için alacaklandırma veya borçlandırma yapılan her bir menkul kıymet hesabı için ayrı ayrı belirlenecektir. Bu nedenle Konvansiyon, bir tasarrufun sonuçlanması için farklı aracı kurumlar tarafından yürütülen birden çok menkul kıymet hesabında işlemler yapılmasının gerektiği hallerde, tüm menkul kıymet hesaplarına aynı ve tek bir hukukun uygulanmasını temin etmemektedir²⁰⁶.

Bunu bir örnekle somutlaştıralım: Hesap sahibi (A), aracı kurum (X) tarafından

²⁰⁵ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 4-43 s. 82.

²⁰⁶ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-63 s.24, § 4-43 s. 82.

yürütülen menkul kıymet hesabına alacaklandırılmış durumdaki menkul kıymetlerini, bir kredi ilişkisi karşılığında hesap sahibi (B)'ye teminaten temlik etmek istemektedir. (B)'nin menkul kıymet hesabı, aracı kurum (Y) tarafından yürütülmektedir. Aracı kurumlar (X) ve (Y) milletlerarası saklama kuruluşu olan (Z) nezdinde menkul kıymet hesaplarına sahiptirler. (A) ile (X) arasındaki hesap sözleşmesi (X) hukukuna, (B) ile (Y) arasındaki hesap sözleşmesi de (Y) hukukuna tabidir. Ayrıca (X) ve (Y)'nin (Z) ile akdettikleri hesap sözleşmelerinin her biri de (Z) hukukuna tabi kılınmıştır. (A) ile (B) arasındaki teminaten temlik işleminin gerçekleşebilmesi için, dört ayrı menkul kıymet hesabında dört ayrı tasarruf işlemi yapmak gerekmektedir. Bunlar sırasıyla; (1) (A)'nın (X) nezdindeki menkul kıymet hesabının borçlandırılması, (2) (X)'in (Z) nezdindeki menkul kıymet hesabının borçlandırılması, (3) (Y)'nin (Z) nezdindeki menkul kıymet hesabının alacaklandırılması ve son olarak (4) (B)'nin (Y) nezdindeki menkul kıymet hesabının alacaklandırılmasıdır.

İşte Konvansiyon uyarınca, böyle bir işlemde, (B)'nin teminaten temlik işlemi neticesinde hesabına alacaklandırılan menkul kıymetleri, örneğin, üçüncü kişilerin muhtemel karşı hak taleplerinden bağımsız bir biçimde iktisap edip etmediği meselesine uygulanacak hukuk Konvansiyon'un 4. maddesi uyarınca, sadece (B)'nin (Y) tarafından yürütülen menkul kıymet hesabı dikkate alınarak belirlenecektir. Olayda bu hukuk (B) ile (Y) arasındaki hesap sözleşmesinde açıkça kararlaştırılan (Y) hukukudur (Nitelikli Ofis kriterini karşılaması şartıyla). Aynı şekilde, (Y)'nin hesabında gerçekleştirilen alacaklandırma işleminin sonuçları, 4. madde uyarınca, (Y) ile (Z) arasındaki hesap sözleşmesinde açıkça kararlaştırılan (Z) hukukuna (Nitelikli Ofis kriterini karşılaması şartıyla) ve (A)'nın hesabında gerçekleştirilen borçlandırma işleminin sonuçları da yine 4. madde uyarınca, (X) hukukuna (Nitelikli Ofis kriterini karşılaması şartıyla) tabi olacaktır²⁰⁷.

Ancak bu yöntem, yani Konvansiyon'un bağlama kurallarının elde tutma zincirindeki her bir menkul kıymet hesabına birbirinden ayrı ve bağımsız bir biçimde

²⁰⁷ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Int-30 s. 14 § 4-43 s. 82; Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 37; Chun, op. cit, s. 413.

uygulanması ve bunun neticesinde her bir menkul hesabına ilişkin hakkın ve her bir menkul kıymet hesabında gerçekleştirilen işlemin sonuçlarının kendi hukukuna tabi olması doktrinde “*Sayfa 37 problemi*” (*the page 37 problem*) olarak adlandırılan ve bizim “çatışan haklar” (*double interest problem*) problemi olarak ifade edebileceğimiz problemin ortaya çıkmasına sebep olmuştur²⁰⁸.

ii. Çatışan Haklar Problemi

Çalışmamızda “çatışan haklar” problemi (*the page 37 problem*) olarak adlandırdığımız sorunu yukarıda verdiğimiz örnek üzerinden ilerleyerek açıklayalım.

Elde tutma zincirinin, yukarıda verdiğimiz örnekle aynı olduğu olayda, (B), (A)’nın kendisine teminaten temlik işlemi çerçevesinde transfer ettiği menkul kıymetleri hemen (C)’ye transfer eder ve menkul kıymetler (C)’nin, aracı kurum (W) tarafından yürütülen menkul kıymet hesabına alacaklandırılır. (C) ile (W) arasındaki hesap sözleşmesi (W) hukukuna tabi kılınmıştır. Ancak (B), temlik işleminin karşılığında (A)’ya yükümlü olduğu ödemeyi yapmamıştır.

Böyle bir durumda, her bir menkul kıymet hesabında gerçekleştirilen tasarruf işleminin sonuçları o menkul kıymet hesabına göre belirleneceğinden; Konvansiyon’un 4. maddesi uyarınca (C) ile (W) arasındaki hesap sözleşmesinin tabi olduğu (W) hukuku uyarınca, (C)’nin menkul kıymet hesabına alacaklandırılan menkul kıymetleri (A)’nın karşı hak iddialarından bağımsız olarak iktisap ettiği kabul edilmesi; diğer taraftan (A)’nın menkul kıymet hesabı bakımından Konvansiyon hukuku olan (X) hukuku uyarınca, (B) ödeme yapmadığından, (A)’nın hesabında gerçekleştirilen borçlandırmanın iptale tabi olduğu ve (A)’nın devredilen menkul kıymetlere ilişkin haklarının sona ermediğinin kabul edilmesi halinde ortaya aynı menkul kıymetlere ilişkin tek bir tasarruf işleminde “çatışan haklar” ortaya

²⁰⁸ Bu problemin “Sayfa 37 problemi” olarak adlandırılmasının sebebi, meselenin ilk olarak Konvansiyon’un hazırlık çalışmalarına ilişkin olarak yayınlanan ilk çalışma raporunun 37. sayfasında yer alan örnek olayda ortaya konmuş olmasıdır. Bkz. Bernasconi, Preliminary Document no. 1, s. 37.

çıkacaktır²⁰⁹.

“Çatışan haklar” problemi, sadece Lahey Konvansiyonu’na özgü olmayan, esasen uygulanacak hukukun, “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi yaklaşımının benimsendiği, AB Direktifleri ve UCC m. 8 de dahil olmak üzere, tüm düzenlemelerde ortaya çıkması muhtemel bir problemdir.

Bu problemin çözümü için Lahey Konvansiyonu’nun hazırlık çalışmalarında, bir işlem konusu menkul kıymetlere ilişkin elde tutma zincirinde, o menkul kıymetlere ilişkin tüm hak sahipliği meselelerinin tek bir hukuka, “nihai temlik alanın hesabına uygulanacak hukuka” (*ultimate transferee’s account*) tabi tutulmasını ifade eden ve Super-PRIMA olarak adlandırılan bağlama kuralı önerilmiştir²¹⁰.

Ancak bu öneri, her ne kadar ilk bakışta bir açıklık ve kolaylık sağlar gibi gözükse de, uygulamada çok daha ciddi belirsizliklere yol açabileceği belirtilerek reddedilmiştir. Zira aracılaştırılmış sistemde, menkul kıymet hesabına ilişkin olarak gerçekleştirilen bir tasarruf işleminde, işlemin erken veya orta aşamalarında yer alan aktörlerin; örneğin, yukarıda verdiğimiz örneklerde aracı kurum (X) veya milletlerarası saklama kuruluşu (Z) gibi, nihai temlik edileni veya onun aracı kurumunu belirleyemeyecek bir konumda olması çok muhtemeldir. Bu nedenle, “nihai temlik alanın hesabına uygulanacak hukuk” kuralı, Konvansiyon uyarınca uygulanacak hukukun tespit edilmesinde aranan hukuki kesinliği ve muayyeniyeti sağlayamamaktadır²¹¹.

Neticede Konvansiyon, yukarıdaki örnekteki gibi, birden fazla aracı kurumun dahil olduğu tasarruf işlemlerinde her bir kademedeki işlem bakımından temlik alanın hesabını esas alarak uygulanacak hukuku belirlemekte ve nihai kararın bu hukukun

²⁰⁹ Başka örnekler için bkz. Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, Example 4-12-4-28 s. 83-84; Ooi, **Shares**, s. 296 § 13.19.

²¹⁰ Ooi, **Shares**, s. 297 § 13.20-13.22; Haentjens, op. cit., s. 92; Chun, op. cit, s. 415.

²¹¹ Konvansiyon’da Super-PRIMA’nın reddedilmesine ilişkin gerekçeler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. HCCH Permanent Bureau. Prel. Doc. No 12 of May 2002 - Transfers Involving Several Intermediaries: An Explanatory Note on the Functioning of PRIMA within the Framework of the Preliminary Draft Convention on Securities; Ooi, **Shares**, s. 297-298 § 13.23-13.25; Haentjens, op. cit., s. 92; Chun, op. cit, s. 415.

maddi hukuk hükümlerine göre değerlendirileceği anlayışını benimsemektedir.

Buna göre Konvansiyon uyarınca, yukarıdaki örnekte, (C) Konvansiyon hukuku olan (W) hukukuna göre kendisine temlik edilen menkul kıymetleri iktisap ediyor ise bu durumda, (A)'nın menkul kıymet hesabına göre belirlenen Konvansiyon hukuku olan (X) hukukunun bu işlemi iptale tabi sayması (C)'nin menkul kıymetlere ilişkin haklarının (W) hukukuna göre belirlenmesi esasını etkileyemeyecektir. Ancak elbette (A)'nın ilgili aracı kurumu olan (X)'e karşı, borçlandırma işleminin iptale tabi olması sebebiyle belirli talep hakları olabilir. Böylece Konvansiyon, “çatışan haklar” problemini olarak adlandırılan bu sorunda, sorumluluğu ilgili aracı kurumlara yüklemektedir²¹².

Son olarak önemle belirtmek gerekir ki, Konvansiyon'da uygulanacak hukukun, her bir menkul kıymet hesabı bakımından birbirinden ayrı ve bağımsız olarak belirlenmesi ve her bir menkul kıymet hesabından kaynaklanan hakkın kendi hukukuna tabi olması prensibinin, aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin ne şekilde nitelendirildiği ile ilgisi bulunmamaktadır.

Aynı prensip, hesap sahiplerinin menkul kıymet hesabına alacaklandırılan menkul kıymetlere ilişkin haklarının, doğrudan ihraç edilen dayanak varlık olan menkul kıymetlere yönelik olduğunun, bu bakımdan elde tutma zincirindeki aracı kurumların menkul kıymetler üzerinde hiçbir şekilde hak sahipliği tesis etmediğinin ve sadece birer vekil sıfatıyla hizmet gördüklerinin ve dolayısıyla hesap sahiplerinin haklarını doğrudan ihraççıya karşı ileri sürebileceklerinin kabul edildiği doğrudan hak sahipliği sistemleri bakımından da geçerlidir²¹³.

Zira uygulanacak hukukun bu şekilde kademe-kademe belirlenmesi anlayışı sadece kanunlar ihtilafı hukuku'na yönelik bir tercih olup, daha önce de belirttiğimiz üzere, Konvansiyon uyarınca uygulanacak hukukun belirlenmesinde, milli hukukların

²¹² Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 4-15 s. 85, § 4-49 s. 86; Ooi, **Shares**, s. 299 § 13.27; Haentjens, op. cit., s. 92; Chun, op. cit, s. 416-417.

²¹³ Bkz. Yukarıda, s. 55.

aracılaştırılmış menkul kıymetlere ve bunlara ilişkin haklara yönelik hukuki nitelendirmelerinin hiçbir etkisi bulunmamaktadır²¹⁴.

b. Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu'na ve İlgili Aracı Kurum ile Hesap Sahibi Arasındaki Hesap Anlaşmasında Seçilen Hukukun “Nitelikli Ofis” Şartıyla Sınırlandırılması Kuralına İlişkin Değerlendirmeler

Lahey Konvansiyonu, ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hesap anlaşmasında seçilen hukukun “Nitelikli Ofis” şartıyla sınırlandırılmasını öngören temel bağlama kuralı ile; (1) bir menkul kıymet hesabına veya bir aracı kuruma gerçek veya farazi bir lokasyon, *situs* atfedilmesi yaklaşımını terk etmekte; (2) bunun yerine, ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hesap anlaşmasında seçilen hukuka etki tanımakta ve (3) bu hukuk seçimini Nitelikli Ofis kriteri ile sınırlandırmaktadır.

Böylece Konvansiyon, bir taraftan uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi prensibine bağlı kalırken; diğer taraftan, hesap yaklaşımının ve dolayısıyla *lex rei sitae* kuralının etkisinden tamamen sıyrılıp, ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki ilişkiye odaklanarak uygulanacak hukukun belirlenmesinde hukuki kesinliği ve muayyeniyeti sağlamaktadır. Bunun yanı sıra, ilgili aracı kurum ile hesap sahibinin hesap sözleşmesinde seçtikleri hukuku Nitelikli Ofis şartıyla sınırlandırarak, uygulanacak hukukun belirlenmesinde üçüncü kişiler bakımından şeffaflığı ve öngörülebilirliği arttırmaktadır²¹⁵.

Bu bakımdan Konvansiyon, gerek “ilgili menkul kıymet hesabının bulunduğu/yürütüldüğü yer hukuku” kuralına ve bu kuralı kabul eden AB Direktifleri'ne yöneltilen eleştirileri gerekse de uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hesap anlaşmasında seçilen hukuk”a tabi tutulması kuralına ve bu kuralı kabul eden UCC m. 8'e getirilen eleştirileri bertaraf etmektedir.

²¹⁴ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 4-50 s. 87; Chun, op. cit, s. 413.

²¹⁵ Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 4-5-4-7 s. 67-68; Potok, Hague Securities Convention, s. 66; Rogers, Securities Held Through Intermediaries, s. 31.

Ancak Konvansiyon’da önerilen bağlama kurallarına yönelik olarak eleştiriler yok değildir. Bu kapsamda özellikle Avrupa Merkez Bankası’nın 2005 yılında AB Konseyi’ne sunduğu rapordaki²¹⁶ eleştiriler dikkat çekmektedir.

Gerek doktrinde gerekse Avrupa Merkez Bankası’nın raporunda Konvansiyon’a yönelik olarak getirilen eleştirilerde en çok, uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hesap anlaşmasında seçilen hukuk”a tabi tutulması çerçevesinde tanınan “hukuk seçimi” imkanı üzerinde durulduğu görülmektedir.

Buna göre, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin üçüncü kişileri etkileyen hak sahipliği meselelerinin, ilgili aracı kurumla hesap sahibi tarafından seçilen hukuka tabi olmasının milletlerarası özel hukukun genel prensipleri ile çeliştiği ve üçüncü kişiler bakımından uygulanacak hukukun belirlenmesinde kamuya açıklığın ve şeffaflığın zedelendiği ileri sürülmüştür. Bu bağlamda, her ne kadar Konvansiyon’da öngörülen hukuk seçimi, işlemin nihai taraflarına yönelik olmasa da; hesap sahipleri ile aracı kurumlar arasında imzalanan hesap sözleşmelerinin kamuya açık belgeler olmadıkları ve genellikle gizlilik şartları gereği bu dökümanlara ulaşmanın mümkün olmadığı üzerinde durulmuştur. Ayrıca “Nitelikli ofis” şartının oldukça geniş tutulmuş olması sebebiyle, bu şartın hukuk seçimi imkanına gerçek anlamda bir sınırlandırma getirmediği belirtilmiştir²¹⁷.

Hukuk seçimi imkanına yönelik eleştirilerin yanı sıra, Konvansiyon’daki bağlama kurallarının ve bunların uygulanma yönteminin dolaylı hak sahipliği sisteminin benimsendiği ABD gibi milli hukuk sistemleri göz önünde bulundurularak düzenlendiği ve bu nedenle genellikle doğrudan hak sahipliği sisteminin benimsendiği Kıta-Avrupası hukuk sistemlerinin daha avantajlı bir konuma düşürüldüğü²¹⁸ ve Konvansiyon’da benimsenen her bir menkul kıymet hesabının kendi hukukuna tabi olması ilkesi nedeniyle “çatışan haklar” probleminin ortaya

²¹⁶ ECB-Opinion on Hague Convention.

²¹⁷ ECB-Opinion on Hague Convention, s. 15.

²¹⁸ Bu eleştiri için bkz. Potok, Hague Securities Convention, s. 70; Sigman, Bernasconi, Hague Debunked, s. 33; Haentjens, op. cit., s. 97.

çıkıldığı yönünde eleştiriler de mevcuttur²¹⁹.

Konvansiyon'un temel bağlama kuralında, uygulanacak hukukun ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hukuk seçimine göre belirlenmesine yönelik eleştirilere karşılık olarak Konvansiyon'u savunlar²²⁰; uygulanacak hukukun belirlenmesinde hukuki kesinliğin ve öngörülebilirliğin sağlanabilmesi için, böylesi bir hukuk seçimi imkanının tanınmasının kaçınılmaz olduğunu ifade etmektedirler.

Ayrıca, buradaki hukuk seçiminin aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hesap sözleşmesinde kararlaştırılan bir hukuk seçimi olması; aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği üzerinde tasarrufta bulunan taraflara tanınmamış olması sebebiyle, burada gerçek anlamda bir irade özerkliğinin ve sübjektifliğin söz konusu olmadığını ileri sürmektedirler.

Buna göre, bir menkul kıymet hesabına alacaklandırılmış menkul kıymetler üzerinde teminat hakkı tesis etmek isteyen bir kişinin, hesap sahibinden hesap sözleşmesini talep ederek kolaylıkla hangi hukukun seçildiğini ve dolayısıyla uygulanacak hukuku belirleyebileceğinin altını çizmektedirler. Ayrıca teminat alanın söz konusu teminat hakkını, menkul kıymetleri kendi hesabına transfer ettirerek tesis ettiği hallerde, söz konusu teminat hakkına uygulanacak hukuk, sadece teminat alanın hesabı dikkate alınarak belirleneceği için, teminat veren ile onun aracı kurumu arasındaki hukuk seçiminin teminat alanı ilgilendirmeyeceğini hatırlatmaktadır.

Her ne kadar menkul kıymet hesabı sahibinin hesabına alacaklandırılmış menkul kıymetler üzerinde haciz işlemi uygulamak isteyen alacaklılar bakımından, aynı derecede şeffaflık sağlanamasa da, teminat işlemleri bakımından bu şeffaflığın sağlandığını ve teminat işlemlerinin menkul kıymet piyasalarının etkinliği ve istikrarı için hayati önem arz ettiği gerçeği karşısında bu tercihin piyasa ihtiyaçları ile uyumlu olduğu belirtilmektedir.

²¹⁹ Dicey, Morris, Collins, op. cit., § 24-071 s. 1193; Ooi, Intermediated Securities, s. 226-228.

²²⁰ Bkz. Sigman, Bernasconi, Hague Debunked, s. 34; Haentjens, op. cit., s. 93, 96; Chun, op. cit., s. 425.

Yine Konvansiyon'daki bağlama kuralını savunan yazarlar, Nitelikli Ofis kriterinin seçilen hukuk ile uyumsuzluk konusu arasında uygulanacak hukukun objektifliği bakımından yeterli bir yakınlık tesis ettiğini ifade etmektedirler²²¹.

Diğer taraftan, Konvansiyon'u savunan yazarlar, şu anda AB Direktifleri'nde kabul edilen, "menkul kıymet hesabının bulunduğu/yürütüldüğü yer hukuku"nu gösteren bağlama kuralları uyarınca da, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetleri konu alan tasarruf işlemlerinin taraflarının, uygulamada genellikle, menkul kıymetlerin alacaklandırılacağı aracı kurumu belirleyerek bir nevi uygulanacak hukuku seçtikleri gerçeğinin altını çizmektedirler. Zira uygulamada genellikle teminat alanlar, teminat hakkının tesis edilmesinden önce, teminat verenin, menkul kıymetleri, kendi güvendikleri ve hukukunu bildikleri bir aracı kurumun hesabına aktarmasını talep etmektedirler²²².

Nitekim AB Komisyonu da, Konvansiyon'a ilişkin ayrıntılı değerlendirmelerde bulunduğu 2006 tarihli raporunda, şeffaflık konusunda Konvansiyon'un, üçüncü kişileri, halihazırda AB Direktifleri'nde kabul edilen bağlama kuralları çerçevesinde ortaya çıkan durumdan daha dezavantajlı bir konuma sokmayacağını ifade etmiştir²²³.

Bu bağlamda AB Komisyonu, menkul kıymet hesabı üzerinde teminat hakkı tesis etmek isteyenlerin, her halükarda, bu menkul kıymet hesabının varlığına, nerede yürütüldüğüne ve hangi menkul kıymetleri ihtiva ettiğine ilişkin bilgileri talep ettiklerini ve gizlilik koşullarının uygulanacak hukuk klozu yanında menkul kıymet hesabının sahibinin kimliği ve detayları bakımından da geçerli olduğundan; bu bağlamda hesap sözleşmesindeki hukuk seçimine yönelik ekstra bir bilgi talebinin uygulamada pek bir fark yaratmayacağını ve aynı durumun haciz işlemi uygulamak

²²¹ Sigman, Bernasconi, Hague Debunked, s. 34; Haentjens, op. cit., s. 93, 96; Chun, op. cit., s. 425.

²²² Potok, Hague Securities Convention, s. 71; ISDA letter as of 26 July 2004 to EU Commissioner Frits Bolkestein, The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held With an Intermediary, s. 7, (Çevrimiçi) http://www.isdadocs.org/c_and_a/pdf/ISDA-remarks-HSC-072604.pdf, 12 Kasım 2013; Haentjens, op. cit., s. 93

²²³ Bkz. EC-Hague Convention Assessment Report, s. 12.

isteyen alacaklılar bakımından da söz konusu olduğunu belirtmiştir²²⁴.

Konvansiyon'un dolaylı hak sahipliği sistemi esas alınarak hazırlandığı eleştirisine karşılık olarak ise; Konvansiyon'un hazırlık çalışmalarında avantajsız duruma düşürüldüğü belirtilen doğrudan hak sahipliği sistemini benimsemiş; Almanya, Japonya ve İsviçre gibi ülkelerin de yer aldığı ve tüm hukuk sistemlerine eşit mesafede bağlama kurallarının geliştirilmesine büyük çaba harcadığı, bu bakımdan Konvansiyon'un terminolojik olarak tamamen tarafsız bir dil benimsediği ve sadece kanunlar ihtilafı hukukuna ilişkin kurallar içerdiği ve ileri sürülenin aksine Konvansiyon'un en güçlü yanının her türlü maddi hukuk yaklaşımından bağımsız ve her sisteme uyumlu kurallar içermesi olduğu ifade edilmiştir²²⁵.

Temel bağlama kuralının, UCC m. 8 ile büyük benzerlikler taşımasının sebebinin ise tüm tartışmalar ve araştırmalar neticesinde böylesine globalleşmiş ve elektronikleşmiş bir piyasa yapısında uygulanacak hukukun belirlenmesinde hukuki kesinliği ve öngörülebilirliği temin edecek başka bir bağlanma kuralının bulunamamış olması gerçeği olduğu belirtilmiştir. Ayrıca şimdiye kadar Konvansiyon'da öngörülen bağlama kurallarındaki tercihler sebebiyle herhangi bir hukuk sisteminin avantajsız duruma düşürüldüğüne ilişkin tek bir somut örneğin de sunulmadığının altı çizilmiştir²²⁶.

Nitekim yine AB Komisyonu'nun raporunda da, Konvansiyon'un bu tarafsızlığı teyit edilmiştir²²⁷.

Konvansiyon'un "çatışan haklar" problemi olarak adlandırılan sorunu engelleyemediği noktasında ise; bu problemi engellemek adına, temlik eden veya temlik alandan herhangi birisinin menkul kıymet hesabına göre belirlenecek hukukun, tasarruf işleminin tüm aşamalarındaki işlemlere hakim olacağını kabul

²²⁴ Bkz. EC-Hague Convention Assessment Report, s. 12.

²²⁵ Potok, Hague Securities Convention, s. 71; Sigman, Bernasconi, Hague Debunked, s. 33; Haentjens, op. cit., s. 97; Chun, op. cit., s. 425.

²²⁶ Potok, Hague Securities Convention, s. 71; Sigman, Bernasconi, Hague Debunked, s. 33; Haentjens, op. cit., s. 97; Chun, op. cit., s. 425.

²²⁷ EC-Hague Convention Assessment Report, s. 13.

ederek; temlik eden veya temlik alandan birisini uygulanacak hukukun önceden belirlenebilirliği bakımından daha avantajlı bir konuma sokmaktansa, bu konudaki sorumluluğun aracı kurumlara yüklenmesinin daha adaletli olduğu bir çözüm olarak görüldüğü ifade edilmektedir²²⁸.

Ayrıca bu problemin sadece Lahey Konvansiyonu özelinde değil, uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye” göre belirlenmesi anlayışının benimsendiği tüm bağlama kuralları bakımından var olan bir problem olduğu da hatırlatılmaktadır.

Üstelik; aracı kurumların, halen pek çok milli hukukta uygulanmakta olan, fiziksel olarak menkul kıymetlerin bulunduğu yer hukukunu veya ihraççının tabi olduğu hukuku veya alacağın tabi olduğu hukuku gösteren bağlama kurallarının uygulandığı milletlerarası menkul kıymet işlemlerinde de, (örneğin, farklı ihraççılara ait menkul kıymetlerin aynı menkul kıymet hesabına alacaklandırıldığı veya farklı devletlerde bulunan aracı kurumların oluşturduğu elde tutma zincirindeki menkul kıymet hesapları aracılığı ile tasarruf işlemlerinin gerçekleştirildiği durumlar) birbirinden farklı hukukların aynı anda uygulanması durumu ile sıklıkla karşılaştıkları ve bu sebeple aracı kurumların hem temlik alan hem de temlik edene karşı çifte sorumluluk altına girme riskine maruz kalabildikleri hatırlatılmaktadır²²⁹. Neticede, çifte sorumluluk riskinin, milletlerarası menkul kıymet ticareti alanında faaliyet gösteren aracı kurumların bilgi sahibi oldukları bir durum olduğunun altı çizilmektedir. Bu nedenle, sistemin tüm katılımcıları açısından uygulanacak hukukun belirlenmesi noktasında arzulanan muayyeniyetin sağlanabilmesi adına aracı kurumların zaten aşına oldukları ve bu duruma karşı çeşitli önlemler alabilecekleri bir sorumluluğu aracı kurumlara yüklemek tercih edilebilir görülmektedir²³⁰.

Kanaatimizce, tüm eleştirilere rağmen, Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu'nda

²²⁸ Haentjens, op. cit., s. 97.

²²⁹ Bkz. Goode, Kanda, Kreuzer, **Hague Explanatory Report**, § 4-48-4-49 s. 86-87.

²³⁰ Aynı yönde bkz. HCCH Permanent Bureau. Prel. Doc. No 12 of May 2002 - Transfers Involving Several Intermediaries: An Explanatory Note on the Functioning of PRIMA within the Framework of the Preliminary Draft Convention on Securities, s. 68; Haentjens, op. cit., s. 97.

kabul edilen, ilgili aracı kurum ile hesap sahibinin hesap sözleşmesinde seçtikleri ve Nitelikli Ofis şartını sağlayan hukukun uygulanmasını öngören bağlama kuralının, şu anda aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği meselelerine uygulanacak hukukun tespitinde, yukarıda incelediğimiz, bugüne kadar önerilen ve benimsenen bağlanma kuralları arasında, piyasa uygulamalarına ve gerçeklerine en uygun çözümü sunduğu kabul edilmelidir.

Aracılaştırılmış, globalleşme nedeniyle iç içe geçmiş ve tamamen sanal bir ortamda işleyen menkul kıymet piyasaları için geliştirilecek bağlama kurallarında, milletlerarası özel hukuk hakkaniyetinin tesisinde piyasa katılımcılarının menfaatlerinin ön plana alınması piyasaların işlerliği ve istikrarı için mecburi görülmelidir. Piyasa gerçekleri ve bu bağlamda uygulanacak hukukun tespitinde ihtiyaç duyulan hukuki kesinlik ve muayyeniyet; milletlerarası özel hukukta, üçüncü kişilere etkili meselelerde objektif bir bağlanma kuralı öngörülmesi prensibinin sınırlı hukuk seçimi imkanının tanınması yönünde yumuşatılmasına ve *lex rei sitae* kuralından ve onun her türlü uyarlamasından vazgeçilmesine kanaatimizce haklılık kazandırmaktadır.

Bu nedenle Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan menkul kıymetlerin aynı etkilerine uygulanacak hukuku düzenleyen herhangi bir kanunlar ihtilafı kuralına sahip olmayan Türk hukuku bakımından örnek teşkil edebilecek niteliktedir.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Çalışmamızın ilk bölümünde, ortaya koyduğumuz üzere, uluslararası menkul kıymet piyasaları 1980'lerden itibaren operasyonel olarak çok radikal ve hızlı bir değişime sahne olmuştur. Gerek menkul kıymetlerin saklanması gerekse menkul kıymetlere ilişkin tasarruf işlemlerinin gerçekleştirilmesinde takas hizmetlerinin kağıt bazlı yürütülmesinin yol açtığı masraflar ve riskler, elektronik kliring ve takas sistemlerinin doğumuna sebep olmuş ve bu kapsamda hareketsizleştirme ve kaydileştirme yöntemleri ile kağıt dolaşımının bertaraf edilmesi ve menkul kıymetlere ilişkin işlemlerin aracı kurumlar tarafından sağlanan ve yürütülen menkul kıymet hesapları aracılığı ile kaydi olarak gerçekleştirilmesi sağlanmıştır. Bu bağlamda menkul kıymetleri temsil veya ispat eden belgeler, menkul kıymetlere ilişkin hakları konu alan tasarruf işlemlerinde tüm fonksiyonlarını yitirmiştir. Dolayısıyla milletlerarası menkul kıymet piyasalarının merkezine, menkul kıymetleri temsil veya ispat eden belgelerin saklanması yerine menkul kıymet hesaplarının yürütülmesi hizmetleri oturmuştur.

Bu yeni ve elektronikleşmiş, aracı kurumlar üzerinden yürüyen sistem, menkul kıymetlerin hukuki niteliğine ilişkin maddi hukuk düzenlemelerinin de yeniden ele alınmasını zorunlu kılmıştır. Bu kapsamda, aracılaştırılmış menkul kıymet olarak isimlendirdiğimiz ve bir menkul kıymet hesabına alacaklandırılan menkul kıymetlere ilişkin olarak, bu alacaklandırma neticesinde hesap sahibinin elde ettiği haklar ve menfaatleri ifade eden yeni bir kavram doğmuştur. Bu bağlamda, hareketsizleştirilen veya kaydileştirilen ve aracılaştırılmış sistemde saklanan ve işlen gören menkul kıymetleri teşkil eden hakların aracılaştırılmış menkul kıymeti oluşturduğu görülmüştür. Dolayısıyla Türk hukukunda kaydileştirme neticesinde ortaya çıkan “kaydi menkul kıymetlerin”, birer aracılaştırılmış menkul kıymet olduğu saptanmıştır.

İkinci bölümde görüldüğü üzere, aracılaştırılmış menkul kıymetler olarak adlandırılan, menkul kıymetlere ilişkin hak ve menfaatler üzerindeki hak sahipliğine ilişkin olarak milli hukuklarda, doğrudan hak sahipliği ve dolaylı hak sahipliği olmak

üzete iki tür hak sahipliği modeli benimsenmiştir. Ayrıca bu hak sahipliği modellerinin altında her milli hukuk sisteminde, aracılaştırılmış menkul kıymetlerin içerdikleri haklar farklı şekillerde nitelendirilmektedir. Özellikle menkul kıymetleri birer kıymetli evrak türü olarak tanımlamış ve menkul kıymet ticaretine ilişkin tüm hukuki alt yapısını kıymetli evrak teorisi ve dolayısıyla taşınır eşya hukuku üzerine kurgulamış Türk hukuku gibi pek çok milli hukuk sisteminin var olan kurallarını, aracılaştırılmış sistemde kıymetli evrak niteliğini kaybetmiş menkul kıymetlere ilişkin işlemlere uyarlamakta zorlandığı ve bu kapsamda, aracılaştırılmış elde tutma sistemine ve bu yapı dâhilinde işlem gören aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin olarak milli hukuklarca benimsenen hukukî nitelendirmeler ve doktrinler arasında çok büyük farklılıkların bulunduğu görülmüştür.

Ancak aracılaştırılmış menkul kıymetlerin milletlerarası ticaretinin artması, uyumlu ve öngörülebilir maddi hukuk ve kanunlar ihtilafı kurallarına olan ihtiyacı da arttırmaktadır. İkinci ve üçüncü bölümdeki açıklamalarımızda görüldüğü üzere, Türk hukukunda aracılaştırılmış elde tutma sistemine uygulanmak üzere yürürlükte olan kurallar, aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin tasarruf işlemleri, iyi niyetle iktisap, üst-kademe haciz yasağı, kanunlar ihtilafı gibi çeşitli meselelerin çözümünde yetersiz kalmaktadır.

Türk hukukunda var olan kuralların bu sisteme uygulanmasında kuramsal hukuki varsayımlar üzerinden hareket edilerek çözümler bulunmaya çalışılmakta ve bu durum açık, etkin ve önceden öngörülebilir bir hukuki rejim ihtiyacında olan piyasa uygulamalarının gerçekleri ile örtüşmemektedir. Bu noktada ikinci bölümde, Türk hukukuna ilişkin açıklamalarımızda Türk hukukundaki birer aracılaştırılmış menkul kıymet olan, kaydi menkul kıymetlerin, kıymetli evrak ve eşya olarak nitelendirilmelerine ilişkin görüşlerin; kaydi menkul kıymetlerin, kıymetli evrakın taşınması gereken unsurlara sahip olmaması sebebiyle, uygun olmadığı ifade edilmiştir. Bu kapsamda, 6362 sayılı yeni SPKan.daki menkul kıymet tanımında kıymetli evrak niteliğine sahip olma unsuruna yer vermeyen düzenleme doğrultusunda, kaydi menkul kıymetlerin, menkul kıymet olarak nitelendirilebilmesi için de artık evraksız kıymetli evrak teorilerine dayanılarak kıymetli evrak

olduğunun ileri sürülmesine gerek kalmadığı da ifade edilmiştir. Bu yeni ve oldukça isabetli düzenleme ile Türk hukukunda, aracılaştırılmış elde tutma sistemi dâhilinde ihraç edilen menkul kıymetlerin fiziksel veya gayri maddi formda bulunup bulunmadıklarına bakılmaksızın, bir aracı kuruluş tarafından sağlanan menkul kıymet hesaplarına yapılan alacaklandırma kayıtlarının bizzat kendilerinin menkul kıymet olarak tanınmasının sağlandığı görülmüştür.

Ancak Türk hukukunda halen, aracılaştırılmış sisteme ve aracılaştırılmış menkul kıymetlere uygulanmak üzere yürürlükte olan kuralların, iyi niyetle iktisap gibi çeşitli meselelerin çözümünde yetersiz kaldığı ve yatırımcıların bu yeni malvarlığı değeri üzerinde fikri mülkiyet hakkı gibi hak sahibine aynı hakka benzer haklar tanıyan bir mutlak hak olarak kabul edilmesine yönelik hukuki düzenlemelerin yapılması gerektiği görülmektedir. Bu bakımdan gerek ticaret hukuku ve kıymetli evrak hukuku ve gerekse eşya hukukuna ilişkin temel ilke ve kurallarımızın örtüştüğü İsviçre hukukunda aracılaştırılmış elde tutma sistemine ve aracılaştırılmış menkul kıymetlere yönelik yapılan yeni hukuki düzenlemelerin yol gösterici olacağı kanaatindeyiz.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, ikinci bölümde hukuki niteliği belirlenmeye çalışılan aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki milletlerarası nitelikli hak sahipliği ihtilaflarında, piyasanın ihtiyaçları ile uyumlu ve işlemlerin taraflarında önceden yeterli kesinlik ve açıklıkla uygulanacak hukukun belirlenmesini sağlayan bağlama kurallarına olan ihtiyaç ortaya konmuştur. Türkiye gibi, uluslararası bir finans merkezi olma amacı taşıyan bir ülke bakımından, uluslararası arenada rekabet edebilmek için, maddi hukuk kurallarının yanı sıra; milletlerarası özel hukuk kurallarının da uyumlaştırılması gerektiği açıktır.

Üçüncü bölümde, aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun belirlenmesinde, öncelikle halihazırda Türk hukukunda da menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği meselelerinde benimsenen klasik kanunlar ihtilafı yaklaşımı ele alınmıştır. Bu değerlendirmelerimizde, menkul

kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun belirlenmesinde öncelikle, kıymetli evrak niteliğindeki senetlere bağlanmış menkul kıymetler ile kıymetli evrak niteliğindeki senetlere bağlanmamış menkul kıymetler arasında bir ayırım yapıldığı görülmüştür. Bu ayırımın yapılmasında, menkul kıymetlerin, kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanıp bağlanmadığın yani menkul kıymetlerin hukuki niteliği hak statüsüne tabi tutulmaktadır. Hak statüsünün belirlenmesinde ise bu defa, ortaklık payları ile borçlanma araçları arasında bir ayırım yapılmaktadır. Hak statüsüne göre, kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmış olan menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilafları *lex cartae sitae*'yetabi tutulmaktadır. Hak statüsüne göre, kıymetli evraka bağlanmamış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarının ise, alacağın temliki statüsü, aynı hak statüsü ve ortaklık statüsüne bağlanması gerektiğine ilişkin görüşler incelenmiş ve son yıllarda milletlerarası doktrinde, ortaklık payları bakımından, ortaklık statüsünün uygulanmasının kabul edildiği görülmüştür.

Ancak geleneksel sistemde, menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukuka ilişkin olarak tatmin edici sonuçlar veren bu bağlama kurallarının, aracılaştırılmış sistemde ortaya çıkan hak sahipliği ihtilaflarına uygulandığında hem teorik hem de pratik mahzurlar ortaya çıktığı görülmüştür. Bu kapsamda öncelikle, aracılaştırılmış menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin hukuki niteliğinin, *lex fori*'ye göre değil; aracılaştırılmış menkul kıymetlerin alacaklandırıldığı menkul kıymet hesabını sağlayan ilgili aracı kurum ile hesap sahibi arasındaki hukuki ilişkinin tabi olduğu hukuka göre belirlenmesinin uygun olacağı sonucuna varılmıştır.

Ardından, aracılaştırılmış sistemde elde tutulan ve işlem gören menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına, *lex cartae sitae* ve *lex societatis* gibi klasik bağlama kurallarının; aracılaştırılmış sistemde menkul kıymetlerin bağlandıkları senetlerin, hem hukuki olarak hem de işlemlerin gerçekleşmesinde hiçbir fonksiyonlarının kalmamış olması ve aracılaştırılmış sistemde menkul kıymetler üzerindeki hak sahipliğinin senedin zilyetliğinin iktisabı veya ihraççının hak sahipliği siciline tescille alenileşmemesi sebebiyle; bu bağlama kurallarının menkul kıymetlerde kabul

edilmesinin teorik gerekçelerinin aracılaştırılmış sistemde geçerliliğini kaybettiği görülmüştür.

Uygulama bakımından ise, bu bağlama kurallarının, uygulanacak hukukun belirlenebilmesi için aracılaştırılmış elde tutma zincirinin tüm kademelerinin gözden geçirilmesini gerektirmesi ve birden fazla ihraççıya ait uluslararası menkul kıymet portföylerine ilişkin işlemlerde, her bir menkul kıymet bakımından uygulanacak hukukun ayrı ayrı tespit edilmesini gerekli kılmaları sebebiyle aracılaştırılmış sistemde arzulanan; uygulanacak hukukun önceden, yeterli bir açıklık ve kesinlikle belirlenebilir olması ihtiyacını karşılamadığı ortaya konmuştur.

Klasik bağlama kurallarının aracılaştırılmış sistemde hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun belirlenmesinde yarattıkları sorunlar ve bu bakımdan aracılaştırılmış sistemin ihtiyaçlarını karşılamada yetersiz kalmaları; aracılaştırılmış sistemde hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukukun belirlenmesinde tamamen yeni bir yöntemin geliştirilmesine sebep olmuştur. Uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye göre” belirlenmesini öngören ve uluslararası doktrinde PRIMA olarak kısaltılmış bir şekilde ifade edilen bu yaklaşıma göre; aracılaştırılmış sistemde hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukuk, sadece işleme konu aracılaştırılmış menkul kıymetlerin o işlemde alacaklandırıldığı menkul kıymet hesabını sağlayan ve yürüten aracı kuruma ilişkin faktörler dikkate alınarak belirlenmektedir. Aracılaştırılmış sistemde, hesap sahiplerinin ihraççı ve ihraç edilen menkul kıymetler ile ilişkilerinin zayıfladığı ve hesap sahiplerinin menkul kıymetlere ilişkin haklarını menkul kıymet hesaplarında gerçekleştirilen alacaklandırma kayıtları ile elde ettikleri ve bu nedenle hak sahipliğinin ilgili aracı kurumdaki bu kayıtlarda aleniyet kazandığını dikkate alınarak geliştirilen bu yaklaşımın; gerek milli hukuk düzenlemelerinde gerek AB mevzuatında gerekse de bu alandaki ilk milletlerarası çalışma olan Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu’nda benimsenmiştir. Ancak bu düzenlemelerde, uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye göre” belirlenmesi yaklaşımı esas alınmakla birlikte, farklı bağlama kurallarının benimsendiği görülmüştür.

Bu kapsamda, uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurumun bulunduğu kademeye göre” belirlenmesi yaklaşımını esas alan üç farklı bağlama kuralı tespit edilmiştir. Buna göre; AB düzenlemelerinde “ilgili menkul kıymet hesabının bulunduğu/yürütüldüğü yer hukuku”; ABD Ticaret Kanunun’da (UCC) “ilgili aracı kurum ile hesap sahibinin hesap sözleşmesinde seçtikleri hukuk” ve Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu’nda “Nitelikli Ofis kriterini karşılama koşuluyla ilgili aracı kurum ile hesap sahibinin hesap sözleşmesinde seçtikleri hukuk” bağlama kuralı olarak kabul edilmiştir.

Bu üç farklı bağlama kuralına ilişkin değerlendirmelerimizde; AB Direktiflerinde kabul edilen, “ilgili menkul kıymet hesabının bulunduğu/yürütüldüğü yer hukuku”nun; menkul kıymet hesabının gayri maddi bir ilişki olduğu ve bu nedenle bir *situs* atfedilemeyeceği ve aracılaştırılmış sistemde aracı kurumlar tarafından menkul kıymet hesaplarına ilişkin olarak yürütülen hizmetlerin farklı ofisler/şubeler tarafından yürütüldüğü ve bu nedenle pratikte ilgili menkul kıymet hesabının nerede bulunduğu veya yürütüldüğünün tespitinin çok zor olduğu ve bu nedenlerle bu bağlama kuralının, aracılaştırılmış sistemde uygulanacak hukukun belirlenmesinde arzulan muayyeniyeti sağlayamadığı değerlendirilmiştir.

UCC m. 8’de kabul edilen; aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilaflarını, “ilgili aracı kurum ile hesap sahibinin hesap sözleşmesinde seçtikleri hukuk”a tabi tutan bağlama kuralının; aracılaştırılmış sistemde arzulan muayyeniyeti sağladığı ancak burada öngörülen hukuk seçimi imkanının hiçbir sınırlandırmaya tabi tutulmamış olması ve hesap sözleşmelerinin gizlilik esasına tabi olmaları sebebiyle, uygulanacak hukukun üçüncü kişiler tarafından tespit edilebilmesini zorlaştırdığı ve bu nedenle hak sahipliği ihtilaflarında uygulanacak hukukun belirlenmesinde şeffaflığın sağlanamadığı değerlendirilmiştir.

Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu’nda kabul edilen ve esasen UCC m. 8’de kabul edilen uygulanacak hukukun “ilgili aracı kurum ile hesap sahibinin hesap sözleşmesinde seçtikleri hukuk”a tabi tutulmasını öngören bağlama kuralı; UCC m. 8’deki düzenlemeye bir ek getirerek, bu hukuk seçiminin ancak, ilgili aracı kurumun

o ÷lkede Nitelikli Ofis kriterlerini karşılayan bir ofis veya şubesinin bulunması halinde etki kazanacağını dñzenlemiřtir.

Uygulanacak hukuku “Nitelikli Ofis kriterlerini karşılaması şartıyla ilgili aracı kurum ile hesap sahibinin hesap sñzleřmesinde seçtikleri hukuk”a tabi tutan Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu; Nitelikli Ofis kriterine rağmen, UCC m. 8’e karşı getirilen, uygulanacak hukukta şeffaflığın zedelendiği mñlahazasıyla eleştirilmiştir.

Çalışmamızda, bu bağlama kurallarından, Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu ile getirilen bağlama kuralının aracılaştırılmış sistem dahilinde geliştirilen diğer dñzenlemeler ile kıyaslandığında, uygulanacak hukukun belirlenmesinde arzulanan ağıklığı ve kesinliği en iyi şekilde sağladığı sonucuna varılmıştır.

Kanaatimizce, her ne kadar, hak sahipliği meseleleri, üçñncü kişilerin aracılaştırılmış menkul kıymetlere ilişkin menfaatlerini etkileyen nitelikte meseleler olsa da, burada benimsenen hukuk seçiminin milletlerarası özel hukukta borçlar hukuku alanında kabul edilen klasik anlamda bir hukuk seçimi olmaması sebebiyle, bu çñzñme kategorik olarak karşı çıkılmamalıdır. Zira Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu, aracılaştırılmış sistemin yapısı ve işleyişi göz önñnde bulundurulduğunda çok somut ve çerçevesi belirli bir çñzñm sunmaktadır. Üstelik kanaatimizce, Konvansiyon’da önerilen bağlama kuralı, doğrudan hak sahipliği modelini ve şeffaf-olmayan sistemi benimsemiş Türk hukukuna da oldukça uygundur.

Bu nedenle, Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu’nda öngörñlen bu bağlama kuralının, MÖHUK’ta veya Sermaye Piyasası Kanunu’na eklenecek bir hükñm ile benimsenebileceği kanaatindeyiz.

KAYNAKÇA

- Austen- Peters, A. O. :**Custody of Investments**, Oxford, 2000.
- Ayhan, Rıza : **Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler**, Ankara 1993.
- Aytaç, Zühtü :**Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul, 1992.
- Benjamin, Joanna :**Interests in Securities: A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets**, New York, 2000.
- Benjamin, Joanna :“Cross-Border Proprietary Rights: Taking Security and Insolvency”, **Butterworths Journal of International Banking and Financial Law**, 1997.
- Benjamin, Joanna :**Financial Law**, New York, 2007.
- Benjamin, Joanna :“Custody: An English Law Analysis”, **Butterworths Journal of International Banking and Financial Law**, 1995.

- Benjamin, Joanna/
Yates, Madeleine/
Gerald Montagu : **The Law of Global Custody**, London, 2002.
- Bernasconi, Christophe : The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, Preliminary Document no. 1 to the Hague Conference on Private International Law (Preliminary Document no.1), November 2000, http://hcch.e-vision.nl/upload/sec_pd01e.pdf.
- Bernasconi, Christophe :“Indirectly Held Securities: A New Venture for the Hague Conference on Private International Law”, **Yearbook of Private International Law**, 2001.
- Bernasconi, Christophe/
Potok, Richard/
Morton, Guy :“General Introduction : Legal Nature of Interests in Indirectly Held Securities and Resulting Conflict of Law Analysis”, **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, 2002.
- Bernasconi, Christophe/
David Känzig/
Nedim Peter Vogt :“Switzerland”, in **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, 2002.

- Brown, Archibald :**Epitome and Analysis of Savigny’s Treatise on Obligations in Roman Law**, London, 1872.
- Brunner, Christoph :**Wertrechte-nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere-Ein Beitrag zur rechtlichen Erfassung des Effektengiroverkehrs**, Bern, 1996.
- Burke, John J.A./
Ostrovskiy, Anatoly :“The Intermediated Securities System: Brussels I Breakdown”, **The European Legal Forum**, 2007.
- Carruthers, Janeen M. :**The Transfer of Property in the Conflict of Laws: Choice of Law Rules Concerning Inter Vivos Transfers of Property**, New York, 2005.
- Chun, Changmin :**Cross-Border Transactions of Intermediated Securities: A Comparative Analysis in Substantive Law and Private International Law**, Berlin, 2012.
- Çelikel, Aysel/
Erdem, B. Bahadır :**Milletlerarası Özel Hukuk**, 12. Bası, Beta, İstanbul 2012.
- Dardağan, Esra :**Fikir ve Sanat Eserleri Üzerindeki Haklardan Doğan Kanunlar İhtilafı**, İstanbul, 2000.

- Devos, Diego/
Servaes, Bart :“Belgium” in **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, London, 2002.
- Dicey, Albert V./
Morris, J.H.C/
Collins, Lawrence : **Dicey, Morris and Collins on The Conflict of Laws** (under the general editorship of Sir Lawrence Collins), 15th ed., London: Sweet & Maxwell, 2012.
- Erdem, Bahadır B. : “Fikri Haklarda Ülkesellik Prensibi”, **Prof. Dr. Nihal Uluocak’a Armağan**,İstanbul, 1999.
- Erdem, B. Bahadır : **Patent Hakkının Korunmasına ve Patent Hakkına İlişkin Sözleşmelere Uygulanacak Hukuk**, İstanbul, 1999.
- Erdoğan, İhsan :**Ardiye Sözleşmesi**, Konya, 1990.
- Eren, Fikret : **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 12. Bası, Beta Yayınevi, İstanbul 2010.
- Erişgin, Nuri :“Toplu Saklamada Saklatanlar Arasındaki İlişkiler”, **BATİDER**, 2003.

- Girsberger, Daniel :Hague Securities Convention - The Swiss Prospects, La loi applicable aux titres intermédiés: La Convention de La Haye du 5 juillet 2006.Une opportunité pour la place financière suisse?Actes de la 18e Journée de droit international privé du 24 mars 2006 à Lausanne; **Publications de l'Institut suisse de droit comparé**, 55, 2006.
- Goode, Roy :**Commercial Law**, London, 1995.
- Goode, Roy :“The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, **The Future for the Global Securities Market: Legal and Regulatory Aspects**, 1996.
- Goode, Roy :“Are Intangible Assets Fungible?”, **Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly (LMCLQ)**, London, 2003.
- Goode, Roy : Security Entitlements as Collateral and the Conflict of Laws (Security Entitlements), in **The Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, A Special Supplement to Butterworth’s Journal of International Banking and Financial Law**, September 1998, pp. 22-28.

- Goode, Roy/
Kanda, Hideki/
Kreuzer, Karl
- :**Explanatory Report on the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary**, Hague Conference on Private International Law, Netherlands, 2005.
- Goode, Roy
- :“The Hague Convention on the Law Applicable to Indirectly Held Securities: A Market-Oriented Approach to the Conflict of Laws”, **Beyond Borders: Perspectives on International and Comparative Law-Symposium**, Berlin- München, 2006.
- Göksoy, Y. Can
- :**Anonim Ortaklıkta Payın Rehni**, İzmir, 2001.
- Guynn, Randall D.
- :“Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws”, **A Discussion Paper on the Need for International Harmonization**, Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association, 1996.
- Guynn, Randall D./
Marchand, N.J.
- :“Transfer of Pledge of Securities Held Through Depositories”, **The Law of Cross-Border Securities Transactions**, London, 1999.

- Gullifer, Louise :“Ownership of Securities: The Problems Caused by Intermediation”, **Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues**, Oxford, 2010.
- Gümüş, M. Alper :**Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, İstanbul, 2010.
- Haentjens, Matthias :**The Law Applicable to Indirectly Held Securities: The Plumbing of International Securities Transactions**, Hague, 2006.
- Haselçin, İbrahim : “Yabancı Yatırımcıya Bir İyilik Daha”, HT Ekonomi, 16.12.2012, <http://ekonomi.haberturk.com/yazarlar/ibrahim-haselcin/803854-yabanci-yatirimciya-bir-iyilik-daha>, (13.09.2013).
- Hautekiet, Wim/
Dupont, Philippe :“Luxembourg” **in Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, London, 2002.
- İmre, Zahit : “Alelade Vedia”, **Mahmut Reşat Seviğ’e Armağın**, İstanbul 1956, s. 214-223
- İmre, Zahit : “Usulsüz Vedia Akti: Türk, İsviçre, Alman ve Fransız Hukukları Üzerine Bir Tetkik”, **İHFM**, 1944.

- Kocayusufpaşaoğlu, Necip : **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 5. Bası, Kasım 2010.
- Kreuzer, Karl :Internationales Privatrecht, nach Artikel 38 Anhang I notes, in Münchener Kommentar, 1998.
- Manavgat, Çağlar :“Menkul Kıymetlerin Merkezî Saklanması Kullanılan Yöntemin Sözleşmenin Hukukî Niteliğine Etkisi”, **BATİDER**, 1996.
- Manavgat, Çağlar :“Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükümüne Göre Kaydi Sistemin Esasları”, **AÜHFD**, 2001.
- Micheler, Eva : “Doctrinal Path Dependence and Functional Convergence: The Case of Investment Securities”, (January 31, 2006) <http://ssrn.com/abstract=880110> (26.05.2013)
- Micheler, Eva : Property in Securities: A Comparative Study, (Property in Securities) New York, Cambridge University Press, 2007.
- Micheler, Eva : “The Legal Nature of Securities: Inspirations from Comparative Law”, in: Louise Gullifer/Jennifer Payne (ed.), **Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues**, Hart Publishing, Oxford 2010, pp. 131-149.

- Micheler, Eva : “Farewell Quasi-Negotiability? Legal Title and Transfer of Shares in a Paperless World (Quasi-Negotiability), **The Journal of Business Law**, London, Sweet&Maxwell, 2002, pp. 358-378.
- Mooney Jr., Charles W. : “Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled By Intermediaries”, **12 Cardozo Law Review**, Number 2, December 1990, pp. 305-427.
- Morton, Guy/
Potok, Richard/
Benjamin, Joanna : “England” in **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, Ed. by Richard POTOK, Butterworths, 2002, pp. 217-248.
- Moshinsky, M. : “The Assignment of Debts in the Conflict of Laws”, **109 Law Quarterly Review**, 1992.
- Nomer, Ergin :**Devletler Hususi Hukuku**, 20. Bası, Beta, 2013.
- Nomer, Haluk Nami :**Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 12.Bası, Beta, İstanbul 2012.
- Oğuzman, M. Kemal/
Barlas, Nami : **Medeni Hukuk: Giriş, Kaynaklar, Temel Kavramlar**, 18 Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012.

- Oğuzman, M. Kemal/
Öz, Turgut : **Borçlar Hukuku-Genel Hükümler Cilt-1-2**,
Vedat Kitapçılık, İstanbul 2013.
- Oğuzman, M. Kemal/
Seliçi, Özer/
Oktay-Özdemir, Saibe : **Eşya Hukuku**, 15. Bası, Filiz Kitapevi,
İstanbul, 2012.
- Ooi, Maisie :**Shares and Other Securities in the Conflict of
Laws (Shares)**,Oxford University Press, New
York 2003.
- Ooi, Maisie : “Intermediated Securities: The Choice of a
Choice of Law Rule” (Intermediated Securities),
in: **Intermediated Securities: Legal Problems
and Practical Issues**, ed. Louise
Gullifer/Jennifer Payne, Hart Publishing, Oxford
2010, pp. 219-245.
- Öztan, Fırat : **Kıymetli Evrak Hukuku**, Ankara, 1997.
- Paslı, Ali : “Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı”,
Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, C. II,
İstanbul 2007, pp. 1513-1579.

- Paz-Ares, Candido/
Garcimartin Alferez, Francisco/
Buitrago, Ana : “Spain” in **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, Ed. by Richard POTOK, Butterworths, 2002.
- Planiol, Marcel : **Treatise on the Civil Law**, trans. Louisiana State Law Institute, Vol. 2, No. 2204-12, Buffalo 2005.
- Poroy, Reha/
Tekinalp, Ünal : **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**, 21. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2013.
- Poroy, Reha/
Tekinalp, Ünal/
Çamoğlu, Ersin : **Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku**, 12. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2010
- Potok, Richard : “Legal Uncertainty for Securities Held as Collateral”, 18 **International Financial Law Review** 12, December, 1999.
- Potok, Richard : “The Fact Patterns and Questions for Consideration” in **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, General Editor: Richard POTOK, Butterworths, 2002.

- Potok, Richard : “The Hague Securities Convention: Closer and Closer to A Reality” (The Hague Securities), **Journal of Banking and Finance Law and Practice**, Volume 15, 2004, p. 204. Available at:<http://www.cmvm.pt/NR/ronlyres/686FE394-6110-4D7E-92D1-59CBEAB20B6C/2082/potok.pdf>.
- Pretto-Sakmann, Arianna : **Boundaries of Personal Property: Shares and Sub-Shares**, Hart Publishing, Oxford and Portland, 2005.
- Rogers, James Steven : “Of Normalcy and Anomaly: Thoughts on Choice of Law for the Indirect Holding System”, in Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, **Journal of International Banking and Financial Law Special Supplement**, September 1998, London.
- Rogers, James Steven : “Conflicts of Laws for Transactions in Securities Held Through Intermediaries” (Conflict of Laws), Research Paper 80, September 28, 2005, <http://ssrn.com/abstract=815005>.
- Rogers, James Steven : “Negotiability, Property, and Identity” (Negotiability), **12 Cardozo Law Review**, 1990-1991, pp. 471-508.
- Rogers, James Steven : “Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8” (Policy Perspectives), **43 UCLA Law Review**, Vol. 43, N. 4, 1996, pp. 1431-1545.

- Schödermeier, Martin/
Löber, Klaus/
Wortmann, Beda : “Germany” (Germany), in **Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws**, Ed. by Richard POTOK, Butterworths, 2002, s. 264-294 § 12;
- Schwarcz, Steven L./
Benjamin, Joanna : Intermediary Risk in the Indirect Holding System for Securities, (Intermediary Risk) **Duke Journal of Comparative & International Law**, Volume 12, Number 2, Spring 2002, pp. 309-330.
- Serozan, Rona : **Medeni Hukuk: Genel Bölüm/Kişiler Hukuku**, 4. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2013.
- Serozan, Rona : **Taşınır Eşya Hukuku**, 2. Bası, Filiz Kitapevi, İstanbul 2007.
- Serozan, Rona : **İfa, İfa Engelleri, Haksız Zenginleşme**, 4. Bası, Filiz Kitapevi, İstanbul 2009.
- Sigman, H.C./
Bernasconi, Christophe : “Myths About the Hague Convention Debunked”, **IFLR**, November 2005, pp. 31-35, s. 34.

- Story, Joseph : **Commentaries on the Law of Bailments**, Cambridge 1832.
- Struycken, Teun H. D. : “The Proprietary Aspects of International Assignment of Debts and the Rome Convention”, Article 12, **Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly**, 1998, pp. 345-360.
- Şanlı, Cemal/
Ataman-Figanmeşe, İnci/
Esen, Emre : **Milletlerarası Özel Hukuk**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2013.
- Tanör, Reha : “Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Kaydi Değer Olarak İhracına İlişkin Yasal Düzenlemelerin Kendi İçlerinde ve Yasal Düzenlemeler ile Finansal Uygulama Arasında Gözlenen Örtüşmezliğin Hukuksal Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, **Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Yıl 1, Sayı 2.
- Tekinalp, Gülören/
Çavuşoğlu, Ayfer Uyanık : **Milletlerarası Özel Hukuk Bağlama Kuralları**, 11. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2011.
- Tekinalp, Ünal : **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul, 1992.

- Tekinalp, Ünal : Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Haklarına Doğru, (Evraksız), **BATİDER**, C. XIV, S. 3, Haziran 1988, pp. 1-16.
- Tekinalp, Ünal : Nama Yazılı Kaydi Payların Devrinde Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Niteliği,(Kaydi Paylar), **Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan**, İstanbul 2000, pp. 537-543.
- Tekinay, S.S./
Akman, Sermet/
Burcuoğlu, Haluk/
Altop, Atilla : Tekinay **Eşya Hukuku**, Cilt I, 5. Bası, Filiz Kitapevi, İstanbul, 1989.
- Than, Jürgen : “Cross-Border Safe Custody and Settlement of Securities Transactions: Some Aspects under German Law, A Discussion Paper on the Need for International Harmonization”, **Capital Markets Forum**, Section on Business Law, International Bar Association 1996.
- Thevenoz, Luc : “Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law”, (Legal Risk), Duke Law School Legal Studies Paper No. 170; **Stanford Journal of Law, Business, and Finance**, Volume 13, 2008, pp. 384- 452.

- Thevenoz, Luc : “New Legal Concepts Regarding the Holding of Investment Securities for a Civil Law Jurisdiction-The Swiss Draft Act”, (New Legal Concepts), **Uniform Law Review**, Volume 10, 2005-1/2, pp. 301-337
- Tiftik, Mustafa : “**Türk Hukukunda Vedia Sözleşmesi**, Yetkin Yayınları, 2007.
- Tunçomağ, Kenan : **Türk Borçlar Hukuku, Cilt I, Genel Hükümler**, 6. Bası, Sermet Matbaası, İstanbul 1976.
- Turanboy, Asuman : **Varakasız Kıymetli Evrak**, (Kıymetli Evrak), Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1998.
- Turanboy, Asuman : “2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na 4487 Sayılı Kanunla Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydi Değer Düzenlemesi”, (Sermaye Piyasası Kanunu), **AÜHFD**, Cilt: 48, Sayı: 1-4, 1999, pp. 39-55.
- Ülgen, Hüseyin/
Helvacı, Mehmet/
Kendigelen, Abuzer/
Kaya, Arslan : **Kıymetli Evrak Hukuku**, 8. Bası, XII Levha, İstanbul 2013.

- Ünal, Oğuz Kürşat : **Menkul Kıymetler: Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler**, Ankara 1998.
- Ünal, Mücahit : **Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi**, Adalet Yayınevi, Ankara 2011.
- Van Houtte, Hans : “The Law Applicable to Securities Transactions: Choice of Law Issues”, **in The Future for the Global Securities Market- Legal and Regulatory Aspects**, (Securities Transactions), Ed. by Fidelis Oditah.
- Witmer, Jörg A “New Law Cures Paperless Securities Headache”, **International Financial Law Review**, June 2005, Vol. XXIV 6, pp. 85-87, s. 85. Also available at <http://www.iflr.com/Article/1984815/New-law-cures-paperless-securities-headache.html> (22.07.2013).
- Yasaman, Hamdi : **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul, 1992.
- Yayla, Ümit : “Merkezi Kayıt Kuruluşu ve Kaydi Sistem: Uygulamada Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 71, 2009, pp. 104-115.

- Yavuz, Cevdet, : **Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, 7. Bası, Beta, İstanbul 2007.
- Bank for International Settlements : Committee on Payment and Settlement Systems, A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems, March 2003, <http://www.bis.org/publ/cps00b.pdf>. (BIS Glossary).
- Committee on Payment and Settlement Systems & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, :Recommendations for Securities Settlement Systems, November 2001, (CPSS/IOSCO Recommendations).
- Committee on Payment and Settlement Systems of the Central Banks of the Group of Ten Countries : Cross-Border Securities Settlements, Bank for International Settlements, Basle, March 1995, (BIS-Cross-Border Securities Settlements), <http://www.bis.org/publ/cps12.pdf>.
- Euroclear Operations Centre : Cross-Border Clearance, Settlement, and Custody: Beyond the G30 Recommendations (Beyond G30), Brussels 1993.
- Group of Thirty : Global Clearing and Settlement: A Plan of Action, Washington DC 2003.

Morgan Guaranty Trust Co. of
N.Y. Brussels Office
as operator of Euroclear,

: Cross-Border Clearance, Settlement and
Custody: Beyond the G30 Recommendations,
1993.

The Giovannini Group

: Cross-Border Clearing and Settlement
Arrangements in the European Union
(Giovannini Report 2001), Brussels, November
2001, s. 4-19
[http://ec.europa.eu/economy_finance/publicatio
ns/giovannini/clearing1101_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/clearing1101_en.pdf)

UNIDROIT

: Preliminary Draft Convention on Harmonized
Substantive Rules Regarding Securities Held
with an Intermediary-Explanatory Notes
(UNIDROIT Explanatory Notes), Rome,
December 2004,
[http://www.unidroit.org/english/documents/200
4/study78/s-78-019-e.pdf](http://www.unidroit.org/english/documents/2004/study78/s-78-019-e.pdf)

UNIDROIT

: **Working Paper Regarding So Called
“Transparent Systems”**, Study LXXVIII Doc.
44, October 2006,
[http://www.unidroit.org/english/documents/200
6/study78/s-78-044-e.pdf](http://www.unidroit.org/english/documents/2006/study78/s-78-044-e.pdf)

Commission of the
European Communities

: Commission Staff Working Document: **Legal
Assessment of Certain Aspects of the Hague
Securities Convention**, (EC-Hague Convention
Assessment Report), Brussels, 03.07.2006
SEC(2006)910.

Commission of the
European Communities:

: Report From the Commission to the Council and the European Parliament: **Evaluation Report on the Financial Collateral Arrangements Directive** (EC-FTD Evaluation Report) (2002/47/EC), Brussels, 20 December 2006 COM(2006)833 final.

Commission of the
European Communities

: Commission Staff Working Document Accompanying **the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Amending the Settlement Finality Directive and the Financial Collateral Directive: Impact Assessment**, Brussels, COM(2008)213 final, SEC(2008) 491.

The European Central Bank

: **Opinion of 17 March 2005 at the request of the Council of the European Union on a proposal for a Council decision concerning the signing of the Hague Convention on the Law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary** (ECB-Opinion on Hague Convention) (COM (2003) 783 final)(CON/2005/7) (OJ C 81/10).

ÖZGEÇMİŞ

Ayşe Elif ULUSU 1982 yılında İstanbul’da doğdu. Ortaokul ve lise eğitimini İstanbul’da Nişantaşı Anadolu Lisesi’nde (English High School) tamamladıktan sonra, 2000 yılında girdiği İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi’nden 2004 yılında mezun oldu. Aynı yılın Eylül ayında, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Avrupa Birliği Anabilim Dalı’nda yüksek lisans programına kaydolarak, 2007 yılında “Milletlerarası Mal Satımına İlişkin BM Antlaşmasında ve Avrupa Borçlar Hukuku Prensiplerinde Tazminat Sorumluluğunun Sınırlandırılmasında Öngörülebilirlik İlkesi” başlıklı yüksek lisans tezini vererek, bu programdan mezun oldu. 2007 Eylül ayında, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı’nda doktora programına kaydolarak, 2010 Yılında “Milletlerarası Özel Hukukta Menkul Kıymetlere İlişkin Hak Sahipliği İhtilaflarına Uygulanacak Hukuk” başlıklı doktora tezi üzerinde çalışmaya başladı.

Ayşe Elif Ulusu 2006 Aralık ayından bu yana İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Milletlerarası Özel Hukuk Anabilim Dalı’nda araştırma görevlisi olarak görev yapmaktadır.